

ПЕТЕРБУРГСКИЙ МЕЖДУНАРОДНЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ФОРУМ
22—24 мая 2014

Арена
СОЗДАНИЕ СТИМУЛОВ ДЛЯ ВОЗВРАЩЕНИЯ КАПИТАЛА В РОССИЮ

23 мая 2014 — 11:45—13:00, Павильон 4, Конференц-зал 4.1

Санкт-Петербург, Россия
2014

Модератор:

Стивен Сэдвик, Телеведущий, CNBC

Выступающие:

Александр Афанасьев, Председатель правления, ОАО «Московская Биржа»

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

Иракли Мтибелишвили, Управляющий директор, председатель банковского департамента, Citi в России и СНГ

Эльвира Набиуллина, Председатель, Центральный банк Российской Федерации

Вячеслав Пивоваров, Генеральный директор, Altera Capital

Денис Шулаков, Первый вице-президент, «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество)

Алексей Яковицкий, Генеральный директор, ВТБ Капитал

Участник дискуссии:

Андрей Назаров, Сопредседатель, Общероссийская общественная организация «Деловая Россия»

S. Sedgwick:

I think we are ready to begin and I am delighted that all our panellists are here in advance. This is always very helpful. This is potentially a very dynamic panel. We are going to be discussing some enormous issues that have immediate relevance to capital flows, given current geopolitical events, and longer-term issues as well. There are some Russian specifics about what is going on, and there are some global commonalities with other countries as well.

What I would like to do in this panel is to generate some dynamism. We have a panel that I think is ready to get involved in points raised by others. We will have a constructive, dynamic chat that will touch on some big issues and will be over very quickly. Naturally, I am delighted to have the Governor of the Central Bank of the Russian Federation with us. I think it is a great opportunity to have a longer chat at the start of this session to speak about the key issues and to lay down the foundations before we go around the table. I encourage participants to question some of the points raised by others. Let us not have a series of speeches; let us keep it very dynamic and get somewhere on this.

Let us start off with the key issues. With regard to large capital outflows, what policies, prescriptions, or changes to investment can reverse capital outflows back into the Russian Federation, and provide capital for domestic companies as well? I would point out that this is not only an issue in the Russian Federation. I spend a lot of time on my travels for CNBC talking to individuals and to companies that are starved of capital and starved of liquidity. I keep hearing about transmission mechanisms that are not moving money from central banks to where it is needed in corporations and, particularly, I feel, in small and medium enterprises (SME).

Elvira Nabiullina is the Governor of the Central Bank of the Russian Federation. Thank you very much indeed for starting our panel discussion. What is the situation with Russian capital flows? What is the biggest problem?

Э. Набиуллина:

Добрый день!

Отток капитала — это величина или понятие, которыми мы часто пользуемся. Мы относимся к оттоку капитала как к индикатору процессов, которые происходят в российской экономике. Многие в аудитории знают данные по России за первый квартал, они заставили озаботиться. За первый квартал цифра оттока капитала составила 63 миллиарда долларов США, это сопоставимо с данными за весь прошлый год. Изучение структуры оттока капитала показывает, что две трети этого оттока — это так называемая внутренняя конвертация. Процессы начались в январе—феврале, а в начале марта особенно возросли риски неопределенности, связанные с внешнеполитической, геополитической ситуацией. Многие граждане, компании стали конвертировать свои сбережения из рублей в доллары в ожидании снижения курса национальной валюты, покупать наличные доллары США. По уточненным оценкам, люди купили чуть более 10 миллиардов наличных долларов США из цифры 63 миллиарда долларов США. Еще раз повторю, две третьих — это внутренняя конвертация.

Если посмотреть на остаток, одну треть, то окажется, что это приблизительно та же сумма, которая утекала в предыдущие годы. То есть отток, связанный, как мы часто это называем, с бегством от российской юрисдикции, поиском более эффективного вложения средств в экономиках других стран, в начале 2014 года оставался приблизительно на уровне 2013 года. Новые данные по последнему месяцу, апрелю, служат этому подтверждением: мы увидели, что происходит некоторая стабилизация ситуации, отток капитала с учетом свопов составил всего 4,6 миллиарда долларов США. Произошло достаточно резкое снижение общего оттока капитала.

Вернусь к базовой характеристике, связанной с вопросом о том, почему все-таки мы сейчас наблюдаем не приток, а отток капитала; почему бизнес,

люди вывозят больше денег, чем ввозят в страну. Это для нас главный вопрос и индикатор ситуации.

На мой взгляд, это связано с тем, что экономический рост в ближайшее время должен быть инвестиционно ориентирован. По-моему, консенсус в российском обществе есть: для финансирования этого инвестиционного роста нужны длинные деньги, и пока российская финансовая система не в состоянии генерировать этот длинный ресурс для финансирования инвестиций. Это главный вызов текущего момента.

Раньше инвестиции финансировались за счет источников, связанных с внешними заимствованиями. Мы видели эту модель до кризиса 2008—2009 года, она была связана со своими рисками, когда за счет краткосрочных внешних заимствований финансировались долгосрочные инвестиции.

Другой источник связан с государственными расходами, государственными инвестициями. Этот источник также ограничен в силу того, что у нас достаточно высокий не нефтегазовый дефицит бюджета, мы не можем наращивать государственные расходы высокими темпами. Кроме того, структура бюджета содержит значительную долю текущих расходов. Эту структуру достаточно сложно поменять в короткие сроки. Государственные инвестиции или бюджетные инвестиции не должны замещать собой частные инвестиции в принципе, они должны идти в сектора, которые для этого предназначены: в образование, здравоохранение, инфраструктуру.

Третий источник для инвестирования — это инвестиции государственных компаний, прежде всего естественных монополий. Этот источник тоже имеет свои ограничения, связанные с тем, что для экономического роста нам нужно сдерживать тарифы естественных монополий и работать с издержками в этих естественных монополиях, чтобы были эффективные инвестиции.

В ближайшее время, очевидно, надо делать ставку на то, чтобы создавать условия для долгосрочного отечественного инвестора. Это задача и для Правительства, и для Центрального банка.

Эта задача стоит в центре политики Центрального банка: и денежно-кредитной, и политики по усилению банковского надзора, банковского регулирования, и в той части нашей политики, которой мы стали заниматься совсем недавно в связи с передачей нам новых функций по развитию финансового рынка.

Я остановлюсь на вопросах, связанных с денежно-кредитной политикой. Мы взяли курс на инфляционное таргетирование, на постепенное снижение инфляции и считаем адекватным для России среднесрочное ориентирование инфляции в 4%. Напомню, сейчас текущий уровень инфляции около 7,5%. В конце этого года мы рассчитываем на 6%. Наша задача — выйти на устойчиво низкие темпы 4%.

Почему не 2%, как во многих развитых странах? Мы считаем, что экономика нашей страны находится в процессе структурных изменений, модернизации, меняются относительные соотношения цен, и 4% — как раз тот уровень инфляции, который дает возможность проводить структурные изменения, в том числе соотношения цен.

Почему не больше? На наш взгляд, инфляция, которая выше этого уровня, не дает достаточных стимулов для долгосрочных сбережений граждан, для снижения процентных ставок и не дает достаточной определенности и уверенности для бизнеса, чтобы формировать долгосрочные инвестиционные проекты.

