

**Ведущий.** Добрый вечер, уважаемые коллеги, уважаемые гости! Сегодня 90-й диспут клуба АНЦЭА «Узлы экономической политики». И сегодня второй раз подряд, что случается точно первый раз в истории, оба сопредседателя не смогли появиться в начале диспута. Сегодня проходит заседание президиума Новой экономической ассоциации. Они оба должны быть там. Действительно важное заседание сегодня проходит. Но по ходу они должны подъехать. Они попросили меня, как и в прошлый раз, провести это заседание, что я с удовольствием и делаю.

Для начала я хотел бы поприветствовать всех вас, сказать, что вам роздана анкета, которая, как мне кажется, должна установить хорошую обратную связь между диспут-клубом и теми, кто ходит на его заседания, и показать нам направления дальнейшего совершенствования нашей программы, нашей политики. Посмотрите, пожалуйста. Нам очень важно ваше мнение, что вы думаете по поводу заседаний клуба, как вы в них участвуете, что бы вы хотели улучшить в этих заседаниях. Большое спасибо.

Теперь я перехожу собственно к сегодняшнему диспуту. У нас сегодня два очень интересных гостях. Это Дмитрий Владимирович Мирошниченко, ведущий эксперт Центра развития и Евгений Равхатович Надоршин, главный экономист АФК «Система». На мой взгляд, более чем злободневная тема. Это тема «Денежно-кредитная политика в 2015-м г.: есть ли у Банка России шансы на успех?»

Речь, безусловно, пойдет о том, какие цели заявлены на следующий год Банком России. Это цели действительно масштабные, переворачивающие всю нашу систему денежно-кредитного регулирования, хочется сказать, с головы на ноги, но, может быть, и с ног на голову. Я не буду предвосхищать диспут.

Напомню лишь наш регламент. Сначала выступает, как договорились между собой диспутанты, Евгений Равхатович, у которого есть 20 минут. По истечении 20 минут (ни минутой позже) Дмитрий Владимирович задает ему 2 вопроса, после чего 20 минут выступает Дмитрий Владимирович, и Евгений Равхатович, в свою очередь, задает 2 вопроса, на которые получает четкие исчерпывающие и, надеюсь, краткие ответы.

Затем мы собираем вопросы от аудитории. Прошу, пожалуйста, представляться, когда вы встаете и задаете вопросы, четко обозначать, кому этот вопрос адресован. После ответов, которые вы получаете и которые вас полностью, надеюсь, удовлетворят, мы устроим выступления из зала. Для этого оставшееся время (а диспуты у нас длятся ровно 2 часа) мы распределим, как обычно, пропорционально между всеми желающими выступить по этой теме. В конце оба участника дискуссии сделают краткие выводы, и мы перейдем к объявлению нового диспута.

Если есть полная готовность, давайте начинать. Евгений Равхатович, прошу.

**Надоршин.** Большое спасибо. Ну что, коллеги, смотрите. У меня 10 слайдов. Я постараюсь идти достаточно быстро, чтобы уложиться в отведенное время. Да, из отведенных мне 20 минут я 5 секунд уже похитил.

Я постараюсь построить свою аргументацию в основном не столько на цифрах, поскольку в моем понимании цифры здесь не так убедительны. Буквально несколько арифметических примеров, чуть-чуть иллюстраций. Но больше, скорее, на понятийном представлении о том, как я вижу себе процесс того, что делал Центральный банк, того, куда он идет, и что он на самом деле меняет, переворачивает ли, кстати, он хотя бы что-нибудь по большому счету. Если посмотреть ретроспективно, то я утверждаю, что не так уж много изменений, если честно, предлагает новое руководство ЦБ в части того, что ЦБ делал. Просто доделывает, скажем, завершает, заканчивает то, что было начато.

Начнем сначала. Первый момент. Есть общая убежденность, что в основном Центральный банк Российской Федерации находился в режиме таргетирования обменного курса: плавающий, не плавающий, с коридором, без коридора. В основном преследовал цели именно по обменному курсу.

Я хочу сказать первое здесь. Очень давно... Я выбрал цитату из годового отчета 2008-го г. для иллюстрации, но на самом деле гораздо раньше (это будет видно буквально

на следующем слайде) это таргетирование обменного курса не было чистым. По большому счету, Центральный банк во всей обозримой перспективе с тех пор, как он вернулся на валютный рынок в 98-м г., не таргетировал чисто обменный курс. Это уже был некий смешанный режим. И это достаточно хорошо видно как раз из годового отчета, например, 2008-го г.

Первое. Достаточно четко видно, что своей основной целью денежно-кредитной политики Центральный банк видит снижение инфляции. А курсовую политику, которую Центральный банк почему-то выделял из денежно-кредитной и ставил отдельным блоком, причем выделяя ее и в тексте отдельным полноценным блоком и вынося за рамки денежно-кредитной, он видел как отдельную. И там он таргетировал плавающий валютный курс.

В моем понимании, это очень необычно. Еще и потому, что Центральный банк почему-то предпочитал называть более менее конкретные цели исключительно по инфляции. А вот по обменному курсу, за которым гораздо жестче и лучше следил, выполнял, с которым лучше работал, никаких конкретных целей никогда для себя не брал, кроме некоторых общих заявлений, временами, границ возможных колебаний. Этот принцип не менялся многие годы. Если вы посмотрите что годовые отчеты Центрального банка, что отчеты по основным направлениям единой государственной денежно-кредитной политики, начиная где-то с 99-го г. (они выложены на сайте), вы увидите там мало конкретики по курсу. А вот конкретика по инфляции присутствовать будет почти во всех выпусках.

Самый необычный момент заключается в том, что поскольку в большей части случаев попытки достичь инфляционного ориентира Центральный банк, если хотите, проваливал, то достаточно нередки были случаи, когда представители ЦБ обвиняли рынок и аналитиков. Можно найти, погуглив, довольно приличное количество цитат на этот счет представителей ЦБ, которые обвиняют аналитиков в формировании завышенных инфляционных ожиданий. Это очень необычно. Последний раз я с этим сталкивался лично где-то в 2013-м г. К сожалению, ту очень красочную цитату я найти не смог, а так бы сюда еще и вставил.

В моем понимании, конечно, это говорит о том, что управлять ожиданиями в каком бы то ни было виде Центральному банку не очень удавалось, по крайней мере, в рамках предыдущей своей политики. И причину я вижу, в первую очередь, достаточно простую. К сожалению, по большому счету Центральный банк уже в тот момент (8-й год и ранее) не таргетировал только курс, не таргетировал только инфляцию. Не таргетировал один показатель, а пытался, что называется, усидеть на двух стульях. И это создавало колоссальную проблему, потому что очень часто не получалось. Не складывались так обстоятельства, чтобы одновременно удавалось убить двух зайцев и достичь двух целей.

Переходя на уровень практики, Центральный банк почти всегда выбирал курс, поскольку никакого наказания за нарушение целей по инфляции у него не было, что, конечно, в моем понимании, сильно дискредитировало саму политику ЦБ. И должен сказать, что репутация регулятора от этого сильно пострадала.

Вот достаточно неплохая, может быть, несколько сложная для прочтения (но я постараюсь расписать ее) иллюстрация того, что Центральный банк делал в части инфляции с 99-го г. Я взял все документы прямо с сайта по основным направлениям единой государственной денежно-кредитной политики и выписал оттуда все явные цели по инфляции на следующий год или с 2007-го г. на следующие три года, которые Центральный банк якобы перед собой ставил.

