

ПЕТЕРБУРГСКИЙ МЕЖДУНАРОДНЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ФОРУМ

20—22 июня 2013

Глобальная повестка устойчивого экономического роста

ПРОГНОЗ РАЗВИТИЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

Арена

20 июня 2013

11:45—13:00, Павильон 4, Конференц-зал 4.1

Санкт-Петербург, Россия

2013

Модератор:

Томас Майер, Главный советник правления, Deutsche Bank

Выступающие:

Олег Вьюгин, Председатель совета директоров, ОАО «МДМ Банк»

Джордж Магнус, Старший экономический советник, UBS Investment Bank;
автор книги «Подъем» (Uprising)

Владимир Мау, Ректор, Российская академия народного хозяйства и
государственной службы при Президенте Российской Федерации

Роланд Нэш, Старший партнер, главный стратег по инвестициям, Verpro
Capital

Энди Се, Независимый экономист, КНР

Юй Юндин, Член ученой коллегии, старший научный сотрудник, Академия
общественных наук КНР (CASS)

Т. Майер:

Меня зовут Томас Майер, я главный советник правления Deutsche Bank. Я рад приветствовать вас на этом круглом столе для экономистов, посвященном прогнозу развития мировой экономики. Я считаю, что эта тема очень актуальна на сегодняшний день, в свете тех новостей о состоянии глобальной экономики, которые мы слышали за последние несколько недель.

К счастью, на данный момент нас окружают умеренно оптимистичные консенсус-прогнозы. Согласно прогнозу нашей компании, который не сильно отличается от прогнозов международных организаций, глобальный рост за этот год составит 3%, то есть более или менее удерживается на уровне 2012 года. Хорошая новость — в том, что мы, как и многие другие, предвидим ускорение глобального роста до 4% в следующем году.

По этим прогнозам (в основном, как я уже сказал, это консенсус-прогнозы), главным драйвером роста вновь выступают развивающиеся рынки. Так, Deutsche Bank прогнозирует для этой группы рост 5% в этом году и почти 6% в следующем. Индустриальные страны продолжают отставать. Как и год назад, в этом году ожидаемый рост составит порядка 1,25%, но в следующем году также произойдет ускорение примерно до 2%. На этом осторожно оптимистичном фоне глобальная инфляция продолжит удерживаться на уровне порядка 3,25% в этом году и увеличится до 3,5% в следующем.

В целом при поверхностном рассмотрении консенсус-прогнозы кажутся достаточно воодушевляющими, но, вероятно, за этими внешне оптимистичными данными кроется значительный разброс в экономической активности среди разных групп стран, а также значительные риски.

Я очень рад, что на сегодняшнем панельном заседании собрались эксперты, которые обсудят, что стоит за этими цифрами, а также рассмотрят различные аспекты глобальной экономики и грядущие политические процессы.

Позвольте мне представить этих экспертов. Слева от меня — профессор Юй Юндин, бывший директор Института мировой экономики и политики

(IWER) Академии общественных наук КНР и известный комментатор международных СМИ.

Рядом с профессором Юндином сидит Джордж Магнус, старший экономический советник еще одного крупного банка, UBS, и, если позволите, мой прямой коллега, поскольку в UBS он занимает ту же позицию, что и я в Deutsche Bank.

Также с нами Олег Вьюгин, председатель совета директоров «МДМ Банка», основанного в 1990 году и, если я правильно понимаю, одного из первых частных банков в России.

Слева от него — профессор Владимир Мау, ректор Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации.

Слева от него — Роланд Нэш, старший партнер и главный стратег по инвестициям хедж-фонда Verno Capital. Насколько я понимаю, Роланд живет не в Соединенных Штатах, а здесь, в России, в Москве. На протяжении всей своей карьеры он был тесно связан с российской экономикой и с финансовой ситуацией в России.

И наконец, справа от меня — Энди Се, независимый экономист из Китая, хорошо известный всем, кто следит за международными СМИ, своими комментариями по экономическим и финансовым процессам, главным образом, в Азии. Он много писал и говорил о приближающемся финансовом кризисе, и дал нам массу аналитической информации о том, что происходило в Азии.

Начнем нашу дискуссию. Пусть она будет открытой и интерактивной. Мне кажется, что необычная обстановка в нашем зале очень к этому располагает. Обычно участники сидят на сцене или на трибуне, что усложняет взаимодействие, но мы сидим именно так, как того требует настоящий круглый стол экономистов.

Давайте начнем с обзора экономической перспективы. Вероятно, я могу спросить Роланда о США, поскольку вчера состоялось выступление господина Бернанке, председателя Федеральной резервной системы США, — выступление, которого так ожидали финансовые рынки. Все с

невероятным трепетом ждали, что он скажет об экономике и, конечно, о политическом курсе. Он обозначил достаточно конструктивную экономическую перспективу для США. Что Вы об этом думаете? Можем ли мы проявлять разумный оптимизм и верить в то, что США движется к росту в 3% в будущем году?

Р. Нэш:

Спасибо, Томас! Спасибо за то, что Вы меня представили и пригласили к участию в этом замечательном круглом столе.

Лихорадочное возбуждение, которым сопровождается любое выступление господина Бернанке, как мне кажется, является частью проблемы, которую сегодня испытывают финансовые рынки вообще и рынок США в частности. Я к ней еще вернусь. Экономика США — величественное и уникальное существо. Перегибы, возникавшие в ней до 2008 года, сыграли решающую роль в создании кризиса, от которого мы пытаемся оправиться последние несколько лет. Перегибы в плане масштабов займов, зарубежных источников капитала, перераспределения капитала и последующего нерационального использования ресурсов привели к созданию в США и в других странах финансовых пузырей, которые, лопнув, стали главной причиной кризиса в США и, как следствие, во всем мире.

С другой стороны, экономика США обладает рыночными условиями, которые способны постоянно порождать поистине непревзойденные компании и технологии, и так происходит уже долгое время. Достаточно взглянуть на революцию в сфере сланцевой нефти и сланцевого газа, да и не только там, но и в биотехнологиях и многих других сферах промышленности, оживших после кризиса. Созидательное разрушение в США — это модель, которая, на мой взгляд, может быть экспортирована по всему миру, так что у показателей роста в США есть фундаментальная опора.

В то же время, одной из главных реакций на кризис 2008 года стал избыточный приток капитала в США. Возможно, количественное смягчение (QE) было необходимой мерой для предотвращения удара, который бы

наступил в его отсутствие. Оценить отсутствие вмешательства очень сложно, но в противном случае последствия могли бы быть намного хуже. Тем не менее, одним из следствий стало то, что в течение долгого времени капитал находится на очень низком уровне, и, исходя из нашего опыта 2008 года, было бы ошибочно утверждать, что такое же нерациональное использование ресурсов, какое вызвало кризис в 2008 году, не может произойти снова. Если мы извлекли из этой ситуации какие-то уроки, то вот один из них.

В заключение я хотел бы сказать, что перспектива 3%-ного роста для американской экономики кажется вполне реалистичной, благодаря высокой конкурентоспособности, заложенной в основе экономики США. Однако я считаю, что осуществимость и гарантированность такого экономического роста сегодня ниже, чем были раньше. В экономике США создаются «бомбы замедленного действия».

Т. Майер:

Это очень интересное мнение, потому что, должен признаться, меня всегда восхищало умение США очень гибко реагировать на новые вызовы. Сейчас идет много разговоров о реиндустриализации США, о возвращении к промышленности — разумеется, не без недавно обнаруженных источников дешевой энергии. Очень интересны Ваши слова о возможном возникновении трудностей. Есть ли у Вас предположения относительно того, где они могут возникнуть? Мне кажется, что сейчас ситуация если не более оживленная, то, во всяком случае, более крепкая, чем та, которая возникла под воздействием огромной кредитной экспансии, условий на рынке финансовых услуг и рынке жилья. В чем Вы видите потенциальные риски?