Мы не можем сказать, что наши граждане не сберегают, и уровень сбережений в нашей стране находится в средних величинах, если сравнивать с другими странами. Однако эти сбережения поступают в финансовую систему как краткосрочные активы; либо вообще не поступают в нее и находятся в виде наличных; долгосрочные сбережения граждане

предпочитают делать в недвижимость; четвертое проявление — это отток капитала, о котором мы с вами говорили. Наша задача — создать условия: не просто административными мерами пытаться вернуть капиталы в нашу страну, а создать условия для того, чтобы здесь было выгодно инвестировать в долгую. Решения этой задачи находятся на стыке макроэкономической политики, институциональных реформ.

Если говорить об институциональных, структурных реформах, их набор достаточно очевиден. Мы его обсуждаем уже годами, он для всех понятный. Споров здесь очень немного: если они и ведутся, то по деталям. Главное — осуществлять эти структурные изменения, институциональные изменения, продвигаться вперед. При понимании того, что структурные изменения требуют ресурсов, у нас постоянно возникают споры по бюджетной политике. На мой взгляд, проведение структурных реформ не должно быть ни в коей мере связано с принесением в жертву макроэкономической стабильности. Макроэкономическая стабильность, низкая инфляция, низкий бюджетный дефицит, низкий уровень государственного долга — это те ценности, которые были достигнуты в последние годы. Проводя эти реформы, мы должны обязательно их сберечь и достичь, может быть, еще больших результатов, если говорить об инфляции. На мой взгляд, это важные вещи.

Второе направление политики Центрального банка — усиление банковского регулирования и банковского надзора. Мы хотим, чтобы люди доверяли нашей банковской системе, чтобы они были уверены, что, когда они отдают деньги в финансовую систему, эти деньги будут надежным образом сохранены и эффективно инвестированы.

Важнейшее направление связано с небанковским сектором. Пока очень незначительна роль традиционных инструментов сбережений и долгосрочного инвестирования, которыми являются негосударственные пенсионные фонды, страховые институты, институты частного

инвестирования. Наша задача — создать все условия для того, чтобы в эту систему в бóльших объемах шли ресурсы от граждан, от бизнеса, чтобы у этих институтов появилась стратегия долгосрочного инвестирования в российскую экономику. Для этого развивается и финансовая инфраструктура; было принято много решений и по законодательству, и по упрощению доступа к российскому рынку. Мы обязательно будем продолжать эту политику, чтобы небанковские финансовые институты развития фондового рынка стали значимым инструментом долгосрочного инвестирования.

Если в стране будет создана среда надежного и эффективного инвестирования, защиты прав собственности, сохранения сбережений, то будет отходить отток капитала, вызванный этими базовыми причинами, а не причинами, обусловленными неопределенностью внутренней конвертации. Через некоторое время мы увидим возврат средств в российскую экономику. Я считаю, что это вполне может быть сделано. Мы движемся в этом направлении, главное — быть последовательными. Спасибо.

S. Sedgwick:

Thank you. I would like to raise a few points. You talked about a lot of medium-to-long-term measures to address the capital outflows issue, but you also said that, in recent weeks, we have actually seen a slowdown in capital outflows. What catalysts are preventing the Russian Federation from having this huge figure, which I think Mr. Kudrin mentioned was somewhere in the region of USD 160 billion worth of outflows in 2014, bearing in mind that in the first quarter I think we saw something in the region of USD 60 billion worth? The longer-term glide path has been mentioned and very well documented by you, but, in the short term, what is going to turn around that capital flight story?

Э. Набиуллина:

Как я уже говорила, отток капитала в первом квартале был связан прежде всего с ожиданиями изменения курса рубля, с ростом инфляционных ожиданий. Мы видим резкое снижение оттока капитала с учетом того, что курс рубля стабилизировался и даже укреплялся в последние недели. Такой краткосрочный фактор перестал действовать. Если ситуация будет стабильной по краткосрочным факторам, то, на наш взгляд, не будет роста такого оттока капитала. Пока наша рабочая оценка оттока капитала в целом по 2014 году — 85-90 миллиардов долларов США, то есть предполагается резкое замедление во втором, третьем и четвертом кварталах. Эти события будут связаны в том числе с динамикой курса. Уже сейчас мы видим рост депозитов в банковской сфере. В марте произошло резкое снижение темпов роста депозитов населения, рублевых — в 2,5 раза: это показывало ожидания людей относительно того, как будет меняться ситуация.

В краткосрочном плане эти факторы связаны скорее с созданием у инвесторов большего понимания развития ситуации и снижением факторов неопределенности. На мой взгляд, основные факторы — это все-таки среднесрочные, институциональные, над которыми надо работать.

S. Sedgwick:

One further question from me before we open the discussion up a little bit more. Part of the reason why the rouble has steadied – and we have seen a growth of deposits – is, I am sure, due to the actions of the Central Bank, and the 200 base points of increase we have seen in the interest rate since early March to, I think, 7.5%, to combat that 7.3% inflation rate you mentioned as well. This comes on the back, however, of a sustained period where business leaders and economists have been asking you to lower interest rates and to stimulate growth as well. Given what you have said about inflation targeting and the importance thereof, how much of a short-term fix can high interest rates be in what could be a zero-growth environment for the Russian Federation in 2014?

Э. Набиуллина:

Когда мы принимаем решение по ставкам, безусловно, мы рассматриваем баланс рисков: рисков для инфляции и рисков для экономического роста. В марте и апреле мы вынужденно повысили свои ставки, ключевую ставку, потому что были достаточно серьезные риски финансовой нестабильности. Я уже говорила о показателях оттока капитала, о росте долларизации активов и росте инфляционных ожиданий. Для нас принципиально важно снизить инфляцию и инфляционные ожидания.

К сожалению, в силу характера замедления экономического роста, мы не можем поддержать экономический рост мерами денежно-кредитной политики, в отличие от многих развитых стран. На мой взгляд, замедление экономического роста носит прежде всего и преимущественно структурный характер. Это иллюстрируется низким уровнем безработицы: в отличие, например, от европейских стран, от США, уровень безработицы в России составляет 5,4%, это очень низкий уровень. Скорее всего, он будет сохраняться таким же низким достаточно длительное время, в том числе в силу демографии. Загрузка конкурентоспособных — хочу подчеркнуть, конкурентоспособных — производственных мощностей очень высокая. Наш анализ показывает, что так называемый отрицательный разрыв выпуска, показывающий, насколько фактический выпуск ниже потенциально возможного в данной структуре и в данных институтах, очень невелик.

В этих условиях снижение процентных ставок, ключевых ставок Банка России может привести только к росту инфляции, при этом мы не сможем стимулировать экономический рост. Тогда мы можем перейти в достаточно негативный сценарий, когда у нас будет расти инфляция и будут замедляться темпы экономического роста. На мой взгляд, это абсолютно недопустимо, поэтому Банк России принял решение о повышении ключевой ставки.

Безусловно, в этом году мы будем анализировать ситуацию, и мы рассмотрим вопрос о снижении процентных ставок, если риски финансовой нестабильности и инфляционные ожидания будут снижаться, если мы будем уверены, что в среднесрочной перспективе мы выходим на намеченную траекторию инфляции — постепенное снижение до 4%. Подчеркну, для нас важна именно среднесрочная траектория: не инфляция в каждый текущий день, а среднесрочная траектория. Сейчас мы считаем, что риски инфляции и инфляционных ожиданий достаточно серьезны, поэтому была такая реакция.

S. Sedgwick:

I just want to ask you one more question, and this relates to the current geopolitical situation as well. In the past, we celebrated Group of 20 (G-20) coordination from central bank governors. Now we have seen less of that. I am just wondering how much you feel you can work within the G-20 to continue coordinating policy action globally. This has been one of the big mantras from various G-20 Summits I have attended, and from G-8 Summits as well, over the past five or six years. Do you feel that you are working with the Russian Federation on your own to sort out these issues? Do you think that the G-20 remains a functioning coordination mechanism for monetary policy?

