

ПЕТЕРБУРГСКИЙ МЕЖДУНАРОДНЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ФОРУМ
18–20 июня 2015

**КАПИТАЛОЗАМЕЩЕНИЕ. ПОИСК ВНУТРЕННИХ ИСТОЧНИКОВ И ФОРМ
ФИНАНСИРОВАНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА**

Панельная сессия

18 июня 2015 — 17:00–18:15, Павильон 5, Конференц-зал 5.3

Санкт-Петербург, Россия

2015

Модератор:

Екатерина Трофимова, Первый вице-президент, член правления, «Газпромбанк» (Акционерное общество)

Выступающие:

Александр Афанасьев, Председатель правления, ПАО «Московская биржа»

Антон Дроздов, Председатель правления, Пенсионный фонд Российской Федерации

Алексей Моисеев, Заместитель Министра финансов Российской Федерации

Николай Подгузов, Заместитель Министра экономического развития Российской Федерации

Джим Роджерс, Председатель, Beeland Interests Inc

Дэвид Степлс, Управляющий директор по Европе, Ближнему Востоку и Африке, Corporate Finance Group, Moody's

Павел Теплухин, Главный исполнительный директор, Дойче Банк Россия

Сергей Швецов, Первый заместитель председателя, Центральный банк Российской Федерации

Алексей Яковицкий, Председатель правления, ЗАО «Холдинг ВТБ Капитал»

Участник дискуссии в первом ряду:

Гарегин Тосунян, Президент, Ассоциация российских банков

Е. Трофимова:

Наша панельная дискуссия, организованная при поддержке «Газпромбанка», называется «Капиталозамещение. Поиск внутренних источников и форм финансирования экономического роста». Сессия продлится чуть больше часа, поэтому прошу всех спикеров быть очень внимательными к регламенту.

Меня зовут Екатерина Трофимова, я первый вице-президент и член правления «Газпромбанка». Я буду вести сегодняшнюю дискуссию и начну с того, что представлю наших спикеров. При этом я бы хотела зачитать некоторые цитаты каждого из наших участников — надеюсь, они узнают себя. Во многом эти цитаты перекликаются и очень стройно задают тон нашей дискуссии, поэтому они могут стать вступительной частью для нашей сегодняшней встречи.

В одном из своих интервью он сказал: «Каждый рубль, который можно мобилизовать на развитие в текущих условиях, — это критически важный рубль». Заместитель министра экономического развития Российской Федерации Николай Подгузов.

Он считает, что Россия показывает больше приверженности капитализму, чем западные капиталисты. Рекордсмен книги Гиннеса и харизматичный успешный международный инвестор, председатель Beeland Interests Джим Роджерс.

Ему принадлежит очень заботливая цитата: «Мы должны холить и лелеять домашнего инвестора». Первый заместитель председателя Центрального банка Сергей Швецов.

Когда-то он сказал: «Я приехал, значит и деньги переведут». Председатель правления Пенсионного фонда Российской Федерации Антон Дроздов. Сказано это было еще на предыдущем месте работы, когда Антон Викторович работал в Аппарате Правительства и был направлен на

Сахалин, где в кратчайшие сроки должен был решить вопрос о переводе средств на остров, пострадавший от разрушительного землетрясения.

В одном из своих недавних интервью он сказал: «Заграница нам не поможет, мы только сами себе можем помочь. Не надо искать каких-то дополнительных спасателей, у нас достаточно интеллектуального потенциала, достаточно накопленных капиталов на “вперед и с песнями”». Переводчики, пожалуйста, постарайтесь перевести выражение «Вперед и с песнями». Главный исполнительный директор Дойче Банк Россия Павел Теплухин.

Цитата из его телевизионного интервью два года назад: «Россия отличается сильным финансовым менеджментом, устойчивый экономический рост России возможен», — так что на вторую часть нашей дискуссии (из названия) ответ уже дан. «Однако, не все инвесторы осведомлены о том, насколько улучшился наш инвестиционный климат», — сказано было еще два года назад. Сегодня мы будем продолжать работать над тем, чтобы разъяснить наш инвестиционный климат. Генеральный директор «ВТБ Капитал» и председатель правления ЗАО «Холдинг ВТБ Капитал» Алексей Яковицкий.

Его авторству принадлежат следующие слова: «Большинство российских компаний обладает достаточным запасом ликвидности, чтобы исполнять свои долговые обязательства в 2015 году. Однако в отношении 2016 и 2017 года все не так ясно; объемы выплат, приходящиеся на эти годы, могут представлять угрозу для компаний в условиях отсутствующего доступа к международным рынкам капитала», и мы обязательно поговорим об этом. Управляющий директор по Европе, Ближнему Востоку и Африке группы рейтингов корпоративных эмитентов агентства Moody's Дэвид Степлс.

В 2012 году в интервью газете «Ведомости» он сказал: «Скоро российский рынок станет другим: более эффективным, ликвидным, современным, конкурентоспособным». Это наш оптимист и результативный деятель —

Александр Константинович Афанасьев, председатель правления «Московской биржи».

Наконец, самая длинная цитата — вы уже методом исключения поняли, кому она принадлежит, — задаст весь тон нашей беседы. «Я вижу, что осознание, которое постепенно пришло к нам, что экономика совсем не летит в пропасть, а экономика перестраивается очень активно, намного быстрее, чем мы все ожидали еще несколько месяцев назад, и выходит на новые рельсы развития». Замминистра финансов Российской Федерации Алексей Владимирович Моисеев.

Итак, все спикеры представлены. Начнем нашу дискуссию и прежде всего поговорим о названии нашей сессии. Когда стало известно, что я буду ее модерировать, меня сильно смутило то, насколько по-разному переведены названия по-русски и по-английски. Capital substitution отсутствует в английском варианте. Я надеюсь, что под капиталозамещением понимается не бартер. Как нас учила политэкономия, есть и другие источники создания дополнительной стоимости: труд, технологии, техника и так далее, Может быть, мы об этом еще поговорим. Далее раскрывается тема развития внутреннего финансового рынка, поэтому свой первый вопрос я хотела бы адресовать Алексею Владимировичу: чем будем замещать капитал?

Прежде чем он ответит, я бы хотела немного рассказать о правилах нашей сегодняшней игры на сессии. Для того чтобы задействовать «другое полушарие» и стимулировать наших спикеров к большей креативности, я бы хотела предложить им в помощь несколько репродукций известных российских художников, которые могли бы иллюстрировать их ответы. Посещение Петербургского международного экономического форума должно быть не только возможностью для решения бизнес-вопросов, но и шансом вновь открыть для себя, а для кого-то и познакомиться, с российским искусством. Алексей Владимирович, чем будем замещать капитал? Вам картина Малевича «Динамический супрематизм».