Р. Нэш:

Замечательная особенность финансовых рынков — в том, что, если бы мы могли увидеть неэффективность, мы бы, вероятно, ее устранили. Мы по определению не можем знать наверняка, где могут возникнуть такие

проблемы. Но если в определенный период в исключительных финансовых условиях стоимость капитала определяется правительственными органами (вероятно, из благих побуждений), история отчетливо показывает, что капитал найдет дорогу в кластеры активов.

Если взглянуть на пиковые исторические показатели в отдельных долговых классах, нельзя не предположить, что в некоторых из них могли иметь место нерациональное использование ресурсов и ошибочная оценка активов. Ошибочная оценка в том масштабе, какой мы наблюдали в последние три или четыре года, наводит меня на мысль о том, что возможны отрицательные результаты.

Т. Майер:

То есть, можно сказать, это темная сторона QE. Возможно, было очень важно изначально стабилизировать банковскую систему, нужно было провести замещение разрушенных внутренних средств. Кредитное и денежное сжатие частного сектора как результат расширения балансового отчета Федерального резерва могло быть положительным явлением, но, возможно, Вы обеспокоены тем, что они перестарались и угодили в ловушку?

Р. Нэш:

Да, мы пережили кризис, и, как мне кажется, следующая стадия — это пережить ответные меры.

Т. Майер:

Точно. Продолжим. Китай также переживает большие изменения, но другой природы. Китай пытается снизить свою зависимость от экспорта и укрепить свою ориентацию на внутренний спрос — другими словами, найти более сбалансированную модель роста. Как немец, я поражен тем, как снизился профицит счета текущих операций в Китае. В моей родной стране отношение профицита счета текущих операций к ВВП, кажется, застряло на уровне 6—7%, так что я восхищен тем, как адаптируется счет текущих

операций Китая. С другой стороны, на рынке есть обеспокоенность тем, насколько гладко пройдет перемена модели, не снизится ли рост еще больше.

Профессор Юндин, что Вы думаете? Китай — на правильном пути? Можем ли мы поверить в то, что новое правительство Китая удержит нас на тропе расширения?

Ю. Юндин:

Я считаю, что перед Китаем в это важное время стоит огромный вызов. В последние 30 лет экономика Китая развивалась действительно удивительным образом, и почти 30 лет наш ежегодный рост составлял порядка 10%. Я думаю, что этому высокому темпу роста пришел конец, поскольку модель роста Китая, какой бы успешной она ни была, утратила свою жизнеспособность. Китаю необходимо как можно скорее перейти к другой модели роста.

На самом деле мы говорили об этой необходимости больше десяти лет назад, но из-за многих ограничений слишком долго откладывали эту трансформацию. Однако сейчас перед нами стоят еще более серьезные проблемы, чем десять лет назад. Десять лет назад мы откладывали запуск большой трансформации, потому что думали, что время еще не пришло. Мы ждали лучшего момента. Теперь мы понимаем, что и в будущем этот лучший момент может не настать, хотя Вы только что дали достаточно оптимистичный прогноз по экономике США. Я не уверен. Я уже 20 лет слежу за экономикой Японии, и все эти 20 лет многие японские экономисты и чиновники уверяли, что экономика Японии идет на подъем. И не далее как год или два назад экономика снова упала, так что, возможно, она вошла в новую стадию медленного роста, — не знаю.

В любом случае, на этот раз Китаю необходимо воспользоваться моментом, чтобы как можно скорее провести реформы. Я считаю, что китайской экономике необходимо замедление со стороны предложения. Например, если нарисовать кривую Филлипса по данным 2000—2010 годов, то она получится достаточно плоской. Но сейчас кривая Филлипса

становится более изогнутой, и это говорит о том, что у Китайской Народной Республики и у Гонконга есть пространство для манипуляции экономикой, чтобы делать ее все меньше, потому что более высокий темп роста предполагает более высокую инфляцию. По сравнению с прошлым, ситуация изменилась: раньше при замедлении в экономике вводились пакеты мер стимулирования, и экономика начинала довольно сильно расти. Я думаю, сейчас ситуация иная. Это экономика предложения. Причиной тому служит очень быстрое повышение стоимости рабочей силы: согласно данным властей Китая, темп роста зарплат должен составлять не менее 13% ежегодно. Таков сейчас закон для всех регионов Китая.

В то же самое время, население Китая стало беспокоиться о затратах на охрану окружающей среды. Если вы производите товар и не принимаете во внимание воздействие на окружающую среду, вы будете наказаны. Это значит, что теперь предприятия должны выделять больше средств на обеспечение чистоты воздуха, воды и так далее. Увеличиваются производственные затраты, поэтому не думаю, что Китай сможет удерживать прежний высокий темп роста. Мы сейчас говорим о росте в пределах 7—8%, что тоже очень хорошо, но некоторые китайские экономисты утверждают, что мы не сможем удержать и 7%, и рост будет еще меньше.

Лично я думаю, что 7% — это тоже очень хорошо для Китая. Мы сможем удерживать рост на уровне 7%. Однако мы действительно должны изменить нашу модель роста. В прошлом мы полагались на инвестиции. Темпы роста инвестиций в реальном исчислении обычно превышают 14%, то есть намного выше, чем темп роста ВВП. Значит, темп прироста инвестиций в Китае превышает 50%, что слишком много и вызывает массу проблем.

В то же время, Китай слишком зависим от экспорта. В 2008 году соотношение профицита текущего счета к ВВП составило более 10%, и это слишком много. Конечно, за последние несколько лет мы добились прогресса. Думаю, сейчас это соотношение ниже 2%. Я считаю, что это прогресс, хотя он и сопряжен с проблемами в сфере занятости и так далее.

Мы сталкиваемся со многими дилеммами, но мы знаем, что предыдущая модель роста неустойчива. Мы действительно должны воспользоваться этим моментом и как можно скорее провести реформу по изменению модели. Возможно, для осуществления этого у нас еще есть пятилетнее окно, но если мы не сможем фундаментально изменить модель роста, мы столкнемся с еще более серьезными проблемами.

Т. Майер:

Теперь я лучше понимаю, почему профицит счета текущих операций Китая снижается. В Германии, как я знаю по своему опыту, растут затраты на производство энергии, поскольку мы решили отойти от ядерной энергии, и это повышает базовую стоимость. Но у нас до сих пор достаточно умеренный темп роста зарплат по сравнению с Китаем: мы только приближаемся к росту зарплат в 3% в среднем для всей экономики.

То, что Вы говорите о росте заработных плат, очень интересно, поскольку мир уже давно пользуется тем, что экспорт из Китая сопряжен с низкими затратами и, следовательно, низкими ценами. Из Ваших слов следует, что нам придется изменить свои ожидания. Китайский экспорт станет более дорогостоящим, увеличатся затраты на охрану окружающей среды и на зарплаты сотрудникам, так что мы не сможем больше полагаться на Китай как на дефляционную силу мировой экономики.

Ю. Юндин:

Надеюсь, что так. Я думаю, что правительство Китая уже начало эту трансформацию, и, конечно, она вызовет проблемы в краткосрочной перспективе. Если правительству не хватит решимости, оно может передумать. Но надеюсь, что не передумает.

На самом деле, по моему мнению, мы ведем себя довольно глупо: ведь мы уже более 20 лет имеем положительное сальдо и по счету текущих операций, и по счету операций с капиталом. Благодаря этим двум сальдо, мы накопили более 3,4 триллиона долларов США в зарубежных резервах.

Для чего? Мы ждем, чтобы Федеральный резерв раздул это долговое бремя. Это хорошо для США, но плохо для Китая.

Т. Майер:

Вы действуете мудрее, чем немцы. Вы вкладываете в Министерство финансов США, а мы скупаем американские ипотечные бумаги!