Э. Набиуллина:

В рамках «Большой двадцатки» обсуждаются и реализуются очень важные инициативы, в том числе связанные с совершенствованием финансового регулирования в глобальном масштабе. Безусловно, Россия, как страна, активно вовлеченная в процессы глобализации, и участник глобального финансового рынка, участвует в выработке и имплементации инициатив, связанных с финансовым регулированием. Это такие механизмы, как

выделение системно значимых финансовых институтов, регулирование производных институтов, внедрение «Базеля III».

Если говорить о текущих моментах, Центральный банк владеет достаточно развитыми инструментами денежно-кредитной политики, и был сделан серьезный шаг по развитию инструментов денежно-кредитной политики в условиях и после кризиса 2008—2009 годов, когда мы научились по-новому рефинансировать нашу банковскую систему. Центральный банк развивает эти инструменты. Они готовы, чтобы решать проблемы и отвечать на вызовы, которые мы видим в обозримой перспективе. Мы не видим необходимости абсолютно чрезвычайных или особенных мер.

S. Sedgwick:

Thank you very much indeed. Let us open up the discussion and, as I said before, if one of your fellow panellists says something that piques your interest or that you downright disagree with, please get involved, and we will make this as animated as possible.

Moving to my right is Denis Shulakov, who is the First Vice-President of Gazprombank. Mr. Shulakov, our discussion today deals not only with capital outflows, but also with corporate finance for Russian firms being relatively expensive, stymieing investment in productivity and expansion in young, small- and medium-sized businesses. The banks have to take their fair share of the blame for that, sir.

Д. Шулаков:

Великолепный вопрос, прямо в центр российской экономики, но прежде чем в него целиться, надо посмотреть вокруг этого центра.

Я согласен с основным тезисом Эльвиры Сахипзадовны о том, что методами денежно-кредитной политики сегодня проблему не решить,

потому что структура российской экономики просто не позволяет их эффективно применить.

Один простой взгляд, говорящий об отношении финансовых активов к ВВП России, позволяет понять, где мы находимся: это отношение два к одному. Среднее соотношение по БРИКС порядка шести, а в развитых странах — девять. Можно упрощенно посмотреть и сказать, что на один доллар реальной экономики претендуют всего два доллара финансовых. Один доллар потерялся, один остался. Отсюда вопрос риска, готовности его применять.

Как вы думаете, банки — это единственный инструмент, который должен применять этот риск? Или он должен рассчитываться, прежде всего, исходя из того, с кем этот риск может быть разделен?

Сегодня феномен глобальных рынков состоит в том, что ликвидность является основным критерием принимаемых всеми инвестиционных решений. Сегодня потоки фондов определяются на образовании любого актива, а ценообразование — это и есть оценка риска. Если этот риск не с кем распределить, финансовый институт не вправе принимать решение о том, чтобы брать этот риск на себя, иначе это безответственное решение. Так что это вопрос не столько к банкам, сколько к созданию среды, в которой этот риск можно применять.

S. Sedgwick:

Sorry, the banks should not be the source of the ire, or the blame so to speak? There should be a commonality of interests sorting out cheaper financing. Is that what you are saying?

Д. Шулаков:

Да, я считаю, что в момент времени это не shared responsibility, а, скорее, вопрос о том, как научиться оценивать риск, применяя правильные

инвестиционные решения, подойти от обратного: не от того, что нужно сейчас заемщику, а от того, что может быть в момент времени распределено на рынке и на каком рынке. Отсюда мы приходим к другому главному вопросу: где брать долгосрочные средства, где брать средства для повышенного риска и какие институты существуют в экономике, чтобы этот риск брать. Мы сегодня говорим о том, что конкурентоспособность российской экономики нуждается в финансировании, мы говорим о новой конкурентоспособности. Представляете, какой должна быть финансовая система и какие в ней должны быть институты, чтобы можно было просчитать риск высококонкурентных предложений? Сегодня по пальцам одной руки можно пересчитать те фонды, которые принимают решения об инвестировании в высокотехнологичные бизнесы и находятся на территории России. Скорее всего, это филиалы западных фондов, за исключением единиц. Об этих исключениях мы не говорим, как о сильных примерах.

S. Sedgwick:

Let me bring in Alexei Yakovitsky on this issue Mr. Shulakov raised. Banks have a protection, it is called their net interest margin, and they can widen their margin to take appreciation of those risks as well. That is their cut from the depositors or the money markets to the people who need to borrow the money. Do we need other regulations or subordination of debt in order to negate those risks? That is to say that banks have a net interest margin, and they seem to, by and large, do very well out of it.

А. Яковицкий:

Спасибо. Я полностью поддерживаю коллегу: банки в вакууме не существуют; их способность привлекать деньги, чтобы дальше передавать в экономику по тем или иным ставкам, зависит от оценки экономическими агентами или

источниками этих денег тех рисков, которые есть в стране. Это может быть и депозит населения, и внешние заимствования. С этой точки зрения банки не существуют в вакууме.

Что касается маржи банков, то банки сами по себе являются экономическими агентами. Чтобы банкам давали деньги, они должны давать приемлемый возвратный капитал. Уровень этого возвратного капитала также определяется экономическими агентами, инвесторами в банки на основе оценки рисков инвестиций в конкретный сектор и в Российскую Федерацию в целом. Не хочу сказать, что банки зажаты, но они — между ожиданиями возврата собственного капитала и той стоимости финансирования, той стоимости капитала, которую они могут привлекать на внутренних и внешних рынках. Я полностью согласен с Денисом.

Очень важно понимать, что Россия всегда была заложницей спекулятивного, краткосрочного — я не говорю в плохом смысле спекулятивного — прежде всего иностранного капитала. Основные деньги, которые, как заметила Эльвира Сахипзадовна, финансировали российский рост в 2000-е годы, это деньги, ориентированные на достаточно короткие вложения в сектора, которые дают довольно быструю отдачу, прежде всего связанные с потребительским спросом. Эти деньги требуют высокого возвратного капитала, и все это Россия давала. Быстрых возможностей в России стало чуть меньше, и эти деньги в значительной степени потеряли интерес к России. Замещение этого очень краткосрочного капитала, не настолько нужного сейчас для следующего этапа российского роста, связанного с долгосрочными инвестициями, — вот основная задача, которая поможет изменить эту структурную ситуацию.

Тема оттока капитала — как жупел: ее поднимают, не анализируя, из чего состоит отток. Он в значительной степени содержит структурную составляющую, которую в сегодняшней ситуации девать некуда. Отток капитала регулирует в том числе тот уровень валютного курса, который

приемлем для российских корпораций, для российских экономических верхов, чтобы можно было иметь тот уровень прибыли, который необходим инвесторам и владельцам их капитала. При всех других равных факторах, это важнейший фактор регулирования в условиях структурного профицита. Нужно учитывать и такой фактор, как счет текущих операций. Коренной перелом, который необходим и возможен, связан со структурной перестройкой, со структурными реформами, с ростом производительности труда, эффективности экономики. Другого пути здесь нет.

S. Sedgwick:

I would like to invite comments from the Governor of the Central Bank. The first issue is with regard to the foreign capital that is not widely available for the Russian Federation now, and where there is a little bit of a pull-back in the appetite. That is not what I have been told. I spoke to Mr. Dmitriev from the Russian Direct Investment Fund (RDIF) in the past 24 hours, and I have been speaking to representatives of Chinese and Middle-Eastern wealth funds and, for example, Mr. Dmitriev said he was speaking to investors who have USD 3 trillion to invest globally, and a large portion of that is potentially available for the Russian Federation.