Смотрите. Ярким зеленым отмечены те случаи, когда цель была поставлена и была достигнута. Ярким синим или голубым отмечен случай... Центральный банк с 2003-го г. взял моду время от времени, не всегда, но добавлять базовый индекс потребительских цен тоже как такую подцель. Есть цель по инфляции и еще подцель по базовому индексу потребительских цен. Я просто решил не разворачивать еще одну табличку. Так вот,

яркий синий - когда не была достигнута цель по инфляции, но была достигнута цель по базовому индексу потребительских цен.

И бледно-зеленый, бледно-серый или сиреневый – это когда почти попали, то есть в пределах 0,5 было отклонение от заявленного коридора ИПЦ или базового ИПЦ, причем в большинстве случаев, к сожалению, в сторону превышения.

Читать табличку нужно так. В заголовке столбца год декларирования цели. Если три строчки, то это цель на три года. И так подряд. В строке – год на который цель заявлялась. Справа по краю таблицы для сравнения индекс потребительских цен. Снизу просто для иллюстрации базовый индекс потребительских цен, чтобы получить некое представление, что с ним было.

На самом деле, часть внутренних квадратиков, понятно, бессмысленны, потому что видно, что Центральный банк на следующий год передумал. Если вдруг он и достиг случайно цели, которую декларировал три года назад, то вовсе не потому, что он к ней стремился, а просто так сложились обстоятельства, что три года назад он задекларировал цель, которая реализовалась. Он сам эту цель давно уже поменял.

Посмотрите, насколько сильно мигрировали ожидания, цели, ориентиры (назовите, как хотите). Хотя ЦБ называл это целями по инфляции. У нас, например, характерный вариант – это 2010-й г., когда явно Центральный банк вообще не знал, что он там будет преследовать по этой инфляции. 5-6 у нас сначала идет, в 2007-м г. он объявил. Позже, ощущая кризис 8-го г., он поднял – 5,5-7. И уже после кризиса он ожидал 9-10. В итоге, да, 9-10 – это было близко к тому, что реально сложилось (8,8). И то же самое еще раз. Черными рамками я выделил эти моменты.

Но я привожу этот слайд вовсе не для того, чтобы проиллюстрировать то, как промахивался Центральный банк. Это любопытно смотреть, это важно видеть для того, чтобы понимать, что реально реализовать цели по инфляции, хотя он их не декларировал, в отличие от целей по курсу у него практически никогда не выходило нормально.

Тем не менее, я хочу, чтобы вы видели динамику целей ЦБ. На этом массиве очень неплохо видеть, что есть некая, скажем, сходимость в этом ряде. Достаточно давно и достаточно уверенно Центральный банк видел как свой ориентир что-то около 4% инфляции. Впервые 4,5 начинает фигурировать в его материалах с 2010-го г. Да, он ни разу их не достиг, тем не менее, он хотел к ним прийти.

Это очень любопытный момент в том плане, что нынешнее руководство ЦБ предлагает как средне- и долгосрочную цель по инфляции – 4%. И в моем понимании это как раз очень хорошая иллюстрация последовательно взятого курса. Если вы посмотрите, 13-й и 14-й г. (если бы я его привел здесь с основными направлениями) не выбивались бы из этого ряда ни капли.

То есть, по большому счету, то, что делает сейчас руководство ЦБ – это завершающий нормальный логический шаг, но вовсе не некий прорыв вдаль. Другое дело, смогут ли они, в отличие от предыдущего руководства Центрального банка, выбиравшего всегда курс, выбрать наконец инфляцию. Вот это большой вопрос. Но давайте об этом дальше. Я утверждаю, что выбора не будет. По большому счету, выбрать не из чего.

Итак, смотрите, что у нас происходит в части таргетирования обменного курса. Я утверждаю следующее. Первое же серьезное испытание 2008-го г. довольно наглядно показало, что никакой стабильности таргетированием обменного курса российской экономики Центральный банк не обеспечил и обеспечить не мог. Пока он накапливал резервы, ситуация шла неплохо и выглядела приемлемо. Маленькие шоки тоже получалось сглаживать. Но сколь-нибудь серьезного колебания он не смог ни сдержать, ни нормально спрогнозировать, ни проявить лучшее, чем у участников рынка понимание непростой ситуации.

\$200 млрд. – отток капитала за 5 месяцев. Обесценивание рубля к корзине – 35%, к доллару – 55%. Мы опередили по падению за этот же период бразильский реал, мексиканский песо, индийскую рупию и еще огромное количество валют стран, на

которых реально мы равнялись. Плюс 7,8% падения ВВП. Это глубочайшее падение в «Большой двадцатке», одно из самых глубоких в мире. Это несмотря на вброшенные триллионы резервных фондов, несмотря на беззалоговые аукционы и любые другие инструменты, которые Центральный банк и Правительство пустили для поддержки экономики.

Это никак не может быть названо стабильностью. Та же Бразилия, которая, кстати, таргетирует инфляцию, прошла эту фазу гораздо легче при общей схожести на российскую экономику.

Таким образом, я утверждаю, что хорошим номинальным якорем таргетирование обменного курса Центральным банком Российской Федерации в том виде, в котором он это осуществлял на практике, и на что решался, не являлось.

Дальше. Смотрите следующий момент. Я утверждаю, что мы подходим к фазе, пусть не такой острой, но крайне похожей на ту, которая привела, если хотите, к явной демонстрации отсутствия номинального якоря в денежно-кредитной политике, в частности в таргетировании курса в 2008-м г.

Посмотрите небольшую зарисовочку. Предположим, иностранные рынки заимствований так и не откроются. Наши золотовалютные резервы на 1-го октября составляют \$454. Размер внешнего долга на то же 1-е октября – это \$614,4 млрд. Из них около \$100 млрд. рублевый долг. Есть данные на 1-е июля, там 110. На 1-е октября пересчет, естественно, даст поменьше. Но, простите, что сделают иностранцы с полученными рублями? Уверяю вас, скорее всего, они принесут их нам. Падающая валюта не будет большой ценностью, если мы рассматриваем не самый комфортный для нас сценарий. Поэтому, так или иначе, они все равно обратятся на те же резервы ЦБ.

График погашений не очень критичный, говорящий лишь, что основные проблемы нас ждут за горизонтом 15-го г. Госдолг очень комфортный. Но дальше я привожу приблизительные оценки, сделанные мной. Понятно, они спорные. Собственно, поэтому я и не стал строить на своих прогнозах эти тезисы, а просто лишь иллюстративно их привожу. За год при цене на нефть \$60-90 за баррель Urals мы сможем со счета текущих операций получать приток валюты где-то \$30-50 млрд.

А учитывая, какой запас достаточно ликвидных средств находится на депозитах и текущих счетах предприятий и населения, то нет никаких сомнений, что даже без учета того, что Центральный банк что-то может оказаться должен Правительству за резервные фонды... Все резервы, даже если мы забываем про эти почти 200 млрд... И стоит про них забыть. Конечно, Минфин ничего в валюте из них получить никак не может. Все резервы оказываются использованными в обозримой перспективе.

Мы пытаемся сделать прогнозы на горизонт 17-18-го гг., и резервов там нет. А это значит, что мы опять попадаем в ситуацию, когда таргетирование валютного курса никак не может быть надежным номинальным якорем для экономики. Собственно говоря, мы это ровно сейчас и наблюдаем. То, что мы наблюдаем на валютном рынке, и те заявления, которые звучали и звучат от представителей ЦБ ровно это и подтверждают.