Что касается Японии: Энди, мы наблюдаем революцию в Японии. Я регулярно езжу в Японию с начала 1990-х, когда я только начинал карьеру, а там еще был пузырь. Я бывал там из года в год и помню ту долгую черную полосу, но с приходом «абэномики», как ее теперь все называют, складывается ощущение, что, очнувшись от долгого, глубокого сна, Япония пытается сделать скачок вперед и практически проводит революцию.

Мы видели, как господин Абэ запустил две свои «стрелы»: монетарное стимулирование и менее крупную фискальную «стрелу», — а теперь ждем третьей. Даст ли это новую жизнь японской экономике? Как Вы считаете?

Э. Се:

Я не испытываю оптимизма. Думаю, говорить о революции в Японии пока рано. Японцы, можно сказать, переживают революцию каждые 100 лет, и, поднимая тему революции, нужно быть очень осторожными, потому что японцы не меняются.

«Абэномика» приобрела большую популярность на финансовых рынках. Фондовый рынок почти удвоился, и иена пошла вниз. Многие заработали деньги, и поэтому продолжают скандировать: «Отличная идея, не останавливайтесь!»

Если посмотреть на то, что происходило на финансовом рынке в последние 20 лет, мы увидим, что любая активность — это пузырь. Не было ни одного исключения. Почему сейчас должно быть по-другому? Я думаю, что сами японцы могут об этом не знать, но на самом деле это пузырь. В Японии нет проблемы безработицы, так в чем же состоит макростимул? Они говорят: «Есть дефляция, а значит, нам надо преодолеть дефляцию и таким образом восстановить экономику». На самом деле дефляция — это

симптом чего-то еще, например, спада конкурентоспособности. В Японии 20 лет не было ни одной действительно успешной новой компании. Экономический спад связан с тем, что весь мир продвинулся вперед, а Япония не изменилась. Я думаю, что попытки использовать макрорешения для борьбы с проблемой конкурентоспособности вряд ли принесут положительные результаты.

Что касается этих так называемых трех «стрел», то первые две действительно просты: печатание денег и трата денег. Это то же самое, что сейчас делает Америка. У всех оптимистичные прогнозы насчет Америки, но у меня есть сомнения. Мне кажется, Бернанке снова выстраивает гигантский пузырь. Сейчас доход на семью в США увеличился на 20% по сравнению с докризисным уровнем, а то, что было до кризиса, считалось большим пузырем. Теперь этот пузырь еще больше.

Т. Майер:

То есть сейчас японцы хотят присоединиться к остальным?

Э. Се:

Да, в сущности, японцы завидуют тому, что делают американцы. Японцы говорят: «Смотрите-ка, они снова счастливы. А мы несчастны уже 20 лет. Нам надо сделать то же самое». А менеджеры хедж-фондов подначивают их, говоря: «Если будете делать так же, будете такими же счастливыми, как американцы». Абэ пытается всех ободрить: «Просто радуйтесь, тратьте деньги, фондовая биржа растет, разве не так?»

Думаю, проблема состоит в том, что японцы не могут правильно создать пузырь. Американцы создают пузыри уже давно, у них большой опыт в этом деле. Если посмотреть на то, что делает Бернанке, создается впечатление, будто в январе он собирается в отставку и просто не хочет, чтобы пузырь лопнул ему в лицо. Бернанке хочет, чтобы пузырь продержался, пока он не уйдет со своего поста, вот он и говорит о смягчении курса: «Давайте охладим пыл, окатим все это холодной водой».

Есть такая китайская поговорка: «Когда варите лягушку, нагревайте воду медленно». Это чтобы лягушки умирали, не зная о приближающейся смерти. Вот и японцы об этом не знают. Ожидания от ближайших шести месяцев очень большие. Если эти ожидания не будут удовлетворены, все обрушится.

Вы упомянули третью «стрелу», структурную реформу. Структурная реформа обычно сводится к корпоративной конкурентоспособности. Как правительству этого достичь? Необходимо стимулировать предпринимателей к созданию новых компаний. Это длительный процесс. Это невозможно сделать за год или два.

Прежде всего, я считаю, что «абэномика» достигла пика: об этом говорит ситуация на фондовом и валютном рынках. Я не верю, что в этом году Nikkei сможет снова превысить свой пик. Пик уже достигнут. В следующем году мы увидим, какова ситуация на самом деле. Здесь должна идти речь о дефиците государственного бюджета. Японское правительство заимствует более 50% своих расходов. Это уже 230% ВВП. Как долго это может продолжаться? Настоящим решением должна быть фискальная консолидация. В следующие несколько месяцев мы увидим, есть ли у них план действий по фискальной консолидации.

Я не очень оптимистично оцениваю следующий год. По-моему, в последние пять лет дешевые деньги легли в основу слишком большого числа пузырей. Японский пузырь — последний тому пример. Когда дешевые деньги обесцениваются, за этим следует много взрывов, так что в следующем году не нужно много тратить и рисковать. Крепко держитесь за свои деньги. Многие хотят вас их лишить.

Т. Майер:

Я думаю, Вы подводите нас к интересной теме, касающейся США и Японии, и я бы хотел вернуться к ней, когда мы будем говорить об экономической политике и стоящих перед ней вызовах.

Интересно, насколько Вы не согласитесь с прогнозом, который дает в отношении Японии мой коллега. Он говорит, что в этом году рост составит 2%, а в следующем — 0,8%. Вы считаете, такие прогнозы слишком щедры?

Э. Се:

Кажется, экономический прогноз дает один или полтора процента. Я не уверен, что это реалистично. Посмотрите на США: экономика США поднялась на 2,4% за первый квартал, а номинальный ВВП вырос почти на 100 миллиардов долларов США. Чистые доходы семьи увеличились на три триллиона долларов США. Так в чем же реальный доход? Реальный доход — в рынке активов. ВВП — это своего рода погрешность округления. Когда подобным образом растет рынок активов, ВВП непредсказуем.

В Японии, например, фондовый рынок удвоился. Мы говорим о нескольких триллионах долларов в увеличенной стоимости активов, но номинальный ВВП на самом деле не увеличился. А люди с оптимизмом смотрят на экономику Японии. Если посмотреть на объемы экспорта и импорта этой страны, что там происходит? Если что и происходит, так это бюджетные расходы.

Т. Майер:

То есть мы наблюдаем некий мираж?

Э. Се:

Да. Что мы увидим, если прекратятся правительственные расходы? «Абэномика» ничем не отличается от того, о чем говорил профессор Юндин: такой цикл бюджетных расходов уже не раз вызывал подъем. Никакой разницы нет. Не вижу, чтобы происходило что-то новое. Это все тот же старый фискальный стимул.

Т. Майер:

Я надеялся услышать какие-то ободряющие новости о США и Японии, прежде чем обратиться к Европе, где, наверное, очень сложно обрисовать перспективу в радужном свете.

Я хотел бы обратиться к Джорджу. По крайней мере, официально опубликованные прогнозы относительно ВВП США и Японии выглядят очень хорошо по сравнению с Европой, где вся еврозона остается в рецессии, а Южная Европа, кажется, почти вступила в депрессию. Консенсус-прогноз гласит, что Европа (континентальная Европа — к Великобритании мы вернемся чуть позже) во втором полугодии постепенно выйдет из этой стадии. Вы тоже так считаете, Джордж? Каково Ваше мнение?

Дж. Магнус:

Вообще, я очень не хотел быть единственным посланником с дурными новостями, поэтому я рад, что Энди выступил до меня, хотя и вынужден сказать, что США — это относительно светлое место на общем неблагоприятном фоне в силу многих причин, которые Вы упомянули. Очевидно, что здесь скрыты многие слабые места и проблемы на рынке труда и так далее.