It is undoubted that Western financial institutions are being a little more guarded about the assets they want to put into the Russian Federation; in fact, many of them could well be pulling back. But the pool of capital is large. I think what is different here is that the returns they want – and this is where it gets perhaps more difficult – are very expensive. They are looking for double-digit returns, and that is very hard to justify when you have a cost of capital like that.

А. Яковицкий:

Я еще раз поясню свою мысль. Я описывал краткосрочный капитал, который очень неплохо поддерживал российский рост в предыдущей

модели, связанной с ростом потребления, с очень низкой базой еще после кризиса 1998 года. Вы, безусловно, правы: мы видим это на рынке и очень этому рады. Взамен этому капиталу приходит более долгосрочный, географически — из других регионов мира: этот капитал имеет другой риск-аппетит, другое понимание рисков, у него другая длина. Это как раз тот капитал, который намного больше необходим России с учетом приоритетов экономического роста, связанных с длинными инвестициями. Я соглашусь с Дмитрием: это действительно так. Мы видим этот новый капитал, он появляется — как внутри страны, так и, самое главное, за рубежом.

S. Sedgwick:

We do not want short capital, do we? Short capital goes in and out quickly. Could you please revisit your comment, Mr. Shulakov?

Д. Шулаков:

Я хочу сказать, что на отток капитала можно смотреть как на стакан, наполовину заполненный, не обязательно наполовину пустой. Есть большой плюс для принятия инвестиционного решения в том, что сегодня есть отток капитала. Любой инвестор, принимающий решение, прежде всего задает себе вопрос: «А как же я выйду?» В чем-то мы уже преуспели: у нас уже есть возможность выхода. Сегодня, в крайне тяжелых геополитических условиях, о которых Вы сказали, ничего не меняется. Вчера на Форуме на высоком уровне, в том числе министром финансов, было подтверждено, что остается приверженность к открытости российской экономики. Это наиболее сильное заявление, позволяющее тот «минус», о котором мы говорим, обратить в «плюс».

Что касается вопроса о том, почему капитал уходит и как быстро он уходит. Нет никаких сомнений, что сегодня доллар США — это основная валюта международных расчетов: подавляющее большинство инвесторов в мире

фондируются в долларах США. Независимо от валюты инвестирования, решение принимается из расчета в долларах, в момент любого колебания оно фиксируется в долларах. Как только происходят колебания, происходит отток капиталов. Это моя точка зрения, с ней не обязательно соглашаться.

S. Sedgwick:

Thank you. There is an alternative financing measure called the exchange, which we will come to in a few moments. Governor, if I may say, you have talked a few times about creating the right conditionality for international money as well for international investors. You have also talked about savers' rights. Very credibly, you have been cleaning up the banking sector; a huge number of banks have lost their licences since you came in as Governor. The cleanup continues. This boosts credibility, presumably, and adds to the confidence of international investors and, again, will perhaps help to halt those capital flows out of the country.

Э. Набиуллина:

Я начну с того, что мы заинтересованы в приходе иностранного капитала, прямых иностранных инвестиций. Чаще всего они приходят, когда есть надежная внутренняя инвестиционная база, и она должна быть развита. Мы заинтересованы в том, чтобы иностранный капитал был более географически диверсифицированным (об этом коллеги говорили), и в том, чтобы был долгосрочный иностранный капитал.

Что касается влияния факторов оттока-притока и того, что происходит в банковской сфере, оздоровления банковской сферы: банковская сфера должна быть хорошо капитализирована, чтобы быть в состоянии финансировать проекты, в том числе инвестиционные. Плохо капитализированная банковская система не будет в состоянии это сделать. Банки должны быть финансово устойчивы, должны обладать

совершенными системами риск-менеджмента. Работа с инвестиционными проектами, о которых мы говорим, требует другого уровня риск-менеджмента, нежели краткосрочные простые проекты, которые банки привыкли финансировать.

Надо сказать, что в российской банковской сфере происходят изменения к лучшему. Мы видим это по показателям по формированию банками резервов, то есть по более консервативной оценке риска заемщиков и по работе с этими рисками.

Я считаю, что оздоровление банковской системы нужно само по себе: слабые игроки из нее уходят либо становятся сильными. Наша деятельность связана не только с отзывом лицензии, но и с предъявлением более высоких требований к банкам. Банки выполняют эти требования, становятся более сильными и более способными финансировать российскую экономику.

S. Sedgewick:

Thank you. Moving now from banks to the exchange. Alexander Afanasiev is the Chair of the Executive Board of the Moscow Exchange. You, in fact, offer an alternative model for investors. It is not just putting money into the country for the banks to distribute. How much are you in competition with banks? How much are you working with banks to attract capital?

А. Афанасьев:

Наши участники — не столько наши конкуренты по привлечению капитала: биржа привлекает капитал не самой себе, она привлекает его на рынок. Но Вы правы: некоторая конкуренция существует в том, в каких формах это приходит.

Скажу несколько слов о масштабах того явления, о котором мы сегодня говорим. Мы знаем около 41 компании российского происхождения,

преимущественно с российским капиталом, который залистингован в чужой юрисдикции. Их оборот и капитализация на иностранных биржах составляют порядка 15-16 миллиардов долларов США. Они начинают возвращаться назад, четыре из них уже имеют двойной листинг в России. Мы ведем переговоры с рядом такого рода компаний. Тридцать шесть компаний имеют двойной листинг: в Москве и где-то еще — как правило, в Лондоне. Четыре компании, о которых я сказал, имеют преимущественный листинг не в Москве, а где-то еще, на какой-то другой площадке. Это касается инвесторов, это проблема.

Второй вопрос — это вопрос финансовых посредников. О финансовых посредниках нужно сказать следующее. Часть из них работает с российским капиталом, в том числе в чужих юрисдикциях, и с российскими клиентами. У российских брокеров уже несколько лет назад появилась услуга — инвестиции со счетов на Кипре. Это представляется брокерами как интересное решение для крупных счетов, для больших состояний. Лондон считается крупным международным центром, для него идут туда — именно на Лондонскую биржу. Это, скорее, крупный российский международный центр: объем рынка IOBE, на котором обычно торгуются расписки иностранных компаний, составляет в оборотах Лондонской биржи 11—15% от месяца к месяцу, из них больше 90% — депозитарные расписки российских компаний. Лондон — это в первую очередь российский международный рынок.

Мы говорили о том, что делать сейчас. Я согласен с Денисом: очень хорошо, когда есть право на выход. В России никогда не было проблем с правом на выход, это удивительный развивающийся рынок. Как правило, на развивающихся рынках наоборот: всем добро пожаловать, а с выходом немного сложнее. У нас нет проблем с выходом, есть проблемы со входом. Я бы не сказал, что специально выстраивается забор, но те, кому приходилось когда-либо преодолевать живую изгородь из колючек, знают,

что преодолеть труднее: у нас здесь прутик, там прутик. А язык? «А можно формуляр на английском языке?» «Нет, только на русском». «А двойной, с двойным переводом?» «Нет, нельзя. Апостилирование, заверенный перевод». Нам нужно это преодолевать, здесь мы видим большой апсайд.

Третий вопрос — это вопрос российских инвесторов. На бирже количество инвесторов в российские акции, объемов, физических лиц с 2009 года уменьшилось с 54% до 35%, а количество нерезидентов выросло с 24% до 46%. Как вы понимаете, часть этого замещения в том, что российские резиденты — физические лица теперь выглядят скорее как нерезиденты, то есть часть нерезидентских счетов принадлежат владельцам, неплохо говорящим на русском языке. Это не весь объем, но большая его часть.