Таким образом, я утверждаю, что что бы ни происходило далее, режим денежно-кредитной политики менять все равно нужно. Мы больше не можем рассчитывать даже на иллюзию того, что таргетирование валютного курса может быть сколь-нибудь надежным номинальным якорем для российской экономики, уже неважно, в каком виде. Просто режим несостоятельный при нынешних условиях и тех прогнозах, которые можно сформировать на обозримую перспективу. Я вас уверяю, даже с более благоприятными ценами на нефть там все не слишком радужно. И собственно поэтому развивается сейчас динамичная, достаточно неприятная атака на национальную валюту с существенным спекулятивным компонентом.

Теперь смотрите. Что нам мировая денежно-кредитная политика может предложить в качестве альтернативы? Я выбрал табличку из «Википедии», привел с минимальными изменениями, оставив весь набор, чтобы не мешать. Он достаточно полон.

Первое – это инфляционное таргетирование, где в итоге управление происходит ставкам, и мы заканчиваем целью в виде индекса потребительских цен.

Уровень цен. Стран, которые сейчас таргетируют уровень цен, в мире практически нет. Есть некие условные примеры. Самое главное, что все равно речь идет о таргетировании индекса потребительских цен в конце концов. Это очень важный момент. Очень многие, кто декларировал в свое время таргетирование стабильного уровня цен, на самом деле, на практике таргетировали инфляцию не выше 2%. У этого есть причины. Можем коснуться позже. 20 минут – слишком короткий интервал, чтобы я успел такие вещи рассказать.

Денежные агрегаты. Есть достаточно хорошие примеры. Например, Швейцария и Германия. Это примеры 70-х гг., где достаточно устойчивым было отношение между динамикой денежных агрегатов и инфляции. И они таргетировали денежные агрегаты. Есть еще примеры, я сейчас с ходу не помню, кто пытается таргетировать денежные агрегаты. Но надо сказать, что в большинстве случаев это не очень успешно. Не у всех есть стабильная взаимосвязь между динамикой денежного предложения и инфляцией.

Обменный курс. Про него мы говорили. Хотя я утверждал и утверждаю, и надеюсь, достаточно наглядно даже показал на одной картинке, что наш режим не является классическим таргетированием обменного курса, по крайней мере на обозримом горизонте до 98-го г., а на самом деле и ранее 98-го г. (там тоже были попытки цепляться за инфляцию тогда по совету МВФ)... Так вот, у нас, скорее, смешанный режим. Причем, да, не безработица и ИПЦ, а именно текущий курс и ИПЦ.

И есть металлический стандарт. Но, простите, последняя страна, которая в мире преследовала металлический стандарт – это Китай. Если я правильно помню, в 1935-м г. от серебряного стандарта он отказался. С некоторыми оговорками золотовалютным стандартом можно считать Бреттон-Вудскую систему, прекратившую свое существование в 1971. Более поздних случаев по крайней мере мне не известно. Моя информация может быть неполной. Но я сомневаюсь, что сколь-нибудь значимая страна в мире сейчас этот стандарт преследует. Он свое отжил. Это достаточно однозначно.

Если мы убираем отжившее, убираем то, что у нас не вышло с обменным курсом (пусть иллюстративно, но я попытался это продемонстрировать), у нас остается в итоге набор режимов, которые так или иначе сконцентрированы на индексе потребительских цен с разными вариантами. Какой же смысл делать полушаги и вечно стоять одной ногой там, а другой здесь? Проще взять режим, который показал себя в данном случае лучше. Я полагаю, что это как раз и есть инфляционное таргетирование.

Всего в мире в настоящий момент... Банк Англии выделяет (это я взял прямо с сайта ЦБ) порядка 27 стран, которые таргетируют инфляцию. На самом деле, есть надстрановое образование – это Еврозона, которая тоже таргетирует инфляцию и тоже достаточно успешно.

Я привел здесь примеры только ряда стран, как мне показалось, достаточно интересных с точки зрения своих экономик. Это Новая Зеландия. Между прочим, страна со значимым сырьевым и аграрным сектором. Пионер, первая ввела инфляционное таргетирование. Чили. Тоже, надо сказать, не такая уж далекая от сырья страна. И это первый пример в Латинской Америке достаточно смелого перехода. Канада. Хотя и развитая, тем не менее, она имеет значимый сырьевой сектор экономики и активно развивает его. Инфляционное таргетирование не мешает ей добывать сейчас сланцевую нефть в огромных объемах. Израиль. Малая и открытая страна, причем в очень недружественном окружении.

Великобритания. Эта страна перешла на таргетирование инфляции только после того, как, кстати, между прочим, Сорос, заработавший на этом немалые деньги, помог Центральному банку не справиться с таргетированием валютного курса. То же самое сделала Швеция, тоже после спекулятивных атак. Для этих стран, например, переход на инфляционное таргетирование был вынужденным.

Вопрос: зачем нам ждать спекулятивных атак, с которыми мы не справимся, как 20 с лишним лет назад не справились более развитые страны, чем мы? Не проще ли сделать упреждающий шаг? Тем более, что ЦБ почему-то трясется над своими резервами, как видим, с начала 2000-х, считая их залогом стабильности. Не уверен, то это утверждение верно в настоящий момент. А при инфляционном таргетировании в этом нет смысла.

Все золотовалютные резервы всех центробанков Европы, если я правильно помню, не превышают то ли \$100 млрд., то ли 100 млрд. евро. Это не мешает ЕЦБ таргетировать инфляцию. Никаких проблем не создается стабильности европейской экономики, по крайней мере, в той части, в которой он за нее отвечает.

Австралия. Тоже очень необычная страна, поскольку очень активно завязана на ресурсы. Чехия, первая страна с переходной экономикой. Южная Корея, одна из самых высокотехнологичных стран Азии. Список длинный. Тут есть еще некоторое количество стран, включая, например, Индонезию. Если мы хотим, страну с уровнем развития не выше нашего, но таргетирующую инфляцию и считающую это довольно успешным – пожалуйста.

Поэтому сказать, например, что мы такая уникальная страна, что мы не можем ввести инфляционное таргетирование в силу каких-то причин, нельзя. В этом наборе представлены не менее уникальные страны, каждая из которых обладает частичкой, в том числе, и нашей уникальности, или того, что мы хотели бы у себя иметь как экономика. И все они спокойно проводят режим инфляционного таргетирования.

Итак, дальше все достаточно понятно. Короткая иллюстрация по поводу того, как сам Центральный банк между 8-м г. и текущим положением видел себе ситуацию. Из двух цитат достаточно четко видно, что Центральный банк не видит своей целью таргетирование обменного курса, а хочет таргетировать инфляцию, не отказываясь от валютных интервенций. По сути дела, все уже готово. Осталось просто сделать второй шаг. То есть, не то, что сделать второй шаг, а закончить шаг начатый ранее.

И я полагаю, что как раз это и делает руководство российского ЦБ. То есть, делает то самое движение второй ногой, которое должно было быть уже давно сделано. Но, к сожалению, дошли до него мы только сейчас. У этого много причин, как мне кажется, более административных, нежели связанных с экономикой. Мы не будем их разбирать.

Я хотел затронуть еще два важных вопроса на злобу дня (благо, у меня как раз почти 3 минуты). Я полностью согласен с утверждением, что момент перехода на инфляционное таргетирование получился крайне неудачным. Единственное, что я достаточно четко вижу как аргумент: жизнеспособность предыдущего режима денежно-кредитной политики, а именно таргетирование де-факто валютного курса с попытками постоянно встраивать в него инфляционные цели... Оно сейчас может дать колоссальный сбой, превратившись из хотя бы виртуального, номинального якоря, не работавшего в сложных ситуациях, как я пытался сказать, но тем не менее, успокаивавшего чьи-то умы, просто в проблему, балласт и источник очень большой нестабильности.