Но что изменилось за последние год—два в Европе? Кое-что может вселять надежду, например, реформа, которая произошла в странах Южной Европы, в частности в Испании, Греции, Италии, Португалии и так далее. Если бы не кризис, эти реформы бы не произошли. Неважно, произошли они добровольно или были спровоцированы «тройкой», но конкурентоспособность Испании повышается, и состояние бюджета многих из этих стран значительно улучшилось по первичным структурным позициям.

Чтобы немного омрачить разговор, скажу, что, как ни странно, МВФ предсказывает, что к 2017 году абсолютно все страны еврозоны, за исключением Финляндии, будут жить на внешний профицит. Я не совсем понимаю, что предикторы и прогнозисты МВФ имели в виду на самом деле. Это может произойти только в двух случаях. Первый: произойдет

глобальный бум, который смогут эксплуатировать все страны Европы. Я думаю, все согласятся, что этого не случится, — хотя, в принципе, если Китай продолжит структурное замедление, то, возможно, появится какая-то выгода для потребителей: ведь очевидно, что цены снизятся достаточно сильно, особенно в сфере промышленности и металлургии. Во втором случае европейские страны просто продолжают настаивать на дефляции и подавлении спроса.

Вкратце на Ваш вопрос я могу ответить так: я не вижу никакого выхода. Может быть, со временем что-то изменится: интенсивность жестких мер в 2013—2014 годах немного снизится, так как Европейская Комиссия, кажется, проникается мыслью о том, что давление должно быть немного ослаблено. Известно, что многим странам были предоставлены более длительные сроки — два или три года послаблений, чтобы они могли достичь 3% ВВП. Это не значит, что окончены меры строгой экономии — это значит лишь то, что давление не осуществляется немедленно, а растягивается на несколько лет.

Моя реакция на этот вопрос несколько смешанная, но если бы Вы заломили мне руки за спину и вынудили меня признаться в том, что я думаю на самом деле, я бы сказал следующее: все неприятности европейских стран вызваны тем, что их банковская система до сих пор совершенно неработоспособна. Этим они отличаются от Соединенных Штатов, где банки были принудительно рекапитализированы и вынуждены реализовать большинство своих активов по рыночной стоимости. Я понимаю, что это не было абсолютно очевидно, но на самом деле эта мера была куда более действенной, чем все предшествующие усилия европейцев. Я думаю, что все эти проблемы оттеняются теми политическими проблемами, которые европейцы связывают с банковским союзом, то есть вопросы рекапитализации и механизмов ликвидации банков, которые Европа будет бурно обсуждать в ближайшие несколько недель.

Пока мы не разобрались с этими проблемами в банковском секторе, я, если честно, не вижу выхода для европейской экономики. Мы могли бы получить небольшое увеличение ВВП в 2014 году, но вряд ли это означает, что

Европа как-то отличается от Японии образца 20-летней давности. Я думаю, Европа куда ближе к этому образцу, чем США.

Т. Майер:

К сожалению, я вынужден с Вами согласиться. Мне было бы намного приятнее возразить Вам, сказав, что я ожидаю для Европы более радостного развития событий, но мы слишком давно живем под ошибочным впечатлением, что наши банки в Южной Европе и во Франции в безопасности, потому что они не участвовали в американском ипотечном рынке в том же объеме, что и немецкие банки. Только в 2009 году мы обнаружили, что и в Европе есть субстандартный сегмент, но он больше сконцентрирован на суверенном секторе. Теперь мы с этим боремся.

Дж. Магнус:

Это проблема. Я собирался об этом сказать, и Вы меня подводите к тому, чтобы дополнить эту мысль. Европейские банки остаются крайне чувствительными к своим портфелям государственных облигаций, и это может вызвать большие проблемы. Возможно, в Японии такая же ситуация. Не знаю, согласится ли со мной Энди. Но если и стоит говорить о сворачивании и изменении политики Федерального резерва — не об увеличении процентных ставок, а некоем изменении в том, чего люди ожидают от количественного смягчения, — думаю, стоит сказать о незащищенности европейцев.

В среднем по странам еврозоны портфели государственных облигаций составляют 15—20% от государственной задолженности, в отличие от 3% в США, а соотношение между портфелем государственных облигаций и банковским капиталом очень велико. Вы, Томас, наверное, знаете об этом лучше меня. Это очень большая цифра в немецких банках, и не меньше 100—150% во многих банках Италии, Франции, Испании и Португалии.

Так что если нам удастся изменить среду процентных ставок, будь то оправданно или просто в связи с изменениями в размещении активов вследствие сворачивания курса, — это могло бы обновить давление в

европейском банковском секторе, и мы бы снова увидели рост спредов процентных ставок. Думаю, эта сфера достаточно чувствительна.

Т. Майер:

Согласен. Мы вернемся к вопросу политического курса чуть позже. С моей точки зрения, следует добавить, что даже если экономика выздоровеет, остается большой вопрос: изменится ли уровень безработицы, которая начинает всерьез беспокоить жителей Южной Европы? На прошлой неделе я был в Греции, и у них уровень безработицы приближается к 26%, причем безработица среди молодежи составляет 62%. В Испании схожая ситуация. Общая безработица в Италии тоже намного превысила 10%, и если не начнется рост, думаю, нам предстоит столкнуться с серьезными проблемами.

Для сравнения, мои британские друзья считают, что в Великобритании виден свет в конце туннеля. Вы с этим согласитесь?

Дж. Магнус:

Все относительно. Что удивительно, у Великобритании есть свой центральный банк. Он имеет право печатать деньги, а если у вас есть такое право, то, я думаю, у вас не должно быть проблемы суверенного долга или, по крайней мере, он должен держаться в пределах, невозможных для большей части Европы.

Но мы решили идти тем же самым путем. Очевидно, что этот вопрос во многом определяется политикой: как следует использовать возможности центрального банка, следует ли присоединяться к остальным, если кругом практикуются меры жесткой экономии? Нужно ли нам объединяться в этом порочном круге кризиса? По крайней мере, на данный момент кажется, что кризис в экономике Великобритании закончился, и есть разве что какие-то остаточные явления. Первого июля вступает в должность новый управляющий Банка Англии, у которого теоретически есть интересные идеи относительно кредитно-денежной политики. Лично я не верю в то, что

произойдут крупные изменения, если только руководство не решится на какой-то действительно радикальный шаг, но это маловероятно.

Опять же, дело за теми, у кого есть возможности; а Великобритания, по моему, — одна из тех стран, у которых они есть. С использованием суверенного баланса можно попытаться и провести структурную реформу, и построить инфраструктуру. Но правительство предпочло этого не делать. Через два года будут выборы: посмотрим, что произойдет за это время.

Т. Майер:

Видите ли Вы какие-то изменения со стороны предложения — подобные тем, которые мы только что обсуждали в связи с США? Наблюдаете ли Вы отход от нерыночного сектора, то есть от услуг и жилья, к рыночному сектору, то есть промышленному производству и экспорту? Это действительно происходит, или нам это только кажется?

Дж. Магнус:

Некоторые отрасли промышленности очень сильны. Большинство британцев даже не знают о том, что они до сих пор существуют, но на самом деле, помимо автотранспорта, помимо очевидных признаков наличия производства, есть очень достойные компании-производители. Некоторые из них работают в сфере высокотехнологичного производства, 3D-печати и других отраслей, которые, я уверен, в будущем приобретут огромное значение.

Но если Вы спросите, наблюдается ли в британской экономике перебалансировка, я отвечу, что нет, — по тем же причинам, что и в Европе.

На самом деле возмутительно, что у такой страны, как Великобритания, которая традиционно опиралась на международную торговлю, доля экспорта на развивающиеся рынки все еще очень и очень мала.