А. Моисеев:

У одного моего коллеги в Минфине висит известная картина Маковского «Крах банка», и мы с ним иногда занимаемся тем, что ищем 10 отличий.

Но вернемся к теме. То, что нарисовано на картине Малевича, на мой взгляд, замечательно и намного более жизнеутверждающее, чем то, что нарисовано на другой его известной картине. Если бы, Екатерина, Вы подобрали ее, то нужно было бы закрывать сессию. Но поскольку Вы выбрали именно эту картину, Вы согласны, что нам есть из чего собирать пазл.

Вначале я хотел бы в очередной раз процитировать Рэя Далио из компании Bridgewater, одного из наших международных партнеров, коллегу господина Роджерса по цеху. В аналитической записке для своих клиентов, которую он любезно нам прислал, было указано, что если бы у России был существенно более развитый локальный финансовый рынок, то влияние санкций было бы принципиально ниже. Это полностью отражает наш взгляд на ситуацию. Именно этот фактор в значительной степени влияет на возможность капиталозамещения или привлечения источников капитала. Это к тому, о чем Екатерина говорила, анализируя название сессии.

Действительно, сейчас нет другого выбора, кроме как заниматься развитием российского рынка. В России великолепная инфраструктура финансовых рынков, созданная и благодаря вашим усилиям, коллеги. Сейчас на российскую площадку для покупки облигаций, торгуемых на российской бирже, зашел уже второй крупнейший государственный фонд. Я пока не могу сказать его название, но, на наш взгляд, это является важнейшим подтверждением развитости инфраструктуры нашего финансового рынка. Записи в регистраторах и депозитариях у нас больше не стирают ластиком и все уверены, что клиринг будет произведен так, как он должен быть произведен по лучшим мировым стандартам.

Вопрос состоит в том, что еще мы можем предложить в качестве источников сбережений. Наш источник сбережений — то, что принято называть «оттоком капитала», то есть те 10% ВВП, разница между сбережениями и инвестициями, которые сейчас отражаются в платежном балансе как деньги, уходящие за рубеж. Необходимо, чтобы как физические, так и юридические лица хотели использовать их через российскую финансовую систему. Я не говорю о том, что все деньги должны забираться в Россию, я ни в коем случае не говорю об идеях валютного контроля, которые и мне, и большинству из присутствующих абсолютно чужды. Надо добиться, чтобы эти деньги попадали в соответствующую часть мировой инвестиционной вселенной через российскую финансовую систему, которая должна осуществлять больше действий с этими деньгами, чем просто исполнение поручений клиента перевести с банковского счета в России на банковский счет в другом месте. В первую очередь, это относится к инструментам, которые позволяют физическим лицам направлять инвестиции, обрабатывать сбережения и превращать их в инвестиции. Эта триада состоит из негосударственных пенсионных фондов, компаний накопительного страхования жизни и разного рода механизмов индивидуального инвестирования, наиболее популярный из которых получил у нас название «индивидуальные инвестиционные счета». Эта триада находится сейчас под нашим пристальным вниманием. Совместно с коллегами мы очень активно работаем над тем, чтобы процесс инвестирования был удобен и обеспечивал одновременно надежность и доходность. Над этим нам еще предстоит поработать.

Сложно сказать, что мы достигли ведущих мировых уровней, но мы знаем примеры таких стран, как Чили, или стран, которые раньше были лучшими, но сейчас такими не являются — например, Польша и Казахстан, где институты могли канализировать внутренние сбережения во внутренние

инвестиции. Я думаю, нам надо идти по этому пути, и уверен, что мои соседи разовьют эти мысли. Спасибо.

Е. Трофимова:

Большое спасибо. Я предлагаю Сергею Анатольевичу развить эту мысль. Я задам вопрос несколько провокационно: насколько российский внутренний рынок капитала может предложить достойную замену иностранным рынкам, доступ к которым значительно ограничен, и госсубсидированию? На этом графике мы видим, что соотношение объема отличается в разы, если не в десятки раз. Чтобы подчеркнуть сегодняшнее обстоятельство ограниченности доступа к международным рынкам капитала, Вам картина Серова «Похищение Европы».

С. Швецов:

Честно говоря, я думал, что мне достанется «Бурлаки на Волге», но будем исходить из того, что досталось.

Если проанализировать инвестиции, которые мы получили в последние годы, то 58% — это инвестиции из юрисдикций, в отношении которых есть основания полагать, что это русские деньги. Следовательно, примерно половина того, что мы получаем от нерезидентов на внутреннем рынке капитала — это внутренние деньги, которые делают круг и возвращаются в российскую экономику. Я не думаю, что эти деньги сильно боятся санкций, потому что люди, которые ими управляют, очень хорошо понимают Россию и, возможно, даже живут в России. Они понимают те риски, с которыми сталкиваются, и вряд ли будут останавливать свой инвестиционный процесс.

Действительно, есть ограничения. Мы видим восстановление рынка, но оно очень незначительно относительно тех объемов, которые мы видели до этого. Напрашиваются два вывода. Вывод первый: если Россия стала

получать меньше, значит, мы должны распоряжаться тем, что получаем, более качественно. У нас огромный потенциал и в плане повышения эффективности, и в плане использования коммерческих потоков, которые всегда имели положительную сторону в области прямых инвестиций и только в последний год стали показывать отрицательную динамику.

Второй вывод: нам нужно выходить на средние показатели развивающихся рынков, которые говорят о том, что внутренний облигационный рынок, как правило, в пять раз больше внешнего облигационного рынка по эмитентам из соответствующей страны. У нас примерно 50 на 50. Благодаря легкому доступу на рынки капитала инвесторы в основном обращали внимание на сильный платежный баланс, на сильные позиции тех заемщиков, которые работали в добывающих отраслях. Мы немного болели «голландской болезнью» и не уделяли внимания собственным рынкам. Про акции я вообще не говорю: после рекордного 1997 года была нисходящая динамика, по прошлому году мы имеем цифры практически в ноль, очень незначительное количество IPO, большинство из которых — не новые акции, а продажа стоков акционеров на рынке, и я не уверен, что эти деньги будут работать на инвестиции.