Так вот. Все же есть факторы за. Первое – это успех стран, перешедших на режим инфляционного таргетирования. Я хочу сказать, что есть страны, перешедшие с режима таргетирования валютного курса на инфляционное, но нет стран, вернувшихся обратно. Это очень хорошая иллюстрация. Представьте себе современный смартфон и старый телефон. Если бы у меня было чуть больше времени, я бы предложил вам поднять руки и спросил, у кого из вас современные смартфоны, а потом попросил бы поднять руки, кто захотел бы себе старый телефон.

Судя по всему, есть куча аргументов (но не в 20 минут), которые можно было достаточно четко изложить, чем таргетирование инфляции сильно превосходит валютное, чем оно гораздо более глубоко и серьезно.

Поэтому первый момент: переход имеет существенный позитивный эффект. От него, видимо, не хотят отказываться те, кто смог это сделать. В России достаточно развитая экономика... Наша экономика, которая поддается воздействию рыночных сил –

это то, что нужно. Низкая инфляционная среда. Пусть сейчас это, возможно, неверно (что отражено в рисках справа), но тем не менее. Последние три пункта – это, скорее, не факторы «за», а то, что заставляет двигаться. А именно, например, в части необходимости избежать эмиссионного финансирования.

По поводу пунктов против. Здесь их колоссальное количество. В первую очередь, конечно, это недоверие к ЦБ. ЦБ не смог доказать свою состоятельность в достижении целей по инфляции. И эта попытка усидеть на двух стульях дорого стоила его репутация. И плюс ускоряющаяся инфляция, неблагоприятная внешняя среда. Это в совокупности сейчас делает условия перехода на инфляционное таргетирование, наверно, самыми неудобными из всех известных истории примеров успешного перехода.

Теперь по поводу шансов, буквально завершая, последние 30 секунд. Что мы можем считать успехом? Даже если шансы малы, и 4-процентный ориентир ЦБ не будет достигнут в трехлетней перспективе, если Центральный банк серьезно будет переходить на инфляционное таргетирование, мы очевидно получаем первый момент (и вы это можете наблюдать своими глазами и слышать своими ушами) – улучшение коммуникации. Второе, увеличение предсказуемости инфляции тоже возможно, потому что на это начинают обращать гораздо больше внимания. В потенциале – снижение стоимости заимствований, если удастся добиться цели снижения инфляции. И большая стабильность динамики экономических показателей.

Все. Простите. Я свое время исчерпал.

**Ведущий.** Спасибо, Евгений Равхатович. Дмитрий Владимирович, два вопроса, пожалуйста.

**Мирошнichenko.** Жень, прежде чем задать тебе два вопроса, могу заметить, что я полгода проходил со смартфоном, а потом купил себе кнопочный телефон и счастлив. Два вопроса.

Новый инструмент денежно-кредитной политики – валютные РЕПО. То, что объявил ЦБ. Насколько кому поможет? Мне интересно твое мнение. Это более частный вопрос.

И более глобальный вопрос. Если представить ситуацию, что рынки капитала для России, для российских экономических агентов будут закрыты надолго, совсем закрыты, придется отдавать почти все, то что с нами будет? Если сможешь дать вкратце описание, то я буду благодарен. Спасибо.

**Надоршин.** Спасибо. Хорошо. Кратко. По поводу старого телефона. Дим, я знаю, что у тебя iPad. Поэтому это был бы третий вопрос, который я задал бы обладателям старых телефонов, поскольку в моем понимании как раз планшет в данном случае с телефонами 5 и более дюймов, которые в руке, мне кажется, держать уже неудобно, вполне конкурирует. Это жизнеспособно. Это его ниша. Поэтому здесь тоже все просто. Я знаю, как ты удовлетворяешь свою потребность в современных технологиях. И вот с iPad ты переходить, насколько я знаю, не хочешь. Поэтому здесь вот оно, пожалуйста.

Опять же, я отвечаю на вопрос таким образом. Инфляционное таргетирование, если мы переходим на мое объяснение, будет проступать. Это может быть не режим, таргетирующий инфляцию в чистом виде. Например, Федеральная резервная система так к этому и не перешла. Но если вы посмотрите, насколько поменялась риторика Федеральной резервной системы с приходом туда Бернанке по сравнению с тем, что делал Алан Гринспен (который любил загадки и формализовывать практически ничего нормально не был готов, уж точно не на уровне пресс-релизов), то это достаточно сильная перемена. И это крупнейший и не готовый в свое время перейти на инфляционное таргетирование регулятор.

Если вы посмотрите, как вообще поменялось взаимоотношение многих центральных банков с экономическими агентами в своих экономиках, то вы увидите, что уровень прозрачности сейчас де-факто вырос в отношениях подавляющего числа ЦБ со своими агентами в экономиках внутри и вовне. Поэтому без этого никак.

Касательно валютного РЕПО. В принципе, введение валютного инструмента рефинансирования я, конечно, считаю не очень успешным с точки зрения денежно-кредитной политики, в частности целей и задач инфляционного таргетирования. Почему? Потому что в некотором смысле это косвенная поддержка долларизации экономики, то есть потеря контроля над рублевой зоной. Меньший контроль. Простите, не о потере идет речь, но меньший контроль над рублевой зоной. ЦБ Российской Федерации как основной эмитент рубля должен быть в этом не заинтересован.

Но если вы посмотрите на структуру возможных операций крупнейших ЦБ мира, кстати, включая Банк Англии, Южной Кореи и ЦБ банка Швейцарии, которые прибегали к операциям валютного свопа с Федеральной резервной системой в момент острого дефицита 8-го г., и на структуру инструментов самой Федеральной системы, где валютные свопы не являются запрещенными, просто с 70-х гг. они ни разу не использовались (кроме экстренных случаев для предоставления ЦБ бругих стран в кризис), то понятно, что такие инструменты в непростой ситуации на рынке временно использоваться могут.

Почему ЦБ не пошел по пути наращивания операций в рамках валютного свопа и, может быть, увеличения его срока, а выбрал РЕПО – не знаю. Не выяснял. Не было времени подробно разобраться. Не скажу. Но у меня есть ощущение, что если Центральный банк сможет удержаться в рамках исключительно кризисных краткосрочных операций с этими инструментами (валютный своп уже тоже в игре по предоставлению валюты), то возможно, что никаких особых проблем здесь не возникнет.

Я полагаю, что срок использования этого РЕПО должен быть где-то в пределах не больше, чем полгода. Это основной период, когда у нас идет интенсивное погашение внешнего долга. Опять же, у нас доступны данные на 1-е октября. Мы видим, что частный сектор достаточно массивно рассчитывался в третьем квартале по долгам, когда в июле еще рефинансироваться было возможным. Там порядка 40 млрд. Но часть пришлась, естественно, на валютную переоценку рублевого долга.

Так вот, кому это поможет? Естественно, заемщикам в первую очередь. Судя по предложенным объемам в 1,5 и 2 млрд. на первом аукционе 27-го октября, речь не идет о том, чтобы удовлетворить всех. Он даже не пытается. Он, похоже, пытается вычлнить транзакционный спрос и предоставить ресурсы ему. Мы видим, что объем интервенций на валютном рынке за неделю сильно превосходит предложенный им объем в рамках этого РЕПО на ту же неделю.

Заемщикам. А госбанкибанки, это крупнейшие заемщики. Только на рынке евробондов у четырех крупнейших, включая ВЭБ, порядка \$50 млрд. Гасится это все не сейчас. Но, очевидно, их потребность внушительная. В этом нет сомнения. Отчасти удовлетворить ее может валютное РЕПО.

А второй момент был... Второй вопрос?