Что в связи с этим делать? Как правило, у нас существует два типа решений. Первый — это кнут, второй — пряник.

Сначала о кнуте. Ввели 25%-ный лимит по выпуску расписок. Когда-то компании могли легко и свободно выходить на международный рынок, было 100%. К чему это привело? К сокращению этого выхода? Не уверен. Часть компаний приняли решение: а можно 30%, 40%? Нет, нельзя. Тогда почему бы не 100%? Эти компании просто сменили юрисдикцию. Сорок с лишним компаний, которые я назвал, это компании, которые сменили юрисдикцию, потому что им так удобнее принимать решения. Совсем запретить выпускать расписки или регистрироваться, делать листинг за рубежом? Есть хорошие развивающиеся рынки, на которых местным компаниям запрещен международный листинг или требуется специальное разрешение. Мне представляется, что это неверный выход, потому что рынок все равно найдет какую-то свою модель, как это делать. Главное, что бизнес-модели сегодняшних крупнейших российских компаний построены на такой юрисдикции, на возможности привлекать иностранного инвестора именно таким путем.

Мы на бирже — скорее, за морковку по-английски, по-русски — за пряник. Русский пряник — это совершенствование инфраструктуры российского рынка, совершенствование законодательства, защиты прав инвесторов. Много для этого уже сделано. Могу назвать несколько цифр. Мы увидели, что с сентября прошлого года, когда мы завершили основное количество наших реформ (изменили режим торгов с T+ на T+2, создали центральный депозитарий, центрального контрагента на всех рынках, открылись для Euroclear и Clearstream), объем вложений нерезидентов, объем иностранных инвестиций увеличился на 50%, если сравнивать с показателями за восемь месяцев до того и восемь месяцев спустя. Сначала нам нужно было стать как иностранные рынки, а теперь нужно становиться лучше.

S. Sedgwick:

Let me interject a few points here. I am not entirely convinced that Xavier Rolet at the London Stock Exchange is willing to give up on those Russian listings just yet. I spoke to him only a week or so ago, and he remains very excited about the Russian market. Despite everything that is going on and concerns about Western excitement of Russian assets, the London Stock Exchange is not prepared to give up that ground, so I think you have a fight on your hands.

The one thing I would suggest, apart from the Russian paperwork which you mentioned – and which I understand can be arduous – is the point that a valuation on the London Stock Exchange trades at a premium to a valuation on Russian exchanges as well. It is that disparity in valuation, and, of course, amidst that competitive environment where the London Stock Exchange does not want to give up on those listings, neither would Hong Kong, if they had them, and neither would New York. This makes your job that bit harder to attract this capital, correct?

А. Афанасьев:

Вы имеете в виду ценовой valuation? Вы знаете, ценовой valuation, разницу в оценке, в ценах мы видим в основном как раз по тем распискам, которые приблизились к лимиту в 25%. Это так называемый scarce effect, то есть это эффект дефицита: все дефицитное стоит дороже. Практически не существует никакого gap и никакой разницы там, где или очень далеко от этого лимита, или есть такие бумаги, как у «Северстали», которая выпустила свои расписки до введения лимита в 25%.

Второе: эта разница существует еще за счет того, что выпускать расписки дороже, потому что существует значительная стоимость их выпуска. Выходить из них тоже не очень дешево. Вообще делистинг — дорогое удовольствие. Призываю эмитентов, которые сейчас планируют новые IPO, задуматься, где их делать и делать ли двойной листинг. Сейчас к нам обращаются компании с двойным листингом, они видят большие юридические риски, которые покрываются деньгами. Иметь два листинга не очень дешево, особенно имея в виду, насколько различным стало регулирование. Есть европейский EMIR, есть Закон Додда—Франка в Соединенных Штатах. Европейские компании, которые имеют второй листинг в США, довольно активно и давно идут на делистинг.

Я не очень люблю говорить, что мы конкурируем с Лондонской биржей. Знаете, как бывает, когда конкурируют location, места торговли? Когда они очень разные, очень отличаются друг от друга. Сейчас мы очень приблизились по развитию, по своей инфраструктуре к Лондону. В мире глобальной торговли не так важно, где торговать: теперь важнее, что торговать. Наша конкуренция существует — и не столько с Лондоном: скорее, это конкуренция за продукт. Мы торгуем оригинальные акции, они торгуют расписками. Расписка — своего рода дериватив, защищающий от некоторых трансграничных рисков. Нам представляется, что эти риски уже не столь существенны, чтобы от них так дорого защищаться.

S. Sedgwick:

We have already heard from the Governor that there is going to be a more sophisticated risk management system, so some of those concerns and those risks perhaps will abate.

Iracky Mtibelishvily, you work for Citigroup. Western banks have been getting it perhaps a little bit more than you would like to see in the past week or so. We have also seen a pullback in assets across the board from the likes of J.P. Morgan. What is the attitude of international financial companies and the likes of Citigroup with regard to the current situation, and, indeed, to the longer-term capital issues?

И. Мтибелишвили:

Спасибо, Стив. Прежде чем я отвечу на Ваш вопрос, немного поделюсь своими мыслями о том, что коллеги уже обсуждали.

Я решил выступить на этой панельной сессии, имея выбор участвовать в двух других. Это тема, с одной стороны, скучная, с другой стороны, грустная. Госпожа Набиуллина точно заметила, что эта тема — и скучная и грустная по одной и той же причине: вопрос понятен, ответы давно ясны, и ничего особо не делается по этому поводу. Есть некоторые аспекты этого вопроса, этого процесса, виден большой прогресс. Я хочу снять шляпу перед руководством Центрального банка: мы видим, насколько активно руководство Центрального банка занимается улучшением сектора. Это очень и очень важная и ответственная работа и один из немногих случаев, когда я вижу, что очень важный регулятор тратит ценный политический капитал на то, чтобы сделать сектор лучше. Спасибо Вам от нас всех, госпожа Набиуллина.

Второе, что я хотел бы сказать. Стив, мне кажется, мы можем оживить эту часть дискуссии тем, что постараемся обратить внимание на то, что мы

игнорируем в этом процессе. Прозвучало очень много технических терминов: структурный профицит, счета текущих операций — это важные слова. С моей точки зрения, эти многие моменты достаточно просты в том, что касается вопросов капитала, стабильности капитала, его отношения к присутствию в России или его выхода из России. Я выделяю один фактор, вопрос капитала: он касается не иностранного капитала, а в первую очередь домашнего. Именно домашний капитал всегда будет определять успех или неуспех российской экономики, и именно создание комфорта для домашнего капитала, на мой взгляд, должно быть ключевым фокусом работы тех людей, которые формулируют риторику и реальную политику в регулировании.

Я скажу нетривиально. Мне кажется, мы всегда упускали человеческий фактор. Что я имею в виду под человеческим фактором? Кто-то принимает решения о том, как движется капитал. Да, он движется туда, он движется оттуда, в ту страну или в эту страну. Все решения принимают люди, они имеют свои соображения по этому поводу. На мой взгляд, проблема не в том, что капитал движется из России, а в том, что люди, владельцы этих капиталов, не чувствуя себя комфортно, двигаются за капиталом. Скоро это будет большой проблемой. Капитал очень мобилен, люди существенно менее мобильны. Этот аспект всегда надо иметь в голове — очень простой, но один из ключевых аспектов.

Возвращаясь к тому, о чем Вы спросили: как чувствуют себя иностранные банки, каков подход. Я не могу говорить за все иностранные банки. Преувеличением было бы сказать, что мы чувствуем себя хорошо. Наверное, наши коллеги из российских банков тоже не чувствует себя хорошо. Степень нервозности, неопределенности высокая.