Теперь о потенциале внутренних рынков. Если бы в 2012—2013 году не была проведена пенсионная реформа, то объем пенсионных накоплений к 2020 году составлял бы примерно 10% ВВП. Сейчас мы можем рассчитывать на 7%. Это большая сумма, но это существенно меньше, чем было запланировано в начале реформы 10 лет назад. При этом мы провели существенную корректировку инвестиционных возможностей пенсионных фондов и увеличили сроки, на которые пенсионные фонды могут вкладывать свои деньги. Мы находимся в процессе изменения стимулирования пенсионных фондов, то есть того, как будет выглядеть их вознаграждение. Мы надеемся, что средний показатель, составляющий 30% инвестиций в акции со стороны пенсионных фондов, будет достаточно

привлекателен, и фонды начнут наращивать инвестиции в акции. Первые инвестиции уже начались: мы видим несколько сделок по вложению в банковский сектор, и, что очень важно, это не продажа акционерами банков своих акций пенсионным фондам, а вложение в сами банки, что обеспечивает рост капитала банковской системы.

Если говорить о страховом рынке, то сегодня он составляет 170 миллиардов рублей, а к 2020 году достигнет порядка 500. Это пока не значимая цифра, но динамика очень хорошая, и мы должны поддерживать этот сектор, потому что такая коллективная инвестиция может обеспечивать нашу экономику деньгами в течение максимально долгого срока.

Банковский сектор будет расти опережающими темпами — так происходит на всех рынках. Как бы ни старались рынки капитала, но активы банковского сектора будут расти быстрее. Соединенные Штаты — это исключение. Если посмотреть на пассивы банковского сектора, 20 триллионов вкладов населения к 2020 году вполне могут превратиться в 40, при том что население вложит еще около 15 миллиардов в инструменты рынка капитала мимо банковского сектора. Мы должны понимать, что у нас нет проблем с мультиплицированием капитала — банки вполне могут рефинансироваться в Центральном банке. У нас есть проблема с покупателями денег, с заемщиками, потому что инвестору недостаточен уровень раскрытия информации, недостаточен уровень корпоративного управления.

Мы трактуем эмитентов облигаций как заемщиков наравне с прямыми займами, и те усилия, которые Правительство и Центральный банк вкладывают сегодня в развитие корпоративного управления, а также защита публичных инструментов, дадут свои всходы. Я думаю, что на горизонте трех—пяти лет рынок капитала займет свое достойное место и

мы выйдем на средние показатели развивающихся рынков, где переко́с в пользу банковской системы будет несколько сглажен.

Е. Трофимова:

Большое спасибо. Об этом хотелось бы поговорить подробнее. Александр Константинович, Вы представляете одну из крупнейших универсальных бирж. Буквально на этой неделе на одном из мероприятий я не побоялась сказать, что это один из предметов национальной гордости в бизнес-сфере, и это абсолютная правда. Какую роль в развитии внутреннего рынка вы видите для биржи, для рынка капитала? Вам картина Кандинского «Развитие».

А. Афанасьев:

Спасибо за картину «Развитие», а то я боялся, что будет что-нибудь вроде «Черного квадрата» или «Аленушки у пруда». У части наблюдателей есть предубеждение, что, в связи с наступлением инвестиционного похолодания, многие реформы, включая инфраструктурные, оказались не в очень большом спросе. Во-первых, это не так. За последние два-три года были проведены инфраструктурные и регуляторные реформы — создание центрального депозитария, центрального контрагента на всех рынках, открытие нашего рынка системам Euroclear и Clearstream, переход на режим торгов «Т+» и так далее — которые были рассчитаны на инвестора. Честно говоря, в своей практике я никогда не видел большой разницы между требованиями иностранного и российского инвестора, поскольку всем нужны ликвидность, защищенность инвестиций, прозрачность, открытость, хорошее корпоративное управление и так далее. Разница состоит в другом: иностранный инвестор, которого у нас принято считать глобальным инвестором, представляющим глобальные фонды, очень точно может дефинировать эти требования, потому что он работает на многих

рынках профессионально и видит разницу между ними. Российский же спрос как спящая красавица: ее нужно разбудить, и это непростой процесс — тут, в отличие от сказки, одного поцелуя не хватит.

Откуда возьмется внутренний спрос? Во-первых, как уже сказал Сергей Анатольевич, часть спроса приходит к нам в виде иностранного. Многие полагают, что обороты иностранцев ушли с биржи. Вообще-то, все строго наоборот. С сугубо формальной точки зрения, доля в обороте акций по счетам нерезидентов увеличилась за последние полтора года с 37 до 46%, а на рынке деривативов — с 32 до 47%.

Кто эти иностранцы? Среди них становится меньше долгосрочных крупных фондов и больше — хедж-фондов, увидевших волатильность. Больше становится счетов с Кипра — владельцы этих счетов, вероятно, частично понимают меня без перевода, но тем не менее это нерезиденты. Такая модель инвестирования в России присутствует, потому что в России, как и во всем мире, люди инвестируют не на последние деньги. Учитывая достаточно большую разницу в дифференциации доходов, можно предположить, что часть средств инвестируется таким путем. В Россию приходят хорошие деньги, есть большой выбор, куда их инвестировать, и это тоже надо поддерживать.

Что касается остальных источников, больше всего говорят о российском ритейле. По разным оценкам, это от 20 до 26 триллионов рублей, включая те деньги, которые размещены не в депозитах, а на счетах, в сейфах и кубышках. Еще примерно половина этого находится у физических лиц в недвижимости как инвестиционном объекте. Не совсем верна та мысль, что, если эти деньги лежат в банках, то через банки они оказываются на рынке. Если посмотреть на банковские активы, это примерно 25,5%. Обязательства перед физическими лицами составляют 27%, но требований по ценным бумагам — как по акциям, так и по облигациям — в активах

банков едва наберется 13%, то есть они инвестируются отнюдь не в эти активы.

Спрос приходит во многом благодаря реформам. Например, на валютный рынок мы допустили брокеров, и теперь доля физических лиц выросла с нуля до трех процентов. Это мало, но ритейловый клиент понял, что биржа — одна из возможностей участия в валютных торгах.

Мы всегда говорили о том, что доля физических лиц на рынке облигаций низка. Она низка и сейчас, но раньше она была 2%, а сейчас — 7%. За полтора года у нас все-таки сформировался определенный тренд. Я надеюсь, что это не временный и не случайный тренд, потому что он поддерживается большой работой, которую проводит и наша инфраструктурная организация, и наш регулятор, и законодатель.

Нам предстоит еще многое сделать, особенно по дополнительным стимулам инвестирования, мотивирования спроса физических лиц с помощью налоговых стимулов, а также государственных денег (это третий источник). Суверенные российские фонды инвестируют всюду, кроме локальных ценных бумаг, и хорошей идеей было бы считать, что инвестирование в проекты, поддерживаемые государством, должно проходить в форме выпуска облигаций. Пусть они будут не очень ликвидными, иногда переоцениваются, иногда пусть на них возникает дериватив, но это целая программа, для которой мы не нашли лучшего слова, чем «бондизация» — буду очень благодарен, если кто-то придумает слово лучше. Она является одной из важных составных частей дальнейшего развития биржи. На этом пока все.

Е. Трофимова:

Большое спасибо. Антон Викторович, раз заговорили о населении, вопрос к Вам. Хорошо известно, что и в развитых, и в развивающихся странах пенсионные накопления — это емкий источник финансирования для

рынков. Здесь показаны некоторые слайды про наши отличия, например, от Соединенных Штатов Америки, по структуре сбережений населения, о которых только что говорилось. Объем активов под управлением пенсионных фондов в Соединенных Штатах Америки — это более 110% ВВП. Очевидно, что мы идем этим путем — вопрос в том, с какой скоростью, насколько прямо и от чего это будет зависеть. Для Вас картина Левитана «Тихая обитель».

А. Дроздов:

Что касается «тихой обители», столкновение разных точек зрения по поводу пенсионных накоплений так не назовешь.

Я согласен с предыдущим выступающим, представителем Центрального банка, в том, что объем пенсионных накоплений в размере 7% от ВВП — это отнюдь не маленький показатель. Я посмотрел ОЭСРовскую статистику, и в части пенсионных накоплений мы опережаем достаточно развитые страны, например, Италию, однако там лучше развит страховой рынок, и страхование жизни играет более существенную роль, поэтому в пенсионных накоплениях цифры такие небольшие исключительно. Проблема привлечения средств в экономику решается у них комплексно, через различные инструменты.

Пенсионные деньги имеют то преимущество, что они наиболее длинные. В силу своих сроков и консерватизма, они являются существенным источником инвестиций. Однако если посмотреть на качество этих инвестиций в Российской Федерации и на то, как мы их используем, то результаты у нас не очень хорошие. Накоплено около 4,4 триллиона средств, из них порядка 920 миллиардов — это средства, привлеченные в виде пенсионных резервов, в виде добровольных отчислений, а остальное — это государственные накопления. Из полутора триллионов средств, которые есть у НПФ, порядка 200 миллиардов — это инфраструктурные

облигации. Пенсионные фонды пытаются размещать их на внутреннем рынке, в том числе в государственные облигации, не достигая той доходности, которая нужна для обеспечения сохранности пенсионных прав. Если посмотреть тренды последнего десятилетия, мы увидим, что две трети от инфляции — это устойчивый показатель инвестирования. Балансировка между необходимостью обеспечения пенсионных прав и необходимостью инвестиций, достаточно неустойчива. Постоянно решая эти задачи, пенсионные фонды находятся под жестким прессингом государства и в достаточно затруднительном положении. Как бы Центральный банк ни улучшал здесь возможности, увеличивая сроки с годового на пятилетние, фиксируя доходность, расширяя инструменты, нам кажется, что делать это в рамках обязательной государственной системы будет очень сложно. Поэтому в стратегии развития пенсионной системы только три элемента — государственное, корпоративное, частное — позволят создать полную картину и полный набор всех необходимых источников для пенсионных накоплений. Те страны, которые имеют наибольшие проценты пенсионных накоплений к доле ВВП — кстати, это Нидерланды и Англия, в основном это англо-саксонская модель — достигли этого благодаря корпоративным отраслевым фондам. Сюда включены 95% предприятий — это трехсторонние соглашения, отраслевые соглашения, работодатель-работник; это допуск в профессию, это конкуренция за рабочую силу. Здесь мы получаем одновременно и качество инвестиции, и возможность участия более заинтересованного работника и работодателя, и рост инвестиций.

На мой взгляд, ключ здесь лежит в привлечении работника к инвестированию в свое пенсионное будущее, и сделать это через обязательную государственную машину очень сложно. На наш взгляд, необходимо развивать корпоративные, страховые и отраслевые модели

инвестирования и всяческим образом их стимулировать. Поэтому мы считаем, что необходимо уделять этому внимание.

Что касается того, что накоплено, здесь у нас тоже конфликт: мы имеем обязательную солидарную систему, которая сейчас имеет дефицит, и этот тариф увеличивает дефицит в солидарной системе и очень неэффективно использует эти средства в накопительной. На наш взгляд, нужно двигаться в том направлении, о котором я сказал. Внутренние источники есть, но они лежат в плоскости перевода этих накоплений в корпоративный и частный сектор. Спасибо.

Е. Трофимова:

Большое спасибо. Хотелось бы более подробно поговорить о других источниках. На этом графике хорошо видно, что внешний долг сократился в результате затруднения доступа к внешним рынкам. Как это часто бывает, все взоры обращены в сторону государства. Николай Радиевич, в условиях ограничения доступа на международные рынки и снижения экономической активности госинвестиции выходят на первый план. Насколько эффективен этот механизм? Картина для Вас — иллюстрация очень известного, но не так часто упоминаемого художника Билибина к «Сказке о царе Салтане» Пушкина, «Купцы у царя Салтана».

Н. Подгузов:

Большое спасибо, в том числе за картину. Я воспринимаю ее как комплимент Министерству экономики. По всей видимости, нам нужно обменяться картинками с Министерством финансов, поскольку большинство вопросов по выделению средств находятся в плоскости решений, которые принимает Министерство финансов.

Я же разобрался бы с той картиной, которую предложили Министерству финансов, потому что там изображен тот пазл, в котором к нам приходят

проекты на рассмотрение. Зачастую из неструктурированного предложения мы стараемся сделать тот продукт, который будет bankable, investable, который можно будет потом обсуждать с Министерством финансов, доказывая, что на этот проект стоит выделять средства, в том числе из Фонда национального благосостояния.

Два года назад на этом Форуме Президент озвучил решение о том, что часть средств Фонда национального благосостояния будет проинвестирована в крупные инфраструктурные проекты. Этот процесс пошел. При этом долгое время продолжается дискуссия о том, что средства национальных фондов не нужно никуда вкладывать, потому что нет проектов — такие разговоры велись еще 5—10 лет назад. Действительно, сделать проект из названия проекта — это большая, трудоемкая работа. За последние несколько лет мы в Министерстве экономики достаточно серьезно продвинулись в этом плане и научились упаковывать ряд проектов. Что касается государственных инвестиций, мы стараемся предложить для инвестирования крупные проекты — проекты с участием Фонда национального благосостояния, где средства вкладываются наряду с инициатором и коммерческим финансированием в размере 40% доли средств ФНБ по базовой ставке «инфляция плюс один». За последние два года мы проработали около десятка проектов, шесть проектов получили одобрение, и уже пошли инвестиции из средства Фонда национального благосостояния в общем объеме более 500 миллиардов рублей.