**Мирошнichenko.** Если надолго закроется.

**Надоршин.** Да, если надолго закроются рынки заимствования. Что я могу сказать? Учитывая, что необходимость сбить инфляцию формирует потребность в довольно жесткой денежно-кредитной политике, в частности в довольно высоких ставках, если не будут открыты рынки заимствований, то, в моем понимании, для экономики это однозначно рецессивный сценарий. Причем эта рецессия будет длиться 3-4 года и может оказаться довольно глубокой.

Я должен сказать, что этот сценарий видится мне как один из самых худших возможных вариантов развития событий. У него есть один плюс. Сама по себе цель по инфляции в такой ситуации будет достигнута очень быстро. Просто рецессия задавит экономическую активность, задавит спрос, и роста цен не случится. Нагляднейшая тому иллюстрация – это 2009-й г.

Я отмотаю табличку, чтобы вы могли посмотреть. В конце 2009-го г. инфляция составила 8,8%. Если кто помнит, мы начинали с порядка 14. И ожидания порядка 8-9% мало кто формировал. Российская экономика подвержена рыночным воздействиям. Она

достаточно здорова для того, чтобы прочувствовать всю тяжесть, допустим, высоких ставок и рецессии, если это будет необходимо. Никто ничего в цены не переложит. Производители будут умирать. И это большая неприятная часть истории. Производители, продавцы. Но зато инфляция будет задавлена очень быстро.

**Ведущий.** Большое спасибо. Дмитрий Владимирович, пожалуйста.

**Мирошниченко.** Конечно, тема очень большая и серьезная. Я, скорее, пунктиром обозначу, некоторые проблемы. Первая из них прозвучит уже знакомым образом. Женя этого коснулся. Возможно ли сохранять режим валютного таргетирования, возможно ли держать курс?

Давайте просто посчитаем. На 1-е октября по статистике ЦБ международные резервы России составляли \$450 млрд. с небольшим. Из них собственно на иностранную валюту, которая используется для интервенций, приходилось меньше 400 млрд. Сегодня с утра я посмотрел свежие данные по интервенциям с начала октября. Там \$9,3 млрд. Если еще вычесть из этих почти 400 млрд. интервенции, нефтяные фонды, которые принадлежат Правительству, но числятся за ЦБ, средства в СДР и резерве, позицию в МВФ, то окажется, что на вчера в полном распоряжении Центрального банка оставалось чуть меньше \$235 млрд. Это тот потенциал, которым он обладал для того, чтобы поддерживать курс рубля, если сочтет нужным проводить соответствующие интервенции.

Много это или мало? Сами по себе абсолютные цифры обычно мало что говорят. Зададимся вопросом: какой же размер валютных резервов может считаться достаточным для поддержания устойчивости национальной валюты? Для этого традиционно используется индикатор, на сколько валютных резервов страны хватит в месяцах для покрытия текущего импорта. Зоной комфорта считается размер резерва, который покрывает более чем полугодовой объем импорта. Минимально необходимым объемом считается резерв, который покрывает трехмесячный объем импорта. Все, что ниже 3 месяцев – это зона девальвации. Валюта этой страны, можно сказать, становится «сладкой булочкой» для спекулянтов.

Давайте считать дальше. Если брать последние 12 месяцев, ну, не совсем последние: с октября 2013-го по сентябрь 2014-го г. включительно, - то среднемесячный объем импорта по товарам и услугам у нас был чуть меньше \$38 млрд. Соответственно, зона комфорта – умножаем на 6. То есть, ЦБ должен обладать резервами свыше \$227 млрд. (округленно). Минимальный необходимый объем, чтобы все мировые спекулянты не оказались у нас в гостях – это резервы свыше \$114 млрд. По состоянию на вчерашнее утро в распоряжении ЦБ было 243 с копейками.

Сравнивая эти две приведенные выше цифры, мы понимаем, сколько денег Центральный банк может потратить. Если он хочет остаться фактически вообще без денег, то он дает рынку 120 млрд. Если он хочет задержаться на границе комфорта, то останется всего около \$7 млрд. потенциальных интервенций. Напомню, это меньше, чем было потрачено за первую половину октября. А с начала года было потрачено уже больше \$65 млрд.

О чем это говорит? Это говорит о том, что денег в любом случае не хватит. Учитывая те проблемы, о которых говорил Женя, с погашением долгов, прежде всего корпорациями, но и банковских долгов тоже, ситуация выглядит достаточно напряженной. Поэтому если даже ЦБ и захотел бы сдерживать курс, он этого сделать не смог бы.

Есть страны, которые пытаются каким-то образом выскочить из подобной ситуации и все-таки продолжают упорствовать во грехе. Они прибегают к достаточно модной в последнее время в медийном пространстве теме. Это ужесточение валютного контроля, контроля над потоками капитала. Но давайте посмотрим пример нашего ближайшего соседа с Запада, Украины, к чему может привести подобная политика.

Я посчитал по точно такой же методике достаточность покрытия резервами импорта в месяцах. И вы можете видеть, что дало стране удержание курса гривны. Как

известно, при прежних властях Украина проводила политику, которая была связана с удержанием на высоком уровне национальной валюты. Эта политика привела к тому, что резервы Нацбанка Украины таяли буквально на глазах и пробили вот этот минимальный порог в 3 месяца к ноябрю 2012-го г.

Что предприняли украинские власти? Был принят соответствующий закон, подписанный Януковичем. И на основании этого закона Нацбанк выпустил два постановления: введение обязательных 50% с продажи валютной выручки и сокращение срока возврата валютной выручки со 180 до 90 дней. Формулировка: «с последующей отменой после стабилизации ситуации на внутреннем валютном рынке и уравнивания платежного баланса Украины».

Вот этот момент на графике. Вот этот ноябрь. Он обозначен красным столбиком. График наглядно демонстрирует, что к осени прошлого года, к моменту началу всех этих событий на Майдане, ситуация не только не улучшилась, а ухудшилась. К осени 2013-го г. порядка 27% резервов Нацбанка Украины было потеряно, а дефицит текущего счета вырос на 20%.

Получается, как я уже сказал, упорствовать в грехе – себе дороже. Введение валютных ограничений не помогает. Причина в том, что ведение подобных ограничений воспринимают как слабость государства, как слабость экономики и как сигнал к тому, что, наоборот, надо интенсифицировать вывод капитала. Да, это становится чуть дороже, но тем не менее, деньги надо выводить.

Более того, в странах со слабыми институтами крупный бизнес во многом связан с правящей политической элитой. И там даже издержки особо не растут на подобные операции. Поэтому вряд ли стоит рекомендовать руководству нашей страны, руководству Центрального банка идти путем наших географических соседей.

Следующий вопрос: насколько на курс национальной валюты можно влиять ставками? Это тоже достаточно интересный и актуальный вопрос. Актуален в связи с тем, что курс не сам по себе существует, а он приносит существенную прибавку в инфляцию, поскольку мы зависим от импорта очень сильно.

Для сравнения я привел тут две страны, которые чем-то похожи на Россию. Во всяком случае, находятся в какой-то одной весовой категории. Первая – это Бразилия. Женья о ней тоже говорил. Давайте проинтерпретируем этот график. Здесь зеленая линия – ставка рефинансирования. Это дна из ставок Банка Бразилии, потому что там много ставок. Тут указана именно та, по которой он предоставляет ресурсы коммерческим банкам по умолчанию, скажем так. И синяя линия – это аналогичная ставка Центрального банка России. Вот их динамика с начала 2011-го г. И вот курс рубля к бразильскому реалу.