Анализируя в контексте риск-менеджмента, думаю, что мы видели кризисы, источником которых были разные факторы. Последнее, что мы наблюдали, — кризис, который начался как кризис ликвидности, перерос в финансовый

кризис и затем в полноценный экономический кризис глобального масштаба (я говорю о событиях конца 2008 года). Мы видели кризис суверенных долгов в Европе — тоже очень болезненный процесс. Так или иначе, нам были понятны источники проблем. Было много споров, но более или менее было понятно, как решать эти проблемы. Очень давно в новейшей истории, с момента Второй мировой войны, мы не видели кризиса в отношении очень большой экономики — такой, как экономика России, которая настолько интегрирована в глобальную финансовую экономическую систему, — источником которого является политика.

Мы как экономические агенты, как финансовые посредники находимся в растерянности. Эта растерянность не может не сказываться на ежедневном поведении. Для Citi Россия — очень большой бизнес, у нас в этой стране приблизительно 56 миллиардов рублей капитала, 4 000 сотрудников, более миллиона физических лиц в качестве клиентов, более 4 000 корпораций в качестве клиентов. Для нас это очень важный рынок, и мы будем делать все, чтобы защищать этот рынок и развиваться. Есть то, что мы не можем контролировать. Мы сидим, думаем и молимся за людей, которые принимают решения, в конечном итоге сильно влияющие на то, каким будет экономическое будущее России и Европы.

S. Sedgwick:

Mr. Mtibelishvily, I hear what you are saying, and correct me if I am wrong, but Citigroup's assets in the Russian Federation have shrunk 9% this year to USD 9.4 billion. This is less than some of the competition from other American investment banks, but it is still shrinkage. You say you will do whatever it takes to preserve your market share, your 4,000 employees, and your substantial operations. However, the numbers seem to contradict what you are saying about maintaining market share. Can you please clarify that for me?

И. Мтибелишвили:

Я бы не хотел, чтобы эта дискуссия превратилась в обсуждение Citi: наверное, это не очень интересно. Тем не менее я отвечу непосредственно на Ваш вопрос.

Это момент, когда необходимо определить, что важно и что неважно, и сфокусироваться на том, что важно. Основа нашего бизнеса — наша репутация и долгосрочные отношения с российскими клиентами. То, чем мы занимаемся, очень просто, понятно, разумно. Мы сфокусированы на важных ключевых отношениях и на том, что важно для наших ключевых клиентов, чтобы поддержать их в нужный им момент. Пока что приходится забывать обо всем, что является, скажем так, оппортунистическим, nice to have и так далее. Можно думать в контексте того, что является ключевым, и того, что является оппортунистическим. Мы сфокусированы на ключевом.

S. Sedgwick:

Thank you. I would like to revisit one of your comments with regard to domestic capital and whether the Russian Federation succeeds or fails. Given the international aspect of this, I would like to ask if anyone would care to make a further comment. Mr. Shulakov?

Д. Шулаков:

Да, я хотел бы прокомментировать. Я думаю, что Иракли не вкладывал негативный контекст: он, скорее, обозначил, что лидирующую роль должен играть российский капитал во всех размещениях, и этот капитал должен быть smart capital, то есть он должен быть адекватным образом организован. Где ему этому научиться? Научиться он может, участвуя в системе международного распределения капитала. Она сегодня уникально организована, потоки выдающиеся.

Сегодня в мире 250 триллионов финансовых активов, а весь глобальный произведенный продукт — 47 триллионов. Мы видим кратное один к шести. Мы говорим о том, что сегодня сфокусированы колоссальные знания индустрии, система принятия решений, контроль. Сам Иракли — это тоже вывоз капитала: находящийся на территории России, образованный в одном из лучших университетов страны, великолепный менеджер глобального финансового института. Таких бы больше, тогда многое решалось бы быстрее.

Домашний капитал — это опора. Надо подойти к созданию национальных компаний по управлению активами точно так же, как мы подошли к созданию своих глобальных энергетических компаний. Давайте посмотрим реально. Сегодня в мире 20 крупнейших фондов управляют 30 триллионами долларов: это в основном фонды США, Великобритании, Франции, Германии и один-два из Швейцарии. Мы тоже должны быть там, чтобы что-то из себя представлять в глобальной индустрии принятия инвестиционных решений. Большая ли это задача, грустная ли это тема для разговора? Или она очень конструктивная и веселая? С грустными глазами туда не продвинешься. Это мой комментарий.

S. Sedgwick:

Thank you. Let me move on to a completely different aspect: hedge funds. Mr. Pivovarov, we were speaking earlier about whether hedge funds are a common concept in the Russian Federation and whether people understand them. As an investment company which takes opportunities, given that you run a variety of funds as well, is the Russian Federation providing the platform for you to make money and to create capital in the country for you and for your investors?

V. Pivovarov:

Mr. Sedgwick, may I please first comment on this question?

S. Sedgwick:

I would love you to, yes.

В. Пивоваров:

Насколько я понимаю, во-первых, Иракли еще базируется в России, так что это пока не отток капитала. Во-вторых, скажу про российского инвестора. Деньги не делятся на российские и иностранные: инвесторы все одинаковые, к ним должно быть одинаково благоприятное отношение. Есть один аспект, который затронул Иракли: почему в нашей ситуации российский инвестор особенно важен для фондового рынка? Из всех стран «Большой двадцатки» у нас — единственный фондовый рынок, в котором доля российского инвестора настолько низка. У нас нет институциональных инвесторов в виде страховых фондов, пенсионных фондов, которые бы инвестировали в акции и которым можно доверить деньги для инвестиций в эти рискованные инструменты, о чем говорила Эльвира Сахипзадовна. Иностранные держатели всегда меньше понимают ситуацию, они всегда опасаются гораздо больше, чем внутренний инвестор. Кроме того, им есть куда убежать. Это приводит к тому, что российский рынок оказывается самым волатильным, можно измерить *standard deviation*. Он примерно в два раза более волатильный, чем остальные крупные развивающиеся рынки. Чем более волатильный, тем более высокой доходности хотят инвесторы; чем больше они хотят высокую доходность, тем ниже он торгуется. Российский рынок в пять объемов годовой чистой прибыли в лучшем случае, индийский — 18.

Теперь я подойду к Вашему основному вопросу с другой стороны. Я занимался глобальными инвестициями, большая часть моей карьеры прошла в Америке. Я скажу, как на это смотрят обычные инвесторы. Мы делали анализ стран, куда локировать капитал, смотрели, какие там

драйверы. Например, в Китае урбанизация: значит, нужны ресурсы. Мы смотрим на демографическую ситуацию в Индии: рост молодой рабочей силы. Мы смотрим на *consumership*, то, что связано с потреблением. Мы смотрим на высокий процент ставки в Бразилии, на диверсифицированную экономику, ожидаем снижения процентных ставок. Мы инвестируем в Бразилию, в их облигации, потому что они будут расти в цене.

Россия всегда была рынком с уникальными возможностями: еще 20 лет назад это была полностью советская административная система, 100% всей экономики находились в руках государства. Все знают, что государство не может, в силу мотивации и различных других факторов, соревноваться в эффективности с частным бизнесом. Простой пример — статистика по 2013 году: Китай является самой успешной моделью административного капитализма (как ее можно назвать), но даже в Китае доходность на активы государственных компаний составляет около 4%, а частных компаний — около 13%, то есть наблюдается разница в три раза.