Т. Майер:

К слову о развивающихся рынках: в последнее время оттуда поступали очень тревожные новости. Одна причина — защита парка в центре Стамбула — спровоцировала демонстрации в Турции. Другая — недовольство ценами на проезд в общественном транспорте — привела к демонстрациям в Бразилии. Вызывает обеспокоенность и тот факт, что индийская экономика задыхается под натиском бюрократии. В отношении России подобные же причины для беспокойства озвучивались неоднократно.

Владимир, что Вы об этом думаете? Есть ли у развивающихся рынков, на которые мы так полагаемся, какая-то более общая черта? Я сейчас не говорю о Китае: мы уже рассмотрели причины его замедления. Но происходит ли в мире развивающихся рынков что-то такое, из-за чего они могут потерять динамику? Как Вы на это смотрите?

V. May:

Большое спасибо за эту панель. Она представляется очень интересной и участникам, и всем собравшимся в этом зале.

Прежде всего, я хотел бы сказать, что очень важно различать экономики развивающихся рынков. Хорошо, что Вы не упомянули БРИКС, потому что БРИКС — искусственное образование, а фраза «экономики развивающихся рынков» звучит чуть лучше. На самом деле в этих странах происходит трансформация аграрных экономик в индустриальные. Где-то экономика чрезмерно индустриализована, а политические институты недостаточно развиты, а где-то нормальные рыночные экономики сопровождаются неразвитыми институтами и сложной экономической историей.

Не думаю, что для всех этих волнений в разных странах есть какие-то общие причины. Все страны — разные. По-моему, общее у них — то, что они располагают достаточно дешевыми ресурсами, будь то человеческие ресурсы, как в Азии, или природные, как в России, — и достаточно неразвитыми институтами. Богатые ресурсы представляют разумный баланс в сочетании с неразвитыми политическими институтами: слабость

институтов можно компенсировать избытком ресурсов, и в этом общая черта этих стран.

Мы знаем, что нынешний кризис имеет глобальную природу, и его можно сравнить с кризисами 1930-х и 1970-х годов 20 века. Это не циклический кризис, — это кризис, меняющий глобальную и национальные экономики, главным образом, в структурной основе. Он подразумевает создание нового баланса сил, новых международных валют и новых экономических доктрин. Два предыдущих кризиса, в 1930-е и 1970-е годы, фактически создали новые экономические доктрины, новые институты и новые механизмы экономического регулирования, и нынешний кризис тоже влечет за собой подобные явления.

С этой точки зрения, я вижу две важных структурных тенденции или два важных структурных вызова, с которыми сталкиваются все развивающиеся экономики, включая, кстати, и Китай, хотя его мы уже обсудили. Во-первых, это кризис индустриального государства благосостояния. Острее всего кризис ощущается в странах, где государство благосостояния более развито, и особенно остро в странах, где развитое государство благосостояния не компенсируется производительностью. Вот почему в Европе он острее, чем в США, и не такой острый в России, где индустриальное государство благосостояния было почти полностью разрушено в 1990-е годы. Кризис протекает мягче в азиатских экономиках, потому что они еще не построили индустриальное государство благосостояния.

Важный вопрос касается перспектив государства благосостояния. Оно было построено в странах с сокращающимся аграрным сектором. Эти страны существенно отличались от других — и в демографическом, и в структурном отношении, когда Бисмарк создал пенсионную систему в Германии, а Ллойд Джордж — в Британии. Я часто использую этот простейший пример, и он применим ко всем другим секторам государства благосостояния. Когда была создана пенсионная система, фактически та же, которая действует у нас сейчас, пенсионный возраст был намного выше средней продолжительности жизни. Сейчас ситуация стала обратной, и

бессмысленно обсуждать пенсионный возраст в финансовой перспективе, если это не 90 лет.

Первый структурный и долгосрочный вопрос, который стоит перед развивающимися экономиками, состоит в том, какой тип государства благосостояния они будут строить. Очевидно, что если растет ВВП на душу населения и растет уровень процветания в этих экономиках, то государство благосостояния наступит, но станет ли оно реконструкцией индустриального государства благосостояния, или они смогут создать что-то новое? Очень важно будет ответить на все финансовые, институциональные и монетарные вызовы, которые сейчас стоят перед развитыми странами.

Второй источник кризиса в развивающихся экономиках, на мой взгляд, — это долгосрочные изменения в структуре и конкурентоспособности развитых стран. Роланд об этом уже говорил. Если он предполагает, что после кризиса стоимость рабочей силы становится все менее важной в странах с развивающейся экономикой, то он прав. Это означает полную реструктуризацию стратегических перспектив развивающихся экономик. Если новая посткризисная индустриальная экономика не фокусируется на дешевой рабочей силе, если более важную роль в издержках и стоимости новых секторов экономики играют научные исследования и разработки, то необходима полная реструктуризация экономик, и не только в США или в Британии, но и, в значительной степени, в странах, полагающихся на дешевую рабочую силу. Не забывайте, что и в этих странах рабочая сила дорожает, а природные ресурсы России становятся менее привлекательными в свете сегодняшней технологической революции.

Нужна полная реструктуризация проблемы дешевых ресурсов. Ресурсы, которые мы считаем дешевыми, становятся либо недешевыми, либо несущественными, и это значительный долгосрочный вызов для этих экономик. Это также означает, что мы должны пересмотреть само понятие реиндустриализации. Реиндустриализация не подразумевает строительства традиционных металлургических заводов в развитых странах. Это что-то совсем иное, и мы плохо понимаем, что это значит.

Индустриализация после постиндустриализации подразумевает структуру, которой мы пока не постигли, и это одна из важнейших трудностей, с которыми нам предстоит столкнуться. Поэтому нужно пересмотреть традиционный подход, основанный на росте экспорта. Экспорт и внутреннее потребление становятся, как мне кажется, более равнозначными, чем были раньше. Это значит, что нам нужно пересмотреть роль дешевых природных ресурсов и особенно дешевой рабочей силы. И, конечно, нам нужно обсуждать и достигать понимания того, *что представляет собой* государство благосостояния в 21 веке.

Т. Майер:

По-моему, это очень хорошее замечание, обобщающее то, что мы услышали о Китае и тех драйверах роста, на которые полагались раньше. Мы говорили о горизонтальной кривой Филлипса, которая фактически показывает, что в этих экономиках можно задействовать больше рабочей силы, не поднимая цен, и это открывает новые перспективы. Мы приблизились или приближаемся к той стадии развития, на которой этим странам приходится думать о новых моделях, и сейчас они находятся в некоем подвешенном состоянии относительно того, что делать дальше.

Джордж, Вы хотите прокомментировать сказанное?

Дж. Магнус:

Да, у меня краткий комментарий. Ваши высказывания очень красноречивы и перекликаются с моими мыслями. Мне кажется, дело в том, что сегодня мы склоняемся к мысли: «Последние 20 лет были беспрецедентными. Это фантастика». И, прогнозируя ближайшие 10—20 лет, мы предполагаем: «Будущее будет таким же, как прошлое». Думаю, Вы совершенно правы, что это не так, потому что какие-то вещи можно делать только один раз. Можно только раз присоединиться к Всемирной торговой организации. Россия присоединилась к ней только в прошлом году, так что, вероятно, преимущества этого решения еще дадут о себе знать. Но для Китая это — пройденный этап. Только раз можно перевести трудовые ресурсы из

низкопродуктивного сельского хозяйства в высокопродуктивное промышленное производство, что делает не каждая страна, но с чем успешно справился Китай. Только раз можно обеспечить школьное образование для 95% детей. Только раз можно построить базовую инфраструктуру.

Думаю, большинство людей все еще не осознают необходимости изменения модели. Они не понимают, что что-то должно измениться, иначе печально известная «ловушка среднего дохода» получит все большее распространение.

В. Мау:

Я продолжу, если позволите. На мой взгляд, «ловушка среднего дохода» — главный вызов для всех развивающихся рыночных экономик, особенно для России. Есть две разных модели. С начала современного экономического роста в 18 веке Китай и Россия продемонстрировали совершенно разные модели роста. Россия, по сравнению с Францией и Германией, то есть с развитыми экономиками, отстает в среднем на 50 лет. Что бы ни происходило, какими бы ни были политический режим и экономическая политика, начиная с середины 18 века, мы наблюдали 50 лет отставания. У Китая же середине 18 века была самая развитая экономика, которая полностью обвалилась, а теперь Китай догоняет развитые страны. На мой взгляд, главная загадка в экономике, главный парадокс экономического развития и экономической истории состоит в том, *почему* существуют эти два явления. Мы этого не знаем.

Т. Майер:

Можем ли мы немного сузить тему применительно к России? Мы говорили о самых разных странах, но теперь хотим сконцентрироваться на том, какое место занимает Россия на этом пути развития. Я хотел бы обратиться к Олегу: с точки зрения руководства российского банка, какой Вам видится экономика? Какое место занимает Россия в этой неоднозначной ситуации?

О. Вьюгин:

Спасибо. Низкий темп экономического роста в этом году и, вероятно, в ближайшие годы тоже, объясняется тем, что с 2008 года, первого года кризиса, Россия расплачивается за свое прежнее активное использование непредвиденной прибыли. Эта непредвиденная прибыль, обеспеченная серьезным повышением цен на нефть и увеличением экспорта сырьевых материалов, пошла на осуществление социальных и общественных обязательств, на некоторые виды субсидий в первую половину кризиса и на ряд крупных проектов, не являющихся продуктивными с точки зрения экономического роста. Результатом стало очень затяжное ежегодное подорожание валюты, что, естественно, создало очень сложные конкурентные условия для несырьевого сектора.

Также с 2008 года начался рост государственного регулирования экономики или государственного участия в экономике, и сейчас около 50% экономики составляют государственные или квазигосударственные компании. Конечно, компании разные, но в основном коммерческие, с не очень хорошими показателями стоимости и эффективности. Наша экономика является государственной, а значит, негибкой с точки зрения эффективности, и она не готова реагировать на совершенно новые условия и на новую среду. У нас также есть частный сектор, подавляемый очень сильным рублем вследствие той же непредвиденной прибыли.

В то же время, ситуация и экономическая среда во всех странах — как в развитых, так и в странах БРИКС, России и так далее, — радикально изменилась. Мы только что говорили о том, что все страны должны создать новую модель роста. Довольно очевидно, что эта новая модель может быть основана только на инвестициях в эффективность, потому что сегодня у компаний нет причин инвестировать в расширение, так как рынок ограничен и будет таким еще не менее четырех-пяти лет. Ясно, что перегруженные экономики (а это в основном развитые экономики) не смогут расти быстро и будут расти с более низким потенциалом. Но развивающиеся рынки и остальные экономики все еще крайне зависимы от деятельности и роста развитых стран. Преодолеть эту ситуацию очень сложно. То есть долговая

проблема, надеюсь, будет решена, хотя и не сейчас, а в ближайшие четыре-пять лет условия будут очень сложными и непредсказуемыми.

Такие условия будут окружать Россию, и единственным ответом на эти вызовы станет реакция частного сектора. Я надеюсь, что непредвиденная прибыль спадет. Тогда у частного сектора будут более простые условия, и он сможет адаптироваться к новой среде и, может быть, создаст новую модель инвестирования в эффективность.

Т. Майер:

Может ли членство в ВТО способствовать развитию экономики?

О. Вьюгин:

Вряд ли очень существенно, но это толчок в нужном направлении. Кроме того, Россия должна сделать выбор в пользу такой политики, при которой государственные компании будут вынуждены быть более эффективными, будет введен более жесткий контроль над их затратами, будут урезаны любые субсидии, и компаниям будет предложено закрыться или приватизироваться.

Этот выбор пока не сделан. Мы видим, что политические меры колеблются. Был длинный список приватизаций, и этот список сокращается. Возможно, в будущем он снова увеличится и расширится. Но этот выбор должен быть сделан — во всяком случае, в пользу более жесткого контроля над предприятиями, с тем чтобы они инвестировали в эффективность и чтобы частный сектор адаптировался к новым условиям. Это, скорее, вопросы институционального регулирования, структурной реформы и более благоприятной правовой среды. Это большая тема, и таковы обозначенные вызовы.

В любом случае, не думаю, что рост превысит скромные два-три процента.

Т. Майер:

Это гораздо более слабый рост, чем был раньше.

О. Вьюгин:

Да, но посмотрим, что случится в будущем: ведь мы не знаем наверняка, что произойдет в мировой экономике.

Т. Майер:

Давайте немного углубим ту тему, которую поднимали в первом круге дискуссии. Мы выяснили, что есть потенциальный риск в развертывании количественного смягчения (QE), которое осуществляет Федеральный резерв. Сейчас мы на этапе QE3 и собираемся его сворачивать. Каковы риски от этого для США и других стран, и в какой степени политика Японии потенциально компенсирует сворачивание американских вливаний ликвидности? Может ли японская экспансия это компенсировать?

Давайте начнем с Роланда. Как Вы думаете? Вы говорили о долгосрочных последствиях действий Федерального резерва с изрядной долей скепсиса.

Р. Нэш:

Сначала я хотел бы кое-что прояснить. Ваш покорный слуга, менеджер хедж-фонда, не питает оптимизма в отношении количественного смягчения, но оптимистичен в отношении США, потому что созидательное разрушение и рыночная среда в США способствуют инновациям, которые вызвали там рост. Возвращаясь к пословице Энди о лягушке, которая медленно варится, я думаю, мы должны ее зажарить. В такую экономику нужно ввести созидательное разрушение.

Продолжая эту тему и размышляя о влиянии количественного смягчения на формирующиеся рынки, следует сказать, что потенциал созидательного разрушения в стимулировании роста на развивающихся рынках за пределами Европы и США — какими бы мрачными ни были наши прогнозы — до сих пор очень и очень велик. Владимир упомянул о переходе аграрных экономик в индустриальные, а индустриальных экономик — в экономики, основанные на услугах. Принятие достаточно стандартизированных методов большим количеством людей в

среднесрочной перспективе должно вызвать период экономического роста, который может быть столь же высоким, как раньше.

Какими должны быть ответные меры? Опираясь на свой опыт, особенно в этой стране, скажу, что довольно опасно просить правительство выбрать экономическую модель. Я думаю, подобная проблема возникала и в Японии, и в Европе. Думаю, лучшей реакцией было бы максимальное открытие экономик для конкуренции и создание такой политической среды, в которой могло бы возникнуть созидательное разрушение, ведущее к экономическому росту.

Проблема с количественным смягчением состоит в том, что, как мы уже говорили в отношении США, оно привело ко многим неудачным решениям в выделении ресурсов как на развивающихся рынках, так и в США. Когда эти проблемы обрушиваются на нас на голову, думаю, развивающимся рынкам гораздо сложнее с ними справиться в связи со структурной несостоятельностью их правительств.

Т. Майер:

То есть Вы ожидаете, что после крупных вливаний ликвидности наступит своего рода «похмелье»?

Р. Нэш:

Да. И я надеюсь, что это похмелье будет не таким болезненным, как причина, по которой все начали пить!

Т. Майер:

Энди, а что Вы думаете о роли Банка Японии как противовеса Федеральному резерву, и какой Вам видится финансовая система ввиду этих постоянных, или теперь уже не постоянных, инъекций ликвидности?

Э. Се:

Я считаю, что в Японии размещение активов сильно смещено в сторону внутреннего рынка. Все доходы от японской иены за последние шесть

месяцев были результатом работы международных хедж-фондов — иностранцев, а не японцев. Японцы должны сделать шаг вперед и взять власть в свои руки; на это иностранцы и надеются, они управляют фондами Японии. Я считаю, что японцы редко меняются. И опять же, говоря о больших переменах в Японии, нужно быть очень осторожными. Я уже упоминал о том, что революции там происходят раз в 100 или, может быть, даже в 200 лет. Так что нужно проявлять осторожность. Поэтому я считаю, что, без помощи иностранцев, действия Банка Японии могут и не влить ликвидности в глобальную экономику.

Что касается происходящего в развивающихся экономиках, здесь можно отметить два основных момента. Во-первых, снижаются товарные цены, а это бьет по условиям торговли и покупательной способности. Во-вторых, уходят «горячие» деньги. Эти два момента создают напряженность на развивающихся рынках. Что же касается фондовых и валютных рынков, то здесь ситуация движется к какому-то кризису. Каждый раз, когда Федеральный резерв ужесточает меры, возникают кризисы на развивающихся рынках, а в этот раз Федеральный резерв невероятно долго проводит политику смягчения, так что все возможно.

Думаю, в ближайшие шесть месяцев нам нужно быть очень осторожными. Крупные развивающиеся рыночные экономики, такие как Бразилия и Индия, имеют дефициты, несмотря на высокие товарные цены, и являются очень уязвимыми. Им надо очень быстро собраться. Посмотрите, что делает Индонезия: Индонезия повышает процентную ставку, несмотря на экономический спад. И это правильно, потому что никто не хочет оказаться в ловушке с падающей валютой, растущей инфляцией и грядущим финансовым крахом. Так мне видятся Бразилия и Индия. Вскоре им придется ужесточить свою монетарную политику. Иначе они рискуют.

Т. Майер:

Просто адаптируйтесь — и не надо принимать лекарств, чтобы избежать адаптации.

Профессор Юндин, в финансовых кругах много говорят о финансовых рисках Китая. Говорят о теневой банковской системе, о чрезмерной задолженности региональных властей и о том, что все может распасться, как карточный домик, как в других странах. Что можно сказать этим людям, чтобы они немного успокоились?

Ю. Юндин:

Думаю, Китай стоит перед лицом серьезных вызовов во всех этих сферах. Например, отношение денежной массы к ВВП в Китае очень велико, самое высокое в мире. Кажется, сейчас оно превышает 180% и приближается к 200%. Это очень много. Это один фактор. А второй — то, что отношение корпоративного долга к ВВП Китая тоже очень велико. Многие утверждают, что оно составляет около 100%, а некоторые говорят, что больше 120% и даже выше. Я думаю, эти цифры гораздо выше, чем в других странах.

Кроме того, отдельный серьезный вопрос — это муниципальные власти Китая, поскольку существует особый механизм финансирования муниципальных властей (что само по себе огромное преимущество), которые активно заимствуют средства у коммерческих банков. Но могут ли муниципальные власти вернуть эти деньги? Вот в чем вопрос. Вы сказали о теневой банковской системе. Многие финансовые институты создали так называемые финансовые проекты обратного менеджмента с довольно высокими процентными ставками для привлечения инвестиций в другие проекты. Никто не знает, получится ли у них вернуть эти деньги.

Другой вопрос — это пузырь недвижимости. У Энди есть очень резкое мнение на этот счет, так что можно спросить у него. Думаю, это важная тема.

Наконец, Китай обладает финансовыми резервами в размере 3,4 триллиона долларов США. Это хороший запас, но мы ждем, когда стоимость этих резервов пошатнется и пойдет вниз, потому что вслед за QE1, QE2, QE3 и так далее снизилась покупательная способность активов. Это может сильно по нам ударить, потому что это — наши сбережения. Мы можем стать жертвами кредитно-денежной политики США.

Перед нами стоит огромное количество вызовов. Но на данном этапе, как мне кажется, причин для паники нет, потому что китайская экономика — это очень крупная экономика, и способность китайского правительства контролировать экономику очень сильна. К тому же, китайская экономика очень быстро растет, так что мы можем перерасти многие проблемы. Кроме того, как я только что сказал, темп роста Китая действительно снизится, так что перед нами возникает дилемма. Мой совет: быть осторожными. Мы не должны успокаиваться, но и паниковать тоже не должны.

И другая проблема. Я уже говорил, что внешние потрясения не погубят китайскую экономику, но китайская экономика может погибнуть в результате наших собственных действий. Например, горячо обсуждается либерализация счета капитала. В текущей ситуации китайская экономика все еще в порядке, потому что китайцы удерживают контроль над капиталом. Но в самом Китае многие спорят о том, что настало так называемое стратегическое время и что у Китая есть возможности для проведения дальнейшей либерализации, а значит, надо ускорить открытие счетов движения капитала.

Лично я категорически возражаю против этого. Возможно, в долгосрочной перспективе Китаю и следует стремиться к полной либерализации счетов капитала, и они должны быть полностью конвертируемы. Но сейчас, действительно, неподходящий момент. Мы должны быть очень осторожны. Мы должны следовать этой политике либерализации счета капитала, действуя постепенно и благоразумно. Не нужно загонять себя во временные рамки, иначе мы навлечем на себя беду.

Т. Майер:

То есть не следует проводить слишком много изменений за раз и фокусироваться на других вещах?

Ю. Юндин:

Да, сначала надо привести свой дом в порядок, а потом говорить о дальнейшей либерализации.

Т. Майер:

Я бы хотел обратиться к Олегу. С точки зрения банкира, какие трудности Вы видите для финансовой системы России? Есть ли какие-то скрытые риски или проблемы?

О. Вьюгин:

Прежде всего, финансовый сектор не существует сам по себе. Финансовый сектор сильно зависит от общей экономической ситуации и экономического роста. Я предвижу, что экономический рост в России будет достаточно медленным, по крайней мере, в ближайшие годы. Я не думаю, что мы можем предвидеть основные трудности как в российской экономике, так и в мире. Главным риском в данной ситуации является замедленный рост, а также замедленный рост вкупе с совершенно непредвиденными событиями, скажем так. Конечно, это оказывает влияние на российский финансовый сектор.

Текущая ситуация не вызывает особых причин для беспокойства. Достаточность капитала более или менее приемлема. Транспарентность не стопроцентная, но, думаю, ситуация с этой точки зрения не такая уж сложная. Однако по причине замедленного роста и очень непредсказуемого будущего банковский сектор будет тоже расти медленно. В этом нет сомнений после очень быстрого докризисного роста и, что интересно, после острого периода кризиса в 2008 году.

На мой взгляд, сейчас превалирует ощущение и понимание риска, и поэтому финансовый сектор будет расти очень медленно. Конечно, в случае глобальной катастрофы возникнут сложности и потребуются капитал, а ликвидность снова станет довольно серьезным и важным вопросом.

Т. Майер:

Джордж?

Дж. Магнус:

Небольшой комментарий в продолжение слов моих соседей. Очень интересно, что здесь, в России, счета движения капитала совершенно открыты. В Китае они практически так же закрыты, как и 20 лет назад. Конечно, в Китае экономика может позволить себе безнаказанно тратить капитал, в то время как в России это невозможно или очень трудно. Думаю, совершенно справедлив комментарий профессора Юндина относительно того, что сейчас было бы опасно продолжать либерализацию счетов капитала.

Т. Майер:

Мы стоим практически на пороге годовщины знаменитого высказывания господина Драги в Лондоне о том, что ЕЦБ сделает «всё, что угодно», для того чтобы евро был необратим. Я бы хотел спросить двух участников нашей панели, Владимира и Джорджа, считают ли они обещание господина Драги выполнимым, или он переоценил свои силы? Владимир, как Вы считаете?

В. Мау:

Хорошая идея: задавать эти вопросы людям, которые не живут в Евросоюзе!

Т. Майер:

Со стороны всегда виднее!

В. Мау:

Я бы сказал, что мы — две передовые европейские нации. И хотя не считаем себя чисто европейскими, мы все-таки европейцы. Конечно, господин Драги сказал то, что должен был сказать: было бы странно, если бы он сказал иное, — что Европейский центральный банк не будет что-либо делать или вообще ничего не будет делать для спасения евро. Никакого другого заявления я и не ждал.

Проблема в том, что европейская проблема не носит чисто монетарный характер. С самого начала было ясно, что возник дисбаланс между кредитно-денежной и налогово-бюджетной политикой. С самого начала было ясно, что единая кредитно-денежная политика должна быть сбалансирована более или менее унифицированной налогово-бюджетной политикой, а позднее стало понятно, что Маастрихтского договора было недостаточно, чтобы полностью скоординировать фискальную политику.

Как человек посторонний, я могу быть неполиткорректным и скажу, что введение евро было актом покорения Bundesbank других центральных банков. Я верю, что до какой-то степени необходимо передать фискальную политику в ведение Бундестага, и, если другие страны де-факто признают главенство немецкого правительства над их фискальной политикой, это так или иначе будет работать. Но проблема — в том, что положение других европейских наций менее важно, чем положение Федерального правительства Германии.

В европейской истории сложилась удивительная ситуация: поляки настаивают на немецком лидерстве в Европе. Это совершенно невероятно. И это при том, что немцы испытывают страх перед самим словом «лидер», или, по-немецки, Führer. Само использование этого слова в Германии запрещено. Я считаю, что в первую очередь это проблема политического и психологического характера и во вторую — экономического. Конечно, монетарный союз должен быть скоординирован с союзом фискальным. Это важно. Я верю, что в конце концов возникнет фискальный союз, но тогда встанет ряд политических вопросов.

Т. Майер:

Джордж, Вы можете что-то добавить?

Дж. Магнус:

Безусловно, есть ряд политических вопросов. Мне кажется, что программа «прямых монетарных операций» (OMT, Outright Monetary Transactions) подобна гигантской страховой схеме. Она была необходима, и объявить об

этом следовало намного раньше, но в конце концов эта мера привела ликвидную функцию Европейского центрального банка (ЕЦБ) в соответствие с Федеральным резервом, Банком Англии, Национальным банком Швейцарии и так далее.

Однако я считаю, что возможности ЕЦБ не безграничны. Мы все это понимаем, и Владимир вкратце это обрисовал. Что касается ликвидности, то ЕЦБ, разумеется, может гарантировать и уже гарантировал, что банки получат достаточное финансирование. Что касается рекапитализации банков, резолюции по Европейской банковской системе и суверенной платежеспособности, я думаю, что эти вопросы лежат за пределами компетенции ЕЦБ, и Драги это тоже понимает.

Очевидно, что вопрос приемлемого уровня долга в суверенных государствах, не имеющих собственного независимого суверенного банка, — тема нежелательная. Мы говорим о программе «тройки» и об уменьшении долга Греции до 140% ВВП, но, вероятно, эта цифра вдвое больше того, что необходимо и что должно быть на самом деле. В конечном итоге, проверкой на прочность будет следующее: сделает ли ЕЦБ все, что угодно, если применения этой программы потребуют такие страны, как Испания или Италия? Конечно, мы не знаем, что решит конституционный суд в Германии в августе или сентябре.

Т. Майер:

Будем надеяться, что до тех пор они ничего не потребуют.

Дж. Магнус:

Скорее всего, нет. Но скрытые возражения и сомнения, безусловно, влияют на поведение руководства ЕЦБ.

Т. Майер:

Большое спасибо. Мы приближаемся к завершению нашей сессии. Но прежде чем закончить, я хотел бы задать вопрос каждому из вас. Я попрошу вас отвечать кратко, чтобы мы могли отпустить зрителей. Вопрос такой:

каков, по вашему мнению, самый серьезный риск для экономической и (или) финансовой перспективы в будущем году? Начнем с профессора Юндина.

Ю. Юндин:

Все очень просто. Лопнет текущий пузырь бросовых облигаций. Мне кажется, стоимость бросовых облигаций сильно искажена. Например, в европейских и особенно в некоторых южноевропейских странах бросовые облигации могут использоваться в качестве гарантийного обеспечения, хотя по сути это — мусорные облигации. В США отношение долга к ВВП очень высоко и постоянно повышается, а процент по облигациям близится к нулю, то есть цена этих облигаций искажена. Я опасюсь, что если этот пузырь лопнет, пострадают все страны.

Т. Майер:

То есть Вы считаете риском потенциальное сдутие пузыря бросовых облигаций. Джордж?

Дж. Магнус:

Я разрываюсь между завершением сворачивания количественного смягчения и структурным спадом в Китае, который, как мне кажется, пойдет намного дальше.

Т. Майер:

Олег?

О. Вьюгин:

Я думаю, основной риск — это вторая стадия финансового и экономического кризиса, которая, возможно, напомнит 2008 год, но будет не такой острой. Есть такая вероятность. Не могу сказать наверняка, но вероятность сохраняется.

Т. Майер:

Владимир?

В. Мау:

В глобальном отношении я соглашусь со словами Олега. В отношении России и российской политики есть опасность перехода от институциональных реформ к политике фискального и монетарного стимулирования снижающегося роста. Снижение роста лучше фискального стимулирования.

Т. Майер:

Роланд?

Р. Нэш:

Как мы уже говорили, это бомбы замедленного действия, созданные количественным смягчением, которые проявятся, когда отступят временные финансовые трудности, в частности политическая подоплека потенциального взрыва этих бомб.

Т. Майер:

Энди, остались ли еще какие-то риски?

Э. Се:

Я думаю, что в условиях наблюдаемого пузыря государственных облигаций ОЭСР и пузыря «горячих денег» развивающихся рынков, в ближайшие шесть месяцев развивающиеся рынки будут более уязвимы. Когда схлынет волна, первым делом будут распроданы все бумаги с высокой степенью риска. Поэтому меня беспокоит возможность возникновения еще одного кризиса развивающихся рынков, как в 1998 году, — если только люди не научились на своих ошибках и если Бразилия и Индия не поднимут процентные ставки и не предпочтут стабильность росту. Если же они продолжают выступать за рост, то, думаю, возможен еще один кризис развивающихся рынков.

Т. Майер:

Большое спасибо. Вы хотели бы задать вопрос? Мы немного вышли за временные рамки, но — пожалуйста.

Из зала:

Большое спасибо за эту возможность и спасибо за ваше время и за дискуссию. Поскольку двое из шести присутствующих участников панели родом из Китая, я хотел бы задать вопрос, который сейчас интересует людей по всему миру. Только что прошел саммит «Группы восьми», и люди снова начали задаваться вопросом: не пора ли Китаю вступить в «Большую восьмерку»? Может быть, вместо «Большой восьмерки» должна быть «Большая девятка»? Что вы об этом думаете? Я хотел бы задать этот вопрос профессору Юндину и Джорджу. Спасибо.

Ю. Юндин:

Если честно, мне не очень интересна «Группа восьми», поэтому я бы не стал предлагать, чтобы Китай присоединился к ней и становился девятой страной.

Дж. Магнус:

Вкратце на Ваш вопрос можно ответить так: очевидно, что-то не так с нашими методами международного управления. «Группа двадцати» слишком велика, а «Группа восьми» слишком мала, и я не могу сказать, каково оптимальное количество стран-участниц и чье участие обязательно, но мне кажется, что Китай должен быть неотъемлемой частью любой группы стран, призванной участвовать в экономической политике и вносить в нее свой вклад. Вопрос в следующем: все ли этого хотят? Я не уверен, что это так.

Т. Майер:

Большое спасибо. Думаю, на этом нам придется закончить, мы уже немного задержались. Я бы хотел поблагодарить участников панели за дискуссию, которая показалась мне очень интересной и глубокой, и поблагодарить аудиторию за присутствие и проявленный интерес. Большое спасибо.