Мы видим, что до какого-то момента динамика ставок, действительно, влияла на соотношение курсов рубля и реала. Но последний год – полтора эта динамика начинает ломаться. Несмотря на то, что Центральные банки Бразилии и России проводили свою политику, курс стал жить чуть-чуть своей жизнью, хотя иногда достаточно чутко реагируя на действия регуляторов.

Вторая страна, которая нам ближе географически – это Турция. Её тоже часто используют для сравнения динамики курсов валют развивающихся стран. Здесь те же самые две кривые: ставка Российского центрального банка и Турецкого центрального банка. Здесь волатильность курса значительно выше.

Мы видим момент, когда лира упала совсем низко, и в этот момент ставка Центрального банка Турции была на очень низком уровне. И ставка была повышена, если верить графику, то в разы. Но фактически там не было такого большого скачка, поскольку это один из инструментов рефинансирования. Просто банки переключились на использование другого инструмента рефинансирования, который оказался дешевле. Реальный скачок ставки рефинансирования был очень существенный, но не столь драматичный.

Обратите внимание на динамику ставок и динамику курса где-то с середины этого года. Несмотря на то, что ставки в Турции снижаются, а в России растут, рубль падает по отношению к лире. Получается, что ставки в данном случае практически ни о чем не говорят. Они не действуют.

И самый популярный график, может быть, самый понятный для нашего понимания. Реал и лира – это хорошо, но есть же доллар. Та же самая ставка Центрального банка России и курс рубля к доллару. Здесь мы можем видеть, что ставка также перестает действовать. Опять же, середина этого года. Несмотря на рост ставок, рост доходности рублёвых активов, рубль продолжал падать, причем достаточно стремительно.

Главное объяснение подобной динамике рубля к доллару состоит в том, что курс рубля сейчас во многом определяется не из соотношения ставок, а определяется политическими рисками. А политические риски отличаются такой особенностью, что о доходности уже люди не думают. Люди думают о том, чтобы сохранить деньги. Это сказывается, прежде всего, на динамике оттока капитала.

Я хотел привести какие-то графики, таблицы с самыми последними данными и по банковскому сектору, и по платежному балансу. Но потом сдержался, поскольку сейчас происходит какая-то такая трансформация банковской системы. Мы находимся в середине перехода. Надо сначала переосмыслить, понять, куда мы выйдем, в какую точку.

Главный вывод, который я для себя сделал из анализа нескольких предыдущих лет нашего экономического развития – это то, что процентная политика в такие моменты, как сейчас переживаемый страной, тоже не очень эффективна в воздействии на курс национальной валюты, который, в свою очередь, достаточно активно влияет на динамику инфляции.

Теперь перейдем к этой самой инфляции. Давайте посмотрим, насколько наш Центральный банк амбициозен в своих планах. Те же самые Бразилия и Турция. По сравнению с двумя выбранными мною странами мы, можно сказать, поамбициознее, поскольку целевой ориентир такой же, как у Бразилии, пониже, чем у Турции. Но у нас только на 15-й г. 4,5, а дальше 4%, это не отражено в той таблице. Но этот плюс-минус, эта вилочка, говорящая о допустимом отклонении, в России поменьше, чем в сравниваемых странах.

Центр развития провел модельные расчеты разных сценариев, чтобы понять, может ли теоретически ЦБ попасть в эту вилку. По этому году наш прогноз: инфляция будет 8,5%, где 3,5 пункта – это вклад девальвации, продовольственных санкций. Плюс, рост цен на то же самое продовольствие, не связанный с санкциями, прежде всего, на мясо, внес очень существенный вклад в инфляцию.

2015-й г. Первый сценарий, совсем хороший: санкции отменяются, нефть растет, и происходит ряд других позитивных улучшений внутри экономики. В этом случае в эту вилочку попадаем. Как раз чуть меньше 6% получается инфляция. В остальных сценариях – нет, никак не попадаем. С одной стороны, такие расчеты носят вероятностный характер. Но нам самим хотелось посмотреть, существует ли вообще такая траектория, на которую мы можем выйти и вписаться в эту вилку, которую нам предлагает Центральный банк. Шансов мало, но теоретически такая траектория существует.

Теперь чуть-чуть к рефинансированию банковской системы. Меня очень тревожит то, что происходит с банковской системой. Тревожит хотя бы потому, что я, честно говоря, перестал до конца понимать, что там происходит. Я вижу, что плохо, но не понимаю, почему.

Одним из отражений такой ненормальности существования системы является доля средств Центрального банка в обязательствах. Здесь показан кризисный пик – 13,8. Сейчас у нас 11,6%, по состоянию на 1-е сентября. Это без ВЭБа. С ВЭБом – 11,5. А вот сбоку табличка – это количество банков с долей ЦБ в обязательствах свыше 10%. Если смотреть на эту зависимость от средств ЦБ, ориентируясь на количество банков, то окажется, что мы уже превысили пиковый уровень кризиса. Почему 10%? По первой

профессии я банкир, и в моем понимании, если банк не может привлечь деньги на рынке, а ориентируется на деньги ЦБ, то что это за банк такой? 10% - это максимум, сколько может быть у более-менее нормально работающего банка.

Напомню, 11,6% средств Банка России в обязательствах у всей банковской системы. Европейский центральный банк тоже проводил масштабные операции по рефинансированию, но доля его средств в обязательствах европейских банков находится на уровне порядка 2%. Это для понимания масштабов того, что у них и что у нас.

Кроме того, нельзя не отметить, что к таким большим масштабам рефинансирования ЦБ сам себя подталкивает, жестко ограничивая рост ставок по депозитам физических лиц. В результате возникает очень серьезная диспропорция на финансовых рынках, которая отражается на всей экономике. Люди просто перестали нести средства в коммерческие банки. в том числе и поэтому ЦБ вынужден банковскую систему поддерживать на подпитке своими кредитами через капельницу.

Я уложился практически полностью. У меня осталось 30 секунд. К вопросу о том, есть ли шансы на успех. Я пытался показать, что даже если понимать под успехом попадание в эту вилку 4,5% плюс-минус 1,5, то шансы есть, пусть и достаточно условные. Но скажу, что с моей точки зрения, успехом денежно-кредитной политики ЦБ станет недопущение того, чтобы экономика пошла просто в разнос в результате вливания огромного количества денег, которое приведет к очень сильной разбалансировке экономики. И с этой точки зрения декларируемая политика инфляционного таргетирования выглядит, пожалуй, наиболее вменяемой.

**Ведущий.** Спасибо. Вопросы, Евгений Равхатович.

**Надоршин.** Я не буду задавать очевидный: «Согласен ли ты со мной?» У меня есть два вопроса. Первый. Дим, у тебя есть графики со ставками. И ты показываешь основную базовую, ставку рефинансирования, ключевую – у кого как. И тут же в Турции говоришь, что они переключились на инструмент подешевле, но это не совсем то же самое. А вот в случае с рублем-долларом и ставкой ЦБ, не произошло ли у нас того, что ставка ЦБ выросла, но на самом деле она осложнила жизнь только банкам? А банки – посредники. Поэтому создавать отток капитала могут только в ограниченном объеме. И спустя какое-то время исключительно за счет спекуляции, то есть открывая краткосрочную валютную позицию. А основной отток капитала создается в нефинансовом секторе предприятиями, физлицами. И ты сам об этом упомянул. Однако ставки по рублевым депозитам и тех, и других не компенсируют рисков сбережений в рублях.

Например, на конец 2013 года, когда мы уже начали замечать давление на рубль, они практически не выросли. Они сейчас, до недавних новостей были на уровне июня 2013-го. Может, в этом проблема? Не в ставке ЦБ, а в том, что сам Центральный банк, проводя одной рукой разумную денежную-кредитную политику, закрыл канал передачи от денежно-кредитного рынка в рынок физических лиц, в первую очередь в депозиты. В кредиты все попало в нужном объеме. А вот в депозиты физлиц и в депозиты юрлиц – нет. Поэтому мы и наблюдаем тот курс, который видим сейчас. Это еще одна ошибка Центрального банка, к сожалению...

**Ведущий.** Это уже выступление, а не вопрос.

**Надоршин.** Да, прошу прощения. Хорошо. Это первый вопрос.

**Мирошнichenko.** Можно я сразу отвечу?

**Надоршин.** Хорошо.

**Мирошнichenko.** Мне проще сразу отвечать. Насчет депозитов физлиц. Могу открыть именно слайд, где я показывал эту разбалансировку. Это однозначно так. И ты своими словами подтвердил мой тезис о том, что в эпоху политических рисков ставка не является таким мощным и значимым инструментом для влияния на курс. Действительно, у нас основной отток по линии предприятий. И здесь хочешь, не хочешь – приходится покупать. Но это политика.

**Надоршин.** Почему? А если бы ставка по депозиту была 15%, 20% в рублях?

**Мирошниченко.** Здесь у нас есть проблема. Помимо того, о чем мы говорим, ЦБ таким образом сдерживает ставки. Он же не повышал свою ставку последнее время, несмотря на все перипетии с курсом и со всеми другими делами. Это тоже политика.

Кроме того, у нас в экономике, плохо действуют передаточные механизмы если не брать валютный рынок... Валютный рынок очень хорошо реагирует на все. А вот все остальное, особенно трансформация сигналов ДКП на кредитный рынок, не столько хорошо. У нас экономика не очень хорошо работает, чтобы на эти сигналы сразу же с большой эластичностью надлежащим образом реагировать. Это тоже важная проблема. Но когда ты говоришь, что если бы 15 по депозитам, для этого и ставка ЦБ должна была быть гораздо выше.

**Надоршин.** Конечно. Я думаю, что нынешняя 8 так просто \*.

**Ведущий.** Не превращайте в дискуссию.

**Надоршин.** Да. Извините, хорошо. Простите.

**Ведущий.** Второй вопрос. Или про 15-20 второй вопрос?

**Надоршин.** Хорошо. Я использовал, считайте, два вопроса. Вот если бы она была 15-20? Я утверждаю, что даже если бы она просто была 15, неужели бы такой же курс сложился? По депозитам предприятий и физлиц, например, срок год.

**Мирошниченко.** Смотрите, по депозиту предприятий ставка не администрируется. Поэтому она и оказалась выше ставки по депозиту физлиц, существенно выше. Но там для нормального банка встает вопрос маржи. Работать планомерно в убыток могут себе позволить далеко не все. Опять же, с учетом очень высоких рисков (в данном случае я не смогу разделить: политические, экономические или еще какие-то), просто очень высоких рисков в экономике...

Поставь себя на место владельца какого-то бизнеса. У тебя есть остатки. В каких банках ты сможешь их разместить? Ты их согласен разместить, но учитываешь, что в случае чего теряешь все. А интенсивность отзыва банковских лицензий и, что хуже, причин, по которым отзывается лицензия велика. Ведь сейчас часто лицензия отзывается по причине того, что хозяева банков, видя то, что бизнес нерентабельный, в лучших традициях 90-х забирают деньги со словами: «Кому должен – всем прощаю». Опять же, эти риски настолько велики, что получается несовпадение: почему предприятие готово дать банкам деньги, и почему банки готовы брать депозиты, чтобы не работать в совершенно очевидный убыток. Это проблема одна из центральных для нашей сегодняшней экономики.

**Ведущий.** Спасибо, Дмитрий Владимирович. Сейчас мы переходим к сбору вопросов в аудитории. Но сначала я хотел бы поприветствовать сопредседателей, которые все-таки прибыли. Состоялось важное событие в этот момент. Сопредседатели вновь с нами, и мы рады их приветствовать.

Давайте. Собираем в аудитории вопросы. Сейчас мы начнем слева. Будьте добры, поднимите руку, кто хочет задать вопрос. Пожалуйста, называйтесь и говорите, кому вы задаете этот вопрос: Дмитрию Владимировичу или Евгению Равхатовичу.

**Муж.** Добрый вечер! А сколько вопросов можно задать: два или один?

**Ведущий.** Раз вы подняли руку первым, давайте два.

**Муж.** Хорошо. Вопрос Евгению Надоршину. Два вопроса. Первый сложнее. Что, по-вашему, лучше? Центральному банку пересматривать свои цели с учетом того, что он их не достигает, пересматривать их в сторону каких-то более реальных, которые он с большей вероятностью достигнет? Потому что 4% он вряд ли сможет до 16-го г. Это маловероятно. Или все-таки ему лучше оставлять свои цели, потому что если он будет постоянно их пересматривать, это будет сказываться на его репутации?

Второй вопрос, наверное, обоим докладчикам. Денежная база расширяется за счет ставки рефинансирования. Насколько она перспективна? Чем ее можно заменить?

Кажется, что в России она смотрится немножко экзотично. Не факт, что она может быть устойчива в долгосрочной перспективе. Чем ее можно заменить? Залоги заканчиваются, и так далее. Чем ее можно заменить? Вот два таких вопроса.

**Валентина.** \* Валентина, экономический факультет. Вопрос тоже к обоим докладчикам. Если мы вспомним 98-й г., то помним, что удалось обуздать эту спекулятивную мощнейшую атаку на рубль и вообще на валютно-финансовую систему страны только благодаря ужесточению валютного контроля. Помните, с 50% до 70% была поднята норма обязательной продажи и так далее.

У нас сейчас в определенном смысле тоже форс-мажорные обстоятельства. И многие эксперты предлагают вернуть валютный контроль. В частности, предлагают ввести норму обязательной продажи валюты. Как вы относитесь к этому предложению? Спасибо.

**Зубов.** Если можно одну реплику, и тогда вопрос.

**Ведущий.** Реплику можно, но не сейчас.

**Зубов.** В комментариях к тому, что сейчас происходило. Вы друг другу задавали вопрос о том, что будет происходить, если будет большая процентная ставка по депозитам. Опять же, если сравнить Украину и Россию, то в Украине достаточно высокая процентная ставка по депозитам. И ничего в этом смысле особо отличного не происходило до кризиса. Я не имею в виду сейчас всякие военные дела.

**Ведущий.** Представьтесь, пожалуйста.

**Зубов.** Моя фамилия Зубов, меня зовут Таур Сергеевич. Я представляю Донецкий национальный технический университет.

Вопрос такой. Есть ли сегодня, сейчас возможность успеха для Центрального банка и для всей макроэкономической, монетарной политики в России с точки зрения разворота на другие альтернативные рынки капитала? То есть привлечение капитала не с западных рынков, а с азиатских или с каких-то других?

**Ведущий.** Понятен вопрос.

**Антон.** \* Антон, экономический факультет, магистрант. У меня вопрос, наверное, к Дмитрию Владимировичу. Вы сказали, что ключевая ставка не повышалась последнее время. Последний раз повышалась, по-моему, 25-го июля. Имеется в виду осень, когда с валютным курсом уже пошли большие проблемы.

Лично мне кажется, что повышение ключевой ставки в таких сложных условиях, с которыми столкнулась наша экономика, может губительно влиять на ситуацию, то есть приводить к оттоку капитала. Вы сами сказали, что последнее время политические риски уже рулят, а ключевая ставка инфляцию не контролирует. Можете по-простому ответить, что дальше надо делать именно со ставкой? Стоит ли ее повышать? Потому что ЦБ снижать ее точно не хочет. Мне кажется, что стоит снижать. Всё.

**Ведущий.** Спасибо.

**Вопрос.** у меня вопрос к обоим докладчиками, касающийся ситуации с ценой на нефть. Идет явное снижение, причем сильное. Зачастую традиционно это приводило к изменению курса. С учетом большой зависимости от импорта это автоматически влияет на инфляцию. В этой ситуации что может и может ли вообще сделать Центральный банк?

**Вопрос.** Позвольте мне воспользоваться служебным положением и тоже задать вопрос. Повышение цен импортной корзины на 5% и повышение цен экспортной корзины на 5%. В каком случае Центробанк, вы ожидаете, будете повышать ставку, руководствуясь политикой инфляционного таргетирования?

**Митяев.** Дмитрий Митяев. Вопрос к обоим докладчикам. Я бы хотел спросить вас. У нас тема диспута – «Есть ли шансы на успех у Банка России с ДКП в 15-м году?» То, что было сказано, и те цифры, которые мы знаем, по последним ДКП... Мы никогда не достигали цели по инфляции. Только случайно, мы видели, они когда-то были достигнуты. При этом, я не знаю, таргетирование курса – это вообще отдельная тема. По-моему, наш Центральный банк его тоже не таргетировал.

Но все-таки какая цена вопроса? Должна ли денежно-кредитная политика и ее результаты оцениваться в более широком контексте с другими политиками: макроэкономической, структурной, экономической безопасности? Было сказано, что, может быть, цена будет 3-4 года глубокой рецессии за то, что будет инфляция сбита. Но мы это видели уже два раза в своей истории: в 98-м г. и в 2009-м г., когда нам в каком-то смысле...

**Ведущий.** Это уже выступление.

**Митяев.** Да, я прошу прощения. Я хотел бы спросить. Нужно ли всякий раз нашему Центральному банку наступать на те же самые грабли и сжимать денежную массу с тем, чтобы получить те последствия, которые мы уже два раза получили? Спасибо.

**Абрамова.** Абрамова, Финансовый университет. У меня вопрос сразу к двум диспутантам. Наша тема – «Есть ли шансы на успех?» Я бы хотела, чтобы каждый из вас очень коротко ответил: «Нет, потому что», - или: «Да, потому что». Если нет, то скажите, пожалуйста, какая должна быть цель денежно-кредитной политики 15-го г.? Спасибо.

**Татьяна Анатольевна.** Татьяна Анатольевна, экономический факультет. У меня вопрос к Евгению Равхатовичу. Вы в заключительной части вашего доклада сказали и в заключительном слайде показали, что даже если целевой ориентир 4% не будет достигнут за 3 года, это окажет положительное воздействие на экономику и изменит отношение к Центробанку в положительном смысле. В чем будет выражаться это положительное воздействие на экономику? Обычно если целевой ориентир в политике(?) не достигается, то уровень доверия экономических агентов падает, и экономика становится менее управляемой. Спасибо.

**Каурова.** Каурова Наталья, кандидат наук, Финансовый университет. У меня первый вопрос к Дмитрию Владимировичу.

**Ведущий.** Уже один можно вопрос.

**Каурова.** Дмитрий Владимирович, в вашем тезисе, который заявлен в программе, вы говорите о том, что в условиях наступающего системного кризиса нерационально требовать от Центрального банка проведения политики стимулирования роста в рамках умирающей системы, задача – не дать системе рухнуть.

Скажите, пожалуйста, о какой системе идет речь? Вы имеете в виду финансовую систему или экономику в целом, то есть финансово-экономическую систему? Подразумеваете, что финансы как механизм воспроизводства в данном случае играют определенную роль в экономической системе.

И в связи с этим вопрос в части инфляции. Понятно, что у нас инфляция носит не монетарный характер. По сути, это не инфляция спроса. Это инфляция издержек. Достаточен ли инструментарий Центрального банка в целях борьбы с данной инфляцией?

К Евгению вопрос следующий...

**Ведущий.** Хватит.

**Каурова.** Спасибо.

**Петр.** Петр, «Металлинвестбанк». Дмитрий Владимирович, такой вопрос. Я понял, что Евгений в общем согласен с тем, что нужно не держать курс, не проводить интервенций и повышать ставки, по большому счету. Вы с этим тезисом согласны или нет? Вот как оппонент в диспуте.

**Ведущий.** Спасибо. Еще один вопрос вижу вот здесь. Что же вы раньше-то молчали?

**Екатерина.** Вдохновения не было. Здравствуйте. Екатерина, Финансовый университет. Мой вопрос к обоим выступающим. Как вы относитесь к инструменту оценки инфляции – индексу потребительских цен с точки зрения адекватности прогнозирования, расчета? И как вы относитесь к такому предложению, как расчет региональных индексов потребительских цен, выбор медианного(?) значения? Будет ли это более адекватно?

И еще такой маленький комментарий к этому. Пример Европейского союза. Они не прогнозируют инфляцию. Они таргетируют инфляцию, но они не используют в качестве операционной цели прогнозное значение инфляции просто потому, что территория большая. Вот для России тоже вопрос достаточно серьезный. Спасибо.

**Ведущий.** Спасибо. Еще один вопрос появился. Вопросы всё новые и новые.

**Тамара Васильевна.** Будьте любезны, скажите, пожалуйста... Вот у меня такой вопрос. Сейчас существует две точки зрения по поводу количества отозванных лицензий коммерческих банков. По последним данным их 80. Вот сегодня прочла. Существует две точки зрения. Одна точка зрения, что это оздоровит экономическую ситуацию, потому что отзываются лицензии у банков слабых, неконкурентоспособных и так далее. А вторая точка зрения, что наоборот, это усиливает монополизацию регулирующего государства, и это не будет на пользу банковской системе. Я хотела бы обоим докладчикам задать вопрос.

**Ведущий.** Представьтесь, пожалуйста.

**Тамара Васильевна.** Тамара Васильевна \*, факультет глобальных процессов.

**Ведущий.** Спасибо. Таким образом, мы завершили сбор вопросов. Пожалуйста, Дмитрий Владимирович.

**Мирошниченко.** Спасибо. Я пойду сверху по списку, хотя, конечно, больше вспоминаются последние вопросы. Денежная база. Я попытался показать на предпоследнем слайде, что мне совершенно не нравится эта ситуация, абсолютно не нравится, категорически не нравится. Позволю такую аналогию. Машина не едет. Думаем: наверное, бензина нет. Деньги – это аналог бензина. Давайте в бензобак еще топлива нальем. А он уже полный. Ладно, еще один бензобак присобачим. Потом еще. Выкинули задние сиденья. Багажник и всё пространство уставлено дополнительными канистрами, а машина не едет. У нее движок клинкнуло. И достаточно, не знаю, искры, спички, чтобы все это вспыхнуло.

Если не работают трансмиссионные механизмы в экономике, если эти деньги не могут пойти, по-простецки говоря, в дело, если они не могут быть инвестированы с надлежащей доходностью, с приемлемым уровнем риска внутри экономики, то накачивать такую систему деньгами – это очень опасно.

Введение валютного контроля. Была такая страница в нашей истории. Это было не введение, это было ужесточение. Он существовал и был ужесточен, а это совсем не та же самая история. Когда у тебя существует система ограничений, и она ужесточается, это понятно. А когда была свобода, и вдруг эта свобода отбирается, это трактуется совершенно иначе экономическими агентами. Я пытался показать пример Украины, где ни к чему хорошему это не привело. Ситуации 98-го г. и 2014-го тоже отличаются. Мы, двигаясь по спирали, перескочили 98-й и, скорее, приближаемся к началу 90-х по тому, что творится у нас в экономике.