Потенциал России состоит именно в росте внутренней эффективности экономики. Как достичь этой внутренней эффективности? Я хочу отвлечься от деталей и нюансов и обратить внимание на один простой постулат. Современная экономическая теория, проверенная опытом различных стран в течение столетия, говорит о том, что только рыночная экономика может быть наиболее эффективной: другой никто не придумал. Роль государства сводится к обеспечению работы рыночной экономики. На чем сфокусировались Федеральная резервная система и правительство США во время глобального кризиса? Они сфокусировались на одном — на открытости рынков. Рынки сами все решают.

Говорят о нехватке рабочей силы. Да, у нас большая часть рабочей силы структурно занята в неэффективном бюджетном секторе. Давайте переложируем ее в малый и средний бизнес, тогда проблемы с рабочей силой не будет. Это один пример.

Государство в режиме ручного управления пытается решить всё: бесконечное количество совещаний и постановлений, каждую маленькую проблему надо решить на государственном уровне. Рынок это отрегулирует сам, лучше всех.

S. Sedgwick:

Thank you for that. A slight ripple of applause. You make a couple of points, one being with regard to the issue of volatility. I would suggest that hedge funds like volatility. It creates opportunity. It creates disparity in valuations as well. I am very interested in getting the Governor's view on the roll-back of the State.

The State's role is to provide free market access for the participants. I would suggest that the "faster money" the hedge fund industry represents always wants less State involvement. Yet if the crises of the past six years have shown us anything, it is surely that we need very strong government and very strong regulations.

Strong regulation accompanied by smaller government is almost a contradiction in terms. What I mean to ask is whether the kind of money represented by Altera and others is the kind of money that the Russian Federation can build a long-term future on, and create a solution to these inflows and outflows and capital shortage problems? Or is it actually part of the problem?

Э. Набиуллина:

Я согласна, что российский рынок во многом волатилен, потому что здесь нет институциональных домашних инвесторов. Мы одинаково относимся к российским и иностранным инвесторам: это видно по тому, что у нас практически нет ограничений на притоки-оттоки, мы очень либерализованный финансовый рынок.

Какова природа капитала, который объективно нужен для нынешнего этапа роста инвестиционно ориентированной экономики? Для нас принципиально

важно, чтобы на рынке были институциональные инвесторы. Нужно создать условия, чтобы они появились, чтобы пришли крупные иностранные институциональные инвесторы, пенсионные фонды, у которых стратегии долгосрочные, в отличие от фондов краткосрочного капитала. Важно, чтобы был внутренний институциональный инвестор. Это требует государственного регулирования.

Нельзя воспринимать государственное регулирование как создание дополнительных административных барьеров. Часто ставится знак равенства между государственным регулированием и административными барьерами. Мы говорили об умном капитале. Умное государственное регулирование просто создает стимулы для того, чтобы были институциональные инвесторы. Речь идет о негосударственных пенсионных фондах (это связано с проведением нами пенсионной реформы), о страховых компаниях, фондах коллективного инвестирования, фондах управления частными инвестициями. Это инфраструктура, которую нужно создавать государственным регулированием. Не прямым государственным вмешательством, не прямым государственным участием, а условиями, которые сделают возможной конкуренцию и будут интересны для участников.

Мы говорим только об одной стороне дела: о тех, кто инвестирует. Должно быть предложение инвестиционных проектов, должен быть поток предложений, куда рентабельно инвестировать. Если у вас есть долгосрочный ресурс, вы можете найти фондирование. Мы выходим на пласт проблем, связанный со структурой нашей экономики, с ее функционированием, с тем, как она генерирует эти потоки. Говоря о возврате капитала, о финансовой сфере, нельзя иметь в виду только те преобразования, которые нужны в этой сфере. Финансовая сфера не сможет работать автономно, пока не будут созданы соответствующие условия в экономике в целом.

S. Sedgwick:

Mr. Pivovarov, if you could please be brief, as I have yet to come to the most patient panel member.

В. Пивоваров:

Вы задали очень правильный вопрос о портфельных инвесторах. Мне кажется, у нас в стране есть определенная мiskonцепция: отношение к портфельным инвесторам не самое лучшее, их часто называют спекулянтами и так далее.

Совместно с Эльвирой Сахипзадовой мы разрабатывали концепцию Российского фонда прямых инвестиций для привлечения прямых инвесторов, которые приходят с новыми технологиями. Под управлением портфельных инвесторов находятся гораздо большие суммы — 60 триллионов. Портфельные инвесторы через публичный рынок определяют возможности выхода из инвестиций. Портфельные инвесторы создают экосистему, в которой все другие инвесторы могут функционировать.

Очень важный момент: мы говорим про длинные деньги, источник длинных денег. Самый длинный источник денег — это акционерный капитал. Проблема заключается в том, что компании торгуются с мультипликатором пять раз, и акционерный капитал получается невероятно дорогой, 20%. Возникают сложности с привлечением этого финансирования. Если бы институциональные инвесторы инвестировали в рынок, стоимость наших акций была бы выше, то компании могли бы размещать эти акции, привлекать деньги у глобальных портфельных инвесторов, которые управляют 60 триллионами. На этом во многом основан рост индийской экономики, где компании постоянно выпускают акции для поддержания

своих программ роста. В России кредитный лимит уже исчерпан, долговая нагрузка компаний находится на грани.

S. Sedgwick:

Looking at the Indian market, perhaps we need more elections to get the market up, given the rise of the Bombay Stock Exchange Sensitive Index (SENSEX) this year. Let us put that aside for now. Mr. Viyugin, it all would have been so different if I had gone left to start with and you could have made your comments then. As it is, you have made a whole page of notes on what you disagree with about what you have heard so far. Please share with us your thoughts on what you think are the key issues.

О. Вьюгин:

Спасибо. Если говорить о легальном движении капитала, тот отток капитала, который нам не нравится, имеет, на мой взгляд, две основные причины. Обе уже были затронуты в обсуждении.

Первое: российские компании активно используют зарубежные юрисдикции в связи с тем, что они более конкурентоспособны и с точки зрения надежности, и с точки зрения предсказуемости и так далее, они хорошо проработаны и имеют хорошую историю. Второе: естественный процесс — преодоление частными компаниями ограничений по росту внутри страны, связанных с ограниченностью спроса, с не всегда дружественным и рациональным регулированием деятельности компаний, с логистикой, специалистами, гибкостью доступа к технологиям и так далее. Это свидетельство того, что Россия проигрывает в части конкурентоспособности предпринимательской среды.

Я могу назвать компании, которые столкнулись с ограничением роста в России. Это частные компании, и они начинают работать в зарубежных

юрисдикциях: в Азии, даже в Америке, — потому что они видят там возможность для дальнейшего роста.

Любопытно, что заметный отток капитала, который стал фиксироваться с 2012 года, был как раз связан с тем, что в эти годы, видимо, произошел крен в сторону государственного регулирования, крен в сторону активного развития и поддержки интересов государственных компаний. В этот момент стал затухать рост. Во втором полугодии 2012 года был первый сигнал о том, что рост экономики начал замедляться, и мы увидели растущий отток капитала. Это естественный процесс. Наверное, есть нелегальные операции и еще что-то, но основное движение капитала связано с объективными экономическими регулятивными факторами.

Нужно снимать эти ограничения, если есть задача повернуть ситуацию, чтобы национальный капитал больше работал в России. Нужно научиться включаться в мировую систему разделения труда. Компании, которые сейчас работают не только в России, но и в других юрисдикциях, делают это раньше властей, которые серьезно отстают. Нужно продвигать свои экономические интересы, но продвигать их, имея в виду приоритет экономических интересов над политическими. Именно это делает Китай. Должна быть четкая, успешная экономическая политика. Нужно сформулировать долгосрочные цели и способы их достижения и следовать им. Зарубежные экономисты используют термин *coherent economic policy*: каждая страна четко следует тем принципам и той парадигме, которые она сформулировала. Нужно развивать национальное законодательство и регулирование, чтобы оно способствовало реализации интересов компании на территории страны. Нужно искать, какие изменения в законодательстве и в регулировании позволили бы компаниям сказать: «Да, здесь нам работать удобно», — а не искать, как что-то где-то ограничить (хотя, возможно, иногда это и нужно). Тогда портфельные инвесторы, прямые инвесторы и российские компании будут делать бизнес здесь, раскрутится механизм

роста спроса, раскрутится экономика. Эти перемены необходимы. Если их не будет, то российские компании будут работать по всему миру.

S. Sedgwick:

Thank you. I would like to get a response from the Governor. Then we will hear what business, and the Governor, think of all the financiers and of all the proposals for resolving these capital issues.

Э. Набиуллина:

Я бы хотела подискутировать — даже не подискутировать, но уточнить по поводу позиции, высказанной господином Вьюгиным: что замедление роста в 2012 году начало происходить в связи с увеличением государственного вмешательства. Я не видела серьезного увеличения государственного вмешательства в тот период, оно всегда было достаточно высокое: периодически происходило то увеличение, то уменьшение, но вмешательство всегда было высокое. Замедление темпов экономического роста во многом было связано с тем, что после кризисного восстановления перестал действовать старый источник — постоянно растущие цены на нефть (не просто высокие, а постоянно растущие). Стал исчерпываться фактор постоянного роста потребления населения, основанного и на повышении зарплат бюджетников, и на быстром росте потребительского кредитования. Стало очевидно, что нужен инвестиционно ориентированный рост, связанный с повышением производительности труда, преодолением демографических проблем с рабочей силой, с повышением эффективности и так далее. Такой тип развития требует сокращения государственного вмешательства. Более корректно, с моей точки зрения, назвать причиной замедления темпов роста тот факт, что не произошло сокращения государственного вмешательства, которого

объективно требовала экономика. Серьезных увеличений государственного вмешательства, на мой взгляд, не было.

Сегодня много говорили об ощущении неопределенности у инвесторов. Инвестиционный тип роста предъявляет бóльшие требования со стороны инвесторов к предсказуемости, понятности, определенности экономической политики, экономических условий. Долгосрочный инвестиционный тип роста требует этого. Сейчас же внешняя среда, наоборот, создает неопределенность. Здесь единственный ответ: не ждать, когда поменяются внешние факторы (они постоянно будут неопределенными), а быстрее проводить структурные изменения, которые нам нужны. Они создадут определенность, которая нужна инвесторам. Ответом должна быть повестка структурных институциональных изменений во всех сферах. Еще раз: она есть, ее надо соответствующим образом реализовать. Спасибо.

И. Мтибелишвили:

Госпожа Набиуллина, можно я вклинюсь? Стив предлагал нам вклиниться в дискуссию. Вы сказали все очень верно.

S. Sedgwick:

We have approximately two minutes remaining. Please kindly be brief.

И. Мтибелишвили:

Вы сказали все очень верно. Вы первая сказали, что ответы понятны, известны. Известно, что надо делать, но ничего не делается. Я готов подписаться под этим. Ваше предсказание: будет ли использован уникальный шанс изменить структуру экономики России, предпринимательский климат, экономическую жизнь страны в целом? На данный момент у страны есть все ресурсы: человеческий, политический и финансовый капитал. Все политики обожают собирать капитал, не только

российские, но они очень плохо его тратят. Можете ли Вы предложить нам Ваше предсказание?

Э. Набиуллина:

Здесь тяжело предсказывать, это из области веры. Я верю, что это будет сделано: у нас нет другого выхода.

И. Мтибелишвили:

На нашем с Вами веку.

S. Sedgwick:

Let us hope so. I did promise you a representative from the business side to give his indictment on what he has heard from the Governor, and from the financiers as well. Andrey Nazarov is Co-Chair of All-Russia Public Organization “Business Russia”. Although it is getting rather late, what I would very much like you to talk about is, not necessarily capital outflows, but rather the capital that is being made available to Russian businesses. And having heard all the remedies and all the issues at stake, what you think is limiting Russian capital to businesses where it is absolutely most needed?

А. Назаров:

Хотим мы это признать или нет, но отток капитала является очень важным индикатором самочувствия экономики. Диагноз сам по себе очевиден: на весь этот год планировался в четыре раза меньший отток, чем тот, что уже произошел с начала года. Мы пытаемся проанализировать, что происходит, кроме общеполитических моментов.

Первый фактор, который, на наш взгляд, подталкивает отток капитала: сама структура экономики выстроена таким образом, что у нас очень мало малого бизнеса. Наша страна — третья по количеству проживающих

миллиардеров после США и Китая, но у нас всего 20% малого бизнеса. Это в три раза меньше, чем в Европе. Малый бизнес и его капитал всегда являются домашними, а крупный бизнес рано или поздно производит так называемый отток: иногда он инвестируется в крупные зарубежные проекты, иногда страхует собственные капиталы и так далее.

Второй момент, на который я хотел бы обратить внимание: PricewaterhouseCoopers сделали опрос, который показал, что 57% российских предпринимателей хотели бы продать свой бизнес. В Европе этот показатель составляет 17%. Существует две основных причины, которые приводят наших предпринимателей к таким мыслям: отсутствие безопасности в ведении бизнеса и отсутствие должного комфорта в предпринимательской деятельности.

Хочу сказать о безопасности. Многие предприниматели боятся жестокости нашего уголовного преследования. Я давно занимаюсь этим и могу сказать, что за 2 500 рублей можно получить до двух лет лишения свободы. Наверное, многим странно это слышать. Две с половиной тысячи рублей, представляете? В войну сажали за колоски: такое время. В мирное время странно упекать предпринимателей в тюрьму меньше чем за сто долларов. Предприниматели боятся жестокости наказания. Необходимо менять концепцию уголовного преследования, вводить штрафы и никогда не доводить до того, чтобы предприниматель мог оказаться в местах лишения свободы.

S. Sedgwick:

Mr. Nazarov, I am going to ask the Governor to comment briefly as I am afraid we really must wrap up our discussion. Governor, if I could ask you to respond to the importance of small and medium enterprises (SME), the importance of prioritization for SMEs, the very punitive criminal code for minor offences, and,

indeed, the lack of assurance for investors and for SMEs. If that could be our closing comment, we will conclude thereon and finish our session.

Э. Набиуллина:

Доля занятости в малом и среднем бизнесе в России очень низкая, надо ее повышать. Это комплексный вопрос, он связан не только с функционированием правоохранительной системы. Малый и средний бизнес — наиболее чувствительные: они более чувствительно относятся к повышению процентных ставок, страховых платежей, все проблемы они воспринимают острее, чем крупный бизнес. Вопрос развития малого и среднего бизнеса — один из ключевых вопросов повестки. Должна быть сделана комплексная программа. Правительство сформировало повестку, в том числе по поддержке условий финансирования малого и среднего бизнеса. Центральный банк со своей стороны делает специальные инструменты, которые стимулируют наши банки финансировать малый и средний бизнес. Это тема для отдельного разговора, достаточно предметного и серьезного, но я подтверждаю, что это приоритетное направление.

S. Sedgwick:

Thank you very much indeed. Governor Nabiullina, thank you for leading our discussion, and thank you to the members of the panel. I am afraid we must finish there, Governor, but it has been a stimulating conversation. I think we have covered a lot of ground. Thank you very much indeed, everyone.