Конечно же, одного инвестирования средств ФНБ недостаточно. Фонд национального благосостояния у нас пока не возобновляется, это конечный источник, и необходимы другие источники, необходимо софинансирование. Очень важно работать и над совершенствованием концессионного законодательства, и над принятием законодательства о государственно-частном партнерстве. Если брать инфраструктурные проекты, то львиная доля инвестиций приходится на государство и только около 16% — на

частных инвесторов. Это говорит о том, что качество того продукта и тех инструментов, которые мы предлагаем, пока еще недостаточно высоко, чтобы заинтересовать частных инвесторов.

Еще один инструмент, который мы разработали за последний год и очень успешно внедряем, — это инструмент проектного финансирования. Принципы проектного финансирования за последние несколько лет получили серьезное развитие, и, мне кажется, в этом залог ускорения инвестиционных процессов. В инструменте проектного финансирования заложен очень правильный механизм разделения рисков между государством, банком-инвестором и инициатором проекта за счет частичного предоставления государственных гарантий, а также за счет льготного среднесрочного рефинансирования в Банке России. На данный момент мы рассмотрели более 30 проектов в области инфраструктуры, в области сельского хозяйства, и одобрили проекты в объеме порядка 140 миллиардов рублей. Мы наращиваем инструменты, которые будут способствовать государственной поддержке и государственным инвестициям, и надеюсь, что в дальнейшем это будет способствовать притоку частных инвесторов в такие инструменты.

Е. Трофимова:

Большое спасибо. Мне бы хотелось вернуться к вопросу об иностранных заимствованиях. Джим, вопрос к Вам. В своих выступлениях и статьях Вы часто говорите о России как о стране больших возможностей. Что еще необходимо сделать для того, чтобы улучшить инвестиционный климат, повысить инвестиционную привлекательность? Для Вас картина Рериха «Заморские гости».

J. Rogers:

As you may or may not know, I first came to the Russian Federation in 1966, and I was pessimistic about the Russian Federation for the next 47 years. It is a very long time to be pessimistic about anything. But I did not see how the country could possibly work. It was not receptive to outsiders, or to outside investors. It was not receptive to foreigners at all. It was a very closed country.

In the last couple of years, I have changed my view because the Russian Federation has changed. The country has become more receptive to outside investors, outside capital and outside brainpower. At least I hope it has.

Because of this, I started investing in the Russian Federation. It has vast resources. If you look at a map, you can see the vast resources that the Russian Federation has, and it should be noted that the Russian Federation is not a big debtor nation, like many nations. I am a citizen of the United States of America – the largest debtor nation in world history. You have a convertible currency, which is amazing from a country with your status. Many countries, such as China, India, and Brazil have currency controls, and the Russian Federation does not.

The Russian Federation has really done some remarkable things in my view, which is why I have started investing here. But I hasten to tell you that capital, whether it is domestic or foreign, wants to feel that it is not going to be confiscated, or taken away, shot or anything else.

I am investing here because I am confident that there has been a change in the Kremlin, and if you continue to attract foreigners then I will continue to invest here.

You have done some good things. You are trying to build pension plans, you are trying to get the public to invest in the stock market, and all of these are good things.

I would hasten to tell you that I have been investing around the world for more than 50 years, and I have invested in maybe 40 or 50 countries in that time, but I have never had so much trouble opening a brokerage account in my life as I did

in the Russian Federation. I said to these people, “Mr. Putin says that you want foreign capital, so why will you not open my account?” It was a nightmare.

Fortunately, the Moscow Stock Exchange helped me to find a broker who would take my account, but even then I wanted to buy Russian government bonds. Another nightmare. Fortunately the Moscow Stock Exchange helped again.

You have to teach your brokers and your bankers that foreigners are not bad, and you should open accounts with them if you want to attract foreign investment.

I am here, and I expect to make money here. I expect things to do well in the Russian Federation, partly because it is cheap. But I do hasten to tell you that there are worrisome signs. I see some signs that the Russian Federation is starting to close off again to foreigners, and if that happens – needless to say, I am a foreigner – I would have to take my money away. I do not want to. I want to invest more money here.

I also know that foreigners like to invest in countries that have sound finances. I hope that the government will not begin to go into huge debt, as some countries have.

There are many attractive things about the Russian Federation. There have been problems for me as an individual opening an account. But I am here, I am delighted to be here, and I expect to invest more. I would suspect that other foreigners will too, once it becomes clear to foreigners that the situation is sound. The situation in Ukraine came as a surprise to many people around the world, including in Ukraine and in the Russian Federation. The United States of America engineered that coup, but I suspect that the worst is behind us, or will be eventually, and then you can start attracting more foreign investment. This is only as long as you treat capital properly, and not the way in which you treated capital for 100 years starting in 1916.

If you treat capital properly it will come, and if you build your economy properly I can assure you that there will be a flood of capital coming here, including more of my own.

Е. Трофимова:

Большое спасибо. Давайте поговорим об этом подробнее.

Дэвид, Вы представляете рейтинговое агентство Moody's, хорошо известное не только узкому кругу профессионалов, но и широкой общественности. Насколько важно для российских корпоративных эмитентов развивать отношения с иностранными инвесторами, причем не только на Западе, но и на Востоке? Какое влияние это имеет для развития их финансового профиля?

Я уверена, что картина, которую я хочу предложить, найдет горячий отклик в сердцах присутствующих. Во-первых, абсолютное большинство присутствующих здесь писали по ней сочинения в школьном возрасте; во-вторых, напрашивается аналогия с недавними неоднократными понижениями рейтингов.

D. Staples:

I waited in trepidation for this. As some of you know, I live in Dubai. I flew here from Dubai. We met in Dubai in January. It was unseasonably cold when we met there. I expected it to be chilly when I came here, and it is I think unseasonably chilly today, but I also expected to be put on the hot seat, so it was a good introduction.

I think the challenge facing the corporate sector is the issue of receptivity by international investors. The reason why I think it is important to reengage with international capital markets is that this is an economy that wants to and that needs to diversify. We believe, as you said in your quote, that domestic capital

markets are prepared to support the corporate sector over the next 18 months. We have been consistent with that message.

This is partly because the government had put together a financial profile going into the challenges currently being faced, which gave the government the capacity to provide support.

I have been covering the Russian Federation for over 10 years. I remember at the time of the financial crisis in 2008 that many corporates had short-term debt obligations maturing, bridge loans for funding acquisitions, and limited liquidity. As they went into the current crisis they had very good liquidity, long-term debt profiles and they had diversified into international capital markets.

The environment that we currently face is a supportive environment to work through a temporary period of lack of engagement.

The problem is that if the temperatures remain cold for too long, people get permanently uncomfortable. I am a little uncomfortable right now coming from Dubai, but I am expecting that it is going to warm up. I think this economy needs to warm up, and it will need to do so by 2016 and 2017. At that point, the reduced capacity of the domestic capital markets to continue to support a substantial amount of maturing debt obligations – not just rouble debt obligations, but foreign currency debt obligations – means that to develop, to continue diversifying and expanding, there must be growth.

We are expecting a 3.5% drop in gross domestic product (GDP) this year and flat GDP for the next couple of years. That is not what the Russian Federation needs. The Russian Federation needs to grow, it wants to grow, and it wants to diversify away from hydrocarbons and commodities, just like the countries around me where I live in Dubai.

There is a larger population to support and there is a greater opportunity to diversify. There is a larger middle class and greater potential opportunities. To achieve this, none of us can rely solely on domestic capital. We need

international capital markets, and it is going to be critical to reengage and to have that access.

Е. Трофимова:

Спасибо.

Следующий график иллюстрирует то, что было сказано Сергеем Анатольевичем ранее. По нашим оценкам, сделанным в «Газпромбанке», реальному выпадающему внешнему финансированию соответствует примерно 1% ВВП. Хотелось бы поговорить об этом квази-внешнем долге или реинвестированном оффшорном внутреннем финансировании.

Павел Михайлович, значительный объем российских средств реинвестируется через оффшорные механизмы. Что необходимо сделать, чтобы помочь вернуть эти потоки и сделать их абсолютно прямыми, избегая дополнительных этапов посредничества, которые добавляют стоимость, и того дискомфорта инвесторов, о котором сегодня говорили наши иностранные гости.

Вам картина, которая в российской живописи наиболее близко ассоциируется с изломом лимитов и стен: «Взятие снежного городка» Сурикова.

П. Теплухин:

Спасибо за картину.

Чтобы обрисовать проблему, я бы хотел вернуться к цифрам, хотя найти аккуратные цифры довольно сложно.

Капитализация российского фондового рынка, рынка акций, — это примерно 500 миллиардов долларов, из которых примерно 200 миллиардов — это free float. В свою очередь, из них примерно 60%, или около 120 миллиардов, — это деньги, которые пришли в Россию извне. Примерно половина из этих 120 миллиардов — это русские деньги, которые пришли в Россию от наших

соотечественников через всевозможные оффшорные конструкции. Конечно, 60 миллиардов долларов не те деньги, которые спасут российскую экономику, тем более, что они все равно уже инвестированы. Эта тема не является первоочередной ни для Правительства, ни для других структур, которые должны заниматься развитием инвестиций в российскую экономику. Тем не менее я участвую в фондовом рынке с момента его основания, и с момента основания мы говорим о том, что нужно сделать, чтобы эти деньги инвестировались россиянами напрямую. Почти за 20 лет прогресс налицо: многое было сделано, но мы по-прежнему понимаем (и 60 миллиардов нам подсказывают), что сделано не все.

Необходимо дальше работать над совершенствованием российского законодательства и всевозможных нормативных документов. Я хорошо помню, как в середине 90-х годов мы доказывали Министерству финансов и Налоговой службе, что правильно сальдировать убыток по одной акции против дохода по другой акции — в этом смысл портфельного инвестирования. Но налоговые органы не очень с этим соглашались.

С тех пор мы далеко продвинулись вперед, но по-прежнему есть проблемы с целым рядом финансовых инструментов, особенно со сложным хеджированием. Как отобразить это в документах, в корпоративных и частных налоговых декларациях и так далее? Это проблема.

Проблема из этой же серии: как отражать операции РЕПО? Многие из вас наблюдали, что в конце прошлого года у ряда российских банков произошли космические изменения в валюте баланса. Ничего страшного не произошло, просто было совершено несколько сделок РЕПО с Центральным банком, но из-за особенностей их отражения в балансе российских банков произошли чудеса. Это тоже говорит о том, что нужно работать над тем, чтобы российское законодательство, в том числе налоговое, было комфортно для инвесторов.

Вторая тема — это развитие инфраструктуры. У нас хорошие биржи, хорошая инфраструктура, но там есть свои риски, в том числе кредитные, от которых мы никуда не денемся. Эти риски вызывают определенные опасения и не всегда приемлемы для инвесторов.

Другая проблема, которую нам нужно решать, — это проблема конфиденциальности. Очень многие люди скрываются за оффшорами для того чтобы сохранить свою информацию частной. Это большая проблема, потому что у нас практически любая база данных появляется на рынке на второй день в виде диска. В таких условиях не хочется попадать в эти базы данных очень часто.

Также надо отметить защиту миноритарных акционеров.

Последний вопрос касается стимулирования частных инвесторов. Дело сдвинулось с мертвой точки в отношении индивидуальных счетов, но поздновато. Спасибо.

Е. Трофимова:

Большое спасибо. Самый непростой вопрос я бы хотела адресовать Алексею Андреевичу. Мы уже поговорили про госденьги, иностранные средства и сбережения населения, о том, как их трансформировать, направлять в нужном направлении и максимально диверсифицировать. Остались ли еще какие-то нетрадиционные источники финансирования? С акцентом на слово «нетрадиционный» хотелось бы предложить Вам картину первого человека, вышедшего в открытый космос: Алексей Леонов «Взгляд из космоса вблизи Луны». Не будем уходить в космические просторы: на Земле еще что-то осталось?

А. Яковицкий:

Большое спасибо за вопрос. Это хорошая картина — как раз про то, о чем я сейчас буду говорить.

Если говорить про Землю, я бы не стал ставить крест на традиционных источниках международного финансирования, прежде всего западных рынках. На самом деле, инвесторы остались. По статистике, которую нам привел Павел, их относительно немного, если посмотреть на капитализацию российского фондового рынка, но при небольшом потеплении ситуации и признаках возрождения темпов экономического роста многие из западных инвесторов очень быстро сюда вернуться. Весной на рынке акций, в том числе на Московской бирже, состоялся ряд сделок на несколько сот миллионов долларов, где компаниям удалось привлечь деньги, а владельцам некоторых наших достойных компаний — реализовать свои пакеты. Поэтому я бы не был здесь большим пессимистом — на Земле еще есть немножко жизни.

Теперь про космос. Как мне кажется, вопрос не в том, что снижаются объемы традиционных, то есть западных, источников финансирования. Вопрос глубже и состоит в том, что тот тип денег, которым финансировался российский рост в предыдущие много лет, в ближайшие годы будет иметь в России более ограниченное применение. О чем я говорю? Западные деньги короткие, спекулятивные, в хорошем смысле этого слова. Они ориентированы на быстрый возврат и быстрый рост, и они очень легко шли в рост, связанный с ростом потребления в России в предыдущие лет десять, особенно с 2008 года. Наш рост, быстрый или медленный, будет связан с инвестиционным спросом, с более тяжелой темой. Это требует других денег — более длинных, ориентированных на более низкую возвратность, имеющих другой профиль риска. Придут ли такие деньги с Запада, сказать сложно.

Даже если не было бы санкций, интерес западных традиционных инвесторов все равно бы снижался по причине изменения самой природы возможности для инвестирования в России. В свою очередь, нетрадиционные рынки, прежде всего, азиатские и особенно Китай, как ни

странно, лучше заточены под новые потребности, которые сейчас выдвигает экономика. Китайские деньги более стратегические, чуть более длинные, потому что, помимо всего прочего, они решают задачу продолжения развития китайской экономики, пусть даже опосредованно, тогда как западные деньги решают проблему размещения избытков капитала, экспорта капитала.

Я вижу конгруэнтность между тем новым, более тяжелым инвестиционным спросом, который есть в России, и азиатскими деньгами, которые по своей природе чем-то похожи на те длинные деньги, которые мы пытаемся взрастить в России. Поэтому я являюсь большим оптимистом по поводу «полета на Луну», то есть привлечения китайских денег. Почему я называю его «полетом на Луну»? Потому что клиенты всегда жалуются, что это занимает очень много времени, что китайцы «долго разгоняются», туда далеко летать, там другой язык. Безусловно, все это так, но, как говорится, дорогу осилит идущий. Если вспомнить 1990-е и развитие первых отношений с западными инвесторами, ситуация была ненамного хуже. Придется пройти эту дорогу, потому что других вариантов за пределами страны сейчас не наблюдается. Очень радует интерес российских корпораций к Азии, который по понятным причинам очень вырос в последние годы. Люди начинают тратить время, учить языки, нанимать людей, которые понимают Азию. Количество неизбежно перейдет в качество. Думаю, мы очень скоро услышим про первые крупные, более стандартные сделки по привлечению финансирования на азиатских рынках. Это некий выход в открытый космос, надеюсь, не очень далекий. Спасибо.

Е. Трофимова:

Напомню, что первый выход Леонова длился всего 12 минут.

А. Яковицкий:

Но он абсолютно изменил мир.

Е. Трофимова:

Это правда.

У нас есть время для одного-двух вопросов или комментариев из зала. Пожалуйста, поднимайте руки, если Вы хотите высказаться или что-то спросить. Обязательно представляйтесь и будьте максимально кратким.

Н. Шитов:

Николай Шитов, «Банк Жилищного Финансирования». В три часа у Грефа была интересная секция, где говорили о конкретных вещах: не о полетах на Луну, а о конкретных задачах, которые ставят в ближайшее время то или иное министерство и ведомство. В этой связи у меня один и тот же вопрос к Алексею Моисееву и Сергею Швецову.

Понятно, что в последнее время Центральный банк закручивает гайки и избавляется от сомнительных операций — это очень правильная и полезная работа. С другой стороны, хочется, чтобы откручивались те гайки, которые способствуют инвестициям и облегчают работу банковского сектора. Какие конкретные шаги на ближайший год ставят перед собой Центральный банк и Министерство финансов, для того чтобы инвестиционный климат улучшился? Спасибо.

С. Швецов:

Первое: инфляция 4%. Это позволит снизить стоимость денег в экономике.

Второе: развитие рынка облигаций. Я могу привести статистику: на развитых рынках дюрация активов банковского сектора составляет 4,2, облигаций второго эшелона — 7,7, облигации первого эшелона — 8 лет. Нужно стимулировать развитие облигационного финансирования.

Наконец, пенсионная реформа, которую мы провели, закончена на 95%. Нам осталось докрутить возможность удержания активов до погашения и сделать фиксированный тариф, который позволит содержать систему риск-менеджмента.

Это три главных задачи.

А. Моисеев:

Кстати, вчера мы договорились о том, как сделать фиксированный тариф, и уже начали этим заниматься, так что одна задача уже активно реализуется. Задачи таковы: все то, что назвал Швецов, плюс с нашей стороны — обеспечение безусловной уверенности экономики в стабильности фискальной системы. Нет ничего хуже, чем государство, берущее на себя обязательства и не исполняющее их. Так мы скатимся в различные фискальные неприятности в виде зачетов и так далее. Кроме того, необходимо переубедить рейтинговые агентства в том, что мы не управляем нашими фискальными процессами; обеспечить такой бюджет, который позволит и экономике развиваться при ценах на нефть в два раза ниже прошлогодних и одновременно не привести к тому, чтобы фискальная тропа стала неустойчивой. Еще одна задача — обеспечение такой политики в части индексации зарплат и пенсий, которая не приведет к подрыву конкурентоспособности частного сектора.

Е. Трофимова:

Спасибо. Еще вопрос.

А. Пирожков:

Александр Пирожков, «Деловой Петербург».

Вопрос Сергею Швецову. Вы упомянули, что частные инвестиции достигнут 15 триллионов рублей в течение трех—пяти лет. Вопрос: за счет чего, из

каких направлений будут состоять эти инвестиции, когда они достигнут 15 триллионов? Спасибо.

С. Швецов:

По нашим прогнозам, это действительно так. Я говорил не о частных инвестициях, а об инвестициях физических лиц. Структуру мы видим следующим образом. Мы видим, что депозиты населения в банках прирастут примерно в два раза, а банкам лучше всего удастся мультиплицировать деньги. То есть это хороший ресурс для увеличения предложения денежных средств в экономику, а населению нравятся банковские депозиты — это понятный инструмент с реальной доходностью, который действует фактически до востребования, который защищен системой гарантирования, освобожден от налогов и так далее. Поэтому банковский депозит будет оставаться фаворитом. Суммы в 15 триллионов достигнут инвестиции физических лиц в различные формы коллективных и индивидуальных инвестиций — это и пенсионная система, и страхование жизни, и прямая покупка акций и облигаций через инвестиционные счета и без них. Это мы прогнозируем к 2020 году.

Е. Трофимова:

Спасибо. И последний вопрос-комментарий.

И. Соколова:

Ирина Соколова, Государственная Дума. Вопрос к Алексею Моисееву и Сергею Швецову. Вы оба говорили о негосударственных пенсионных фондах как серьезнейшем внутреннем инвестиционном источнике. Скажите, пожалуйста, как вы оцениваете доходность негосударственных пенсионных фондов за последние годы и с чем связан оптимизм относительно того, что эта доходность станет значительно выше, чем сейчас? Это же

колоссальные деньги, которые, по крайней мере, будут гарантировать сохранение пенсионных накоплений.

А. Моисеев:

Я начну с двух факторов. Во-первых, изменение макроэкономической ситуации: наша процентная ставка предположительная, доходность по облигациям федерального займа, которые до сих пор являются хребтом инвестиций пенсионных фондов, превышает инфляцию уже в течение длительного периода времени, начиная со второй половины 2010 — начала 2011 года. Мы ожидаем, что этот факт сохранится навсегда.

Во-вторых, мы действительно обеспечили, в том числе законодательно, намного более комфортные условия для пенсионного фонда, для инвестирования. Был отменен запрет на разнесение отрицательного финансового результата, были введены пятилетние каникулы, вчера мы действительно договорились о том, как поменять систему мотиваций пенсионных фондов — тот самый фикс, про который говорил Сергей — и так далее, что, на наш взгляд, в комплексе приведет к тому, что инвестиции будут намного более эффективны. Кроме того, ведение элементов процессуального надзора пенсионных фондов в рамках введения системы гарантирования, а также создание мегарегулятора как надзорного органа, обеспечит намного более высокую эффективность инвестирования пенсионных денег.

С. Швецов:

Может быть, не все в Государственной Думе разделяют мое мнение, но я верю в Россию, верю, что у нас не будет тренда, сильно отличающегося от других развивающихся рынков. Уже сегодня доходность положительная, если вычесть инвестиции «Внешэкономбанка». К тому же, мы делаем реформу на основе международного опыта, то есть не будем наступать на

те же грабли. Мне кажется, сравнивать накопленные доходности и наши ожидания некорректно, потому что пенсионные фонды функционировали абсолютно в другой среде: очень короткий инвестиционный горизонт, абсолютно неправильный бухгалтерский учет инвестиций, абсолютно неквалифицированное распределение обязанностей между Пенсфондом и управляющей компанией, когда пенсфонды ни за что не отвечали. Когда мы посмотрели на них изнутри, то увидели много недостатков, но были позитивно удивлены, насколько они хорошо сохранили активы, настроив бизнес-процесс. У нас много интеллекта в индустрии, и, я думаю, мы, как и другие страны, будем показывать хорошую эффективность.

Е. Трофимова:

Большое спасибо. Я смотрю, все вопросы только к Алексею Владимировичу и Сергею Анатольевичу.

У меня остались вопросы для всех наших участников дискуссии, и я предлагаю организовать небольшой блиц-опрос. Вопросы будет два, прошу всех внимательно отнестись к правилам, чтобы максимально сэкономить время. На каждый вопрос можно назвать три ответа, где каждый ответ — одно слово.

Я долго думала над тем, что могло бы быть иллюстрацией завершения нашей дискуссии. Скажу сразу, что у нас не будет завершающего слова ведущего. Я бы предложила закончить нашу тему на многоточии. Детали очень важны, но очень многое зависит от концепции общего направления, в котором мы движемся.

Если в поисковиках набрать «бизнес и русская живопись», кроме «Краха банка» всегда выпадают «Бурлаки на Волге». На этом известные полотна на эту тему исчерпаны, и приходится использовать абстракции. Давайте будем традиционны и предложим «Трех богатырей».

Первый блиц-вопрос звучит следующим образом: в чем Вы видите основные источники, драйверы роста российской экономики на ближайшие три—пять лет? Предлагаю заслушать всех по порядку.

А. Яковицкий:

Три слова: инвестиции, производительность и закон.

А. Дроздов:

Более эффективное использование сбережений населения.

J. Rodgers:

Agriculture and Asian tourism.

Н. Подгузов:

Эффективность, стабильные правила игры, инвестиции.

С. Швецов:

Чистый экспорт, дигитализация и корпоративное управление.

А. Моисеев:

Жизнь по средствам и по правилам.

D. Staples:

Economic diversification away from hydrocarbons.

А. Афанасьев:

Интеллектуальный и человеческий капитал и защита собственности.

П. Теплухин:

Чисто математически, ничего, кроме инвестиций, в этой формуле измениться не может, поэтому единственная надежда на инвестиции.

Е. Трофимова:

Это были не слова, это были эмоции.

Это очень хорошая иллюстрация того, насколько разные гости присутствуют здесь сегодня. По теории вероятности, повторений должно было оказаться намного больше, но лишь слово «инвестиции» повторилось три или четыре раза. В остальном были предложены новые версии того, что может стать источником роста российской экономики.

Попробуем повторить то же самое упражнение в обратном порядке. Второй вопрос: что может стать источником роста инвестиций на ближайшие три—пять лет?

П. Теплухин:

Только низкая инфляция.

А. Афанасьев:

Стимулирование инвестиций, хотя тремя словами тут не скажешь. Скажем так: налоговое стимулирование, качество инфраструктуры и еще раз защита собственности.

D. Staples:

The return of investor confidence.

А. Моисеев:

Поддержание существующего макроэкономического микса и развитие институтов канализации инвестиций.

Е. Трофимова:

Вы задали очень неправильный тренд, потому что каждый следующий выступающий увеличивал свой ответ. Давайте вернемся к установленным правилам.

С. Швецов:

Хорошо. Инфляция и корпоративное управление.

Н. Подгузов:

Макроэкономическая стабильность, развитие государственно-частного партнерства и развитие накопительного элемента пенсии.

J. Rodgers:

Russians returning their money home, and Asians discovering Russia as an investment destination.

А. Дроздов:

Макроэкономическая стабильность.

А. Яковицкий:

Инфляция, пенсии и Азия.

Е. Трофимова:

Большое спасибо. Здесь тоже не так много повторений, и на этом мы завершим нашу сессию.

Надеюсь, мы не только смогли обсудить заданную тему, но и совершили некий экскурс в российскую живопись. Я бы хотела отдельно поблагодарить всех наших участников дискуссии за их креатив и реактивность. Открою секрет: они не знали о том, какие картины им будет предложено

комментировать, и я выражаю глубокое уважение к тому, как они справились. Это вселяет в меня огромную надежду, что они так же креативно справятся с теми задачами, которые стоят перед ними в их ежедневной, очень непростой работе. Всем спасибо и хорошего продолжения Форума!