Евгений Гавриленков,
управляющий директор, ассоциированный партнер, аналитическое управление, ИК «Тройка Диалог»

«Никакого КРИЗИСА не было»

КАКИМ БЫЛ ПРОШЕДШИЙ ГОД ДЛЯ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ, КАКОВЫ ПРОГНОЗЫ ДИНАМИКИ ИНФЛЯЦИИ В СТРАНЕ, КАК БУДЕТ РАЗВИВАТЬСЯ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ В РОССИИ В 2010 ГОДУ, ЧТО ЖДЕТ ДОЛЛАР И УГРОЖАЕТ «КИТАЙСКОМУ ЧУДУ», В ИНТЕРВЬЮ CBONDS REVIEW РАССКАЗАЛ ГЛАВНЫЙ ЭКОНОМИСТ ИК «ТРОЙКА ДИАЛОГ» ЕВГЕНИЙ ГАВРИЛЕНКОВ.

Сегодня уже можно говорить о том, что кризис наконец-таки закончился?

Чтобы слегка эпатировать уважаемую аудиторию, я бы сказал: кризиса у нас не было вообще. Прежде всего, прошлый год в принципе не является адекватной базой для всевозможных сравнений и анализа. На протяжении последних нескольких лет у нас в стране все росло на 30%, 40%, 50%: денежная масса, расходы бюджета, номинальная заработная плата, импорт. Данные показатели роста были крайне неустойчивы. Это был рост взаймы. Особенно примечательны в этом плане 2005 и 2006 годы, в течение которых банки удвоили свой внешний долг, что послужило причиной масштабного внутреннего кредитования и роста заработной платы. Поэтому мы все эти годы имели двузначную инфляцию и рост внешнего и внутреннего долга.

Искусственно раздутое внутреннее потребление не позволило нам ускорить темпы экономического роста. В прошлые годы мы видели те же самые 7–8%, что и в 2000 и 2001 годах. Коррекция вернула нас к более умеренным показателям. Она была очень короткой и продолжалась с конца 2008 года (девальвация рубля) по первый квартал прошлого года. Затем все либо находилось на дне, как показатель инвестиций, либо начало активно расти, как промышленность, для которой январь оказался низшей точкой. Дальше обозначился рост, но более сбалансированный, чем тот, что был раньше искусственно раздут в условиях отрицательных реальных процентных ставок.

Если дна мы достигли, то теперь предстоит определить новую модель, по которой экономика будет развиваться дальше?

В целом, если проанализировать десятилетие после кризиса 1998 года, мы увидим следующее. Первые 4–5 лет наблюдался легкий рост, основанный на свободных мощностях, дешевой валюте. Мы существовали в условиях экспортоориентированного спроса в российской экономике, которая, начав расти за счет расширения экспорта, подтянула затем и внутренний

рынок. Следующие 4–5 лет, которые мы с вами уже обсуждали, — это рост взаймы, наращивание внешнего и внутреннего долга. Сейчас обе модели уже не работают. Экономика пытается нащупать что-то новое. Одним из первых достижений стал приемлемый уровень инфляции, сменивший панически двузначный инфляционный фон, который мы видели все предыдущие годы. В новом году есть все шансы выйти на инфляцию на уровне 4–6%. Теоретически можно достичь и более низких цифр, потому что все те факторы, которые поддерживали номинальный рост, но не способствовали реальному решению проблем в экономике, постепенно исчезают. В этом году должен исчезнуть последний из них — это бюджетные расходы. Ежегодно они росли на 30–40%, что поддерживало двузначную инфляции. В 2010 году впервые в нашей истории бюджетные расходы не будут увеличены, если, конечно, цена на нефть опять не пойдет вверх.

Какие факторы позволили впервые в истории российской экономики обеспечить нулевую инфляцию на протяжении трех месяцев в прошлом году?

Последние годы у нас была двузначная инфляция на уровне 10–12%, номинальный рост зарплат на 13%, при этом реальное потребление росло на 17–18%. В прошлом году, после того как исчезла возможность жить взаймы, номинальные зарплаты росли темпами 5–8%. Экономика скорректировалась, постепенно мы нащупываем нормальную траекторию здорового роста.

Безудержный рост прекратился, замедлились темпы потребительского кредитования на внутреннем рынке, и это позволило снизить инфляцию.

В конце года единственным фактором, поддерживающим рост цен, были бюджетные расходы, которые в среднем оказались на 30% выше, чем в 2008 году.

В августе-сентябре, когда мы имели нулевую инфляцию, сыграли большую роль сезонные факторы (в частности, снижение цен на фрукты и овощи). Когда есть бюджетные ограничения, особенно у домашних хозяйств, цены перестают расти.

Сжатие денежной массы в конце 2008 — начале 2009 года, также влияющее на индекс потребительских цен, ослабило инфляционный фон с лагом в несколько месяцев. Начиная с февраля денежная масса начала медленно увеличиваться, поэтому инфляционный фон повысился, но незначительно. К середине декабря 2009 года инфляция уже была ниже, чем в апреле, мае, июне.

Возобновление помесячного роста денежной массы, умеренного, в отличие от темпов предыдущих лет, в сочетании с низкой инфляционной средой — это главные факторы трансформации экономики в этом году.

Ваш прогноз по инфляции на 2010 год — 4–6%. По сравнению с цифрами, на которые ориентируют финансовые власти, он выглядит довольно оптимистично…

Бюджет официально исходит из уровня в 9–10%. В документе под названием «Основные направления денежно-кредитной политики ЦБ» говорится о том, что основной ее целью является доведение инфляции в стране до уровня 9–10%. Если инфляция по итогам года уже составила 8.8%, возникает вопрос: как эта цель будет достигнута? Реалии таковы, что экономика меняется быстрее, чем финансовые власти осмысляют происходящее.

Это несет определенные угрозы. Например, низкая инфляция в прошлом году стала обозначаться уже в июле-августе. Но денежная политика продолжала оставаться довольно жесткой, уровень процентных ставок — высоким. Внезапно все осознали, что в долларах можно занять дешевле. В результате в октябре мы снова столкнулись с притоком капитала. Центральный банк — вместо того чтобы начать активно снижать процентные ставки, дабы дестимулировать приток капитала, темпы заимствований на внешних рынках — стал опять покупать валюту. Напомним, с февраля прошлого года ЦБ фактически прекратил участвовать в торгах. Отдельные интервенции были, но принципиально то, что Банк России перестал формировать тренд на валютном рынке. На мой взгляд, самое негативное в денежной политике — это когда денежные власти что-то пытаются делать с курсом, куда-то его двигать. Это всегда порождает какие-то ожидания, спекуляции. Как только ЦБ начал снова покупать валюту в октябре, чтобы остановить приток капитала, моментально появились прогнозы, что доллар к середине 2010 года будет стоить уже не 29 руб., а 24–25 руб. В Россию стало приходить еще больше денег, Центробанк взялся еще активнее пополнять резервы. Тренд закрепился, волатильность, которая была на валютном рынке с февраля, исчезла.

Ошибка ЦБ состояла в том, что он смотрел на годовую инфляцию. Годовая инфляция и ставка рефинансирования все время синхронно двигались, находясь на одном уровне. В нашем случае принципиально ошибочно ориентироваться на годовые показатели по той причине, например, что в России низкомонетизированная экономика. Отношение денежной массы к ВВП составляет порядка 30%. В развитой стране со стопроцентной монетизацией экономики, где скорость обращения денег близка к единице, уместно смотреть на годовую инфляцию. В России деньги обращаются три раза за год, правильнее брать в расчет среднюю четырехмесячную инфляцию. В итоге в августе-сентябре, когда инфляция за счет ряда факторов оказалась очень низкой, Центральный банк, ориентируясь на годовые показатели, которые находились на уровне 10%, продолжал держать ключевую ставку на 0.5% годовых выше, тем самым отказываясь кредитовать экономику, предлагал ей очень дорогие деньги, когда она начала расширяться. Косвенным свидетельством жесткости политики стало то, что показатели денежной базы и денежной массы, которые обычно должны двигаться синхронно, начали расходиться. Спрос на деньги рос быстрее, чем денежная база.

В конце ноября финансовые власти осознали, что можно действовать более агрессивно и снизили ставку «внепланово». В совокупности с внешними событиями, например дубайским инцидентом и положительными новостями с американского рынка труда, это привело к оттоку капитала со всех развивающих-

ся рынков и скорректировало валютный курс. Я думаю, что данный тренд будет укрепляться, Центробанк должен продолжить политику снижения ставок в этом году.

Каковы пределы снижения ставки?

Рассчитать это невозможно. Еще раз подчеркну: система меняется быстрее, чем любые формулы, модели, основанные на прошлом опыте. Здесь надо двигаться ощупью, быть более гибким в политике. По определению можно ожидать снижения инфляции в годовом выражении уже в январе. В прошлом году инфляция в первый месяц зимы составила 2.4%, в этом году она может быть немногим больше 1%. Вполне возможно, ко второму кварталу мы получим инфляцию в районе 6%. До этого уровня и будет снижаться ставка рефинансирования.

Вы говорите о том, что сейчас будет происходить поиск новой модели — сбалансированного роста. Какие потенциальные риски на этом пути существуют?

Основной риск связан с тем, что государство по традиции может начать вмешиваться. Нынешняя стабилизация в экономике и на финансовых рынках — это во многом рыночное действие. Если посмотреть на внешние страны, там государственная поддержка оказала какое-то сдерживающее влияние. Потому что увеличение бюджетных расходов на 25–30% в США, ряде стран еврозоны — что-то разовое, исключительное, новое. Рынки отреагировали на выброс денег и перестали падать. В России ежегодное накачивание бюджетных средств на 30%, причем неэффективное, как показала инфляция, не является чем-то исключительным. Поэтому наметившаяся стабилизация, низкое значение инфляции — естественная реакция рынка, нащупывание всеми экономическими агентами более правильной, сбалансированной модели.

Хочу напомнить, что в 1999 году, когда все ожидали каких-то ужасов, их не произошло. Экономика, по первоначальным оценкам Госкомстата, выросла на 3.2%. Эти данные были опубликованы в январе 2000 года. Но прошло полтора года, и 3.2% преобразовались в 6.4%, потому что очень много в турбулентное время происходит процессов, которые невозможно охватить, описать в моменте.

Как только государство ушло в тень, у него стало меньше денег, моментально ситуация начала налаживаться. Основной риск — рост цен на нефть. Если они явно превысят уровень $80 за баррель и обозначится тренд, бюджет станет профицитным, тогда опять появятся какие-то идеи о том, что необходимо диверсифицировать экономику через всевозможные государственные проекты. Все понимают, что сделать это невозможно, но продолжают накачивать расходы. За четыре года — с 2005 по 2009 год — бюджетные расходы увеличились почти в три раза. Если смотреть отдельные статьи, то становится понятно, что экономика не росла, а сокращалась.

А потом все задаются риторическими вопросами: почему, скажем, стоимость километра дороги в Москве в разы выше, чем среднероссийская? Очевидно, что не туда идут деньги. Это поддерживает инфляцию, увеличивает стоимость заимствований, сдерживает возможности частных компаний по рефинансированию своих инвестиций. Лучше бы государство устранилось и занималось только социальными и оборонными вопросами.

То есть основная роль государства на данном этапе — невмешательство?

Не все так однозначно. Я упрощаю и не собираюсь здесь говорить о качестве институтов. Но если мы посмотрим на рейтинги Transparency International, возьмем такие страны, как Финляндия, Новая Зеландия, другие скандинавские страны, которые находятся в первой десятке, то увидим, что там государство действительно эффективно. Интересно, что в России, Финляндии, Дании, Швеции примерно одинаковый уровень частного потребления ВВП — меньше 50%. Там большая доля государственного потребления, но оно предоставляет качественные бесплатные услуги — медицину, образование, пенсионное обеспечение. В нашем случае, когда мы находимся в рейтингах не в первой десятке, а где-то на 170 строчке, рядом с «людоедскими» странами, надеяться на какую-то эффективную политику в области диверсификации пока сложно: мы видим, что деньги в огромных количествах закачиваются, но они не доходят до конечной цели. Когда государство, по сути, неподконтрольно никому, нужно, чтобы у него было меньше возможностей влиять на происходящее. И бюджетные ограничения — лучшее, что можно себе представить.

К вопросу о других экономиках. Сейчас очень популярной является дискуссия о феномене «китайского чуда». Как вы думаете, продолжит ли китайская экономика безудержный рост, какие угрозы для нее существуют?

Риски, безусловно, есть. Когда-нибудь Китай перестанет расти такими сумасшедшими процентными темпами. Не стоит забывать, что там проживает 1.3 млрд человек, далеко не все из них работают. В лучшие времена в этой стране создавалось 20–30 млн рабочих мест в год. Поэтому там выстраиваются длинные очереди людей, которые хотят чем-то заниматься, и они готовы работать за довольно низкую заработную плату. В Китае нет социальной нагрузки, там все расходы бюджета имеют отношение к правительству. 18% ВВП против наших 38%. Поэтому за счет урбанизации, дешевой рабочей силы у Китая есть еще довольно большой потенциал роста. Сейчас он планомерно двигается по направлению к достижению уровня потребления на душу населения, как в Америке. Представьте, если бы сейчас вся планета жила теоретически по тем стандартам, которые существуют в Штатах (а население Китая составляет четверть населения планеты), то ее пришлось бы увеличить в четыре раза, что, как мы понимаем, невозможно. Это значит, что население земного шара столкнется с объективными ограничениями. Китаю придется что-то менять. Тот рост, который они нагнетали — экстенсивный, энергоемкий, загрязняющий окружающую среду (сжигание большого количества

угля и строительство все большего числа загрязняющих производств), — ничего хорошего не сулит.

Раньше локомотивом Китая являлся внешний, американский спрос, который точно так же был раздут дешевыми кредитами. Но ситуация поменялась: произошло сжатие кредитования, частный долг в Америке заместился государственным, население не берет в больших масштабах кредиты, спрос не растет. Вполне возможно, что Штаты повторят историю Японии 90-х годов, где вот уже практически 20 лет нет ни экономического роста, ни инфляции, но все более или менее довольны, потому что в стране относительно высокий уровень потребления. При этом местные компании понимают, что эффективнее инвестировать в другие страны, где лучше процентные ставки, выше темпы роста. Таким образом, происходит определенный отток капитала, но параллельно идет репатриация прибыли. Система самоподдерживающаяся. Тем более, процентные доходы от carry trade составляют довольно существенную часть доходов платежного баланса. Это позволяет системе не разваливаться на части. Вполне возможно, что развитые страны, у которых есть репутация надежных валют, смогут какое-то время таким образом существовать, не увеличивая свое потребление.

Для Китая исчезает мощный стимул, который двигал его экономику. Последние два года страна делала мощные бюджетные вливания в строительство инфраструктуры, которой уже и так достаточно. Явно должно произойти некое торможение роста. Те люди, которые спокойно стояли в очереди на получение работы, вполне возможно, начнут себя вести по-другому, трансформировать экономику. Как именно это будет происходить, предсказать сейчас сложно.

Что вы думаете по поводу перспектив доллара как мировой резервной валюты: можно ли говорить об окончании мирового господства?

Американский ВВП по-прежнему составляет четверть мировой экономики, это значит, что в ближайшей перспективе доллар никуда не исчезнет. Точно так же, как иена никуда не ушла. А ведь долгое время, в 2000-х годах, она была той валютой, которая кредитовала мировую финансовую систему. Деньги создавались частными финансовыми институтами, которые занимали под 0% в Японии, чтобы покупать бонды в развитых странах, гарантированно и без риска. У доллара есть большие шансы повторить в чем-то эту судьбу. К чему пришла сейчас Америка? Долг США, после того как частные обязательства были замещены государственными, составил порядка 75% ВВП. Его обслуживание тоже стоит денег. Если ставка нулевая, это позволяет обслуживать долг по обращающимся бумагам значительно дешевле. Что будет происходить дальше? Я склоняюсь к тому, что ситуация в США будет развиваться по японскому сценарию: дошли до нулевой ставки, рост отсутствует, инфляции нет, долг большой, ничего не происходит. В этих условиях частные компании, финансовые институты решают вести себя совершенно естественно — идут в другие страны, где доходность лучше, капитал течет туда. Происходит репатриация прибыли.

Не исключено, что доллар может повторить послевоенную судьбу фунта, который был одной из ключевых валют до первой мировой войны и после нее. Но когда во время Второй мировой Великобритания начала активно занимать у тех же самых Соединенных Штатов, фунт постепенно перестал быть глобальной мировой валютой. Точно так же сейчас США берут в долг у Китая, который сегодня финансирует основную часть американской валюты. Логика подсказывает, что когда Китай снимет ограничения на потоки капитала, его экономика увеличится в масштабах и будет сравнима с американской, вполне возможно, что валюта этой страны станет востребована. Многое будет зависеть от того, что будет происходить в ее экономике.

С другой стороны, если продолжится процесс carry trade из долларовой зоны в другую и возврат обратно с заработанным процентным доходом, это может стать очень существенной подпоркой для платежного баланса США. В этих условиях доллар будет чувствовать себя комфортно. Вполне возможно, что против корзины валют ведущих стран его курс существенно не поменяется. Просто рынки доллара, а соответственно, и другие крупные валюты, которые вынуждены синхронизировать свою политику с американской, будут ослабевать против валют развивающихся стран.

Где вероятнее всего в мировой экономике появление новых пузырей?

Пузыри всегда надувались и будут продолжать возникать. Просто масштабы этих явлений другие. Пузырь, который надувался с 2005 года, был глобальным. Тот самый carry trade, когда денежные власти по сути не контролировали динамику денежного предложения, а деньги создавались частными финансовыми институтами, занимающими в одном регионе, где ставка нулевая, вкладывающими в какие-то активы в других регионах, — это та среда, которая постоянно надувает и будет надувать пузыри.

Другим мощным фактором, который надувал пузыри, были квазиденьги — всевозможные производные инструменты, тоже создаваемые финансовыми институтами. Вспомните, что было в Японии в 90-х годах, когда индекс Nikkei достигал 40 тыс. В один прекрасный день все просыпаются и понимают, что стоимость активов неадекватная, и рынок схлопывается, остаются обязательства, которые были взяты под те самые раздутые активы. Система начинает ликвидировать этот дисбаланс. Но на это уйдут годы. Такого нового масштабного пузыря в ближайшее десятилетие, я думаю, возникнуть не должно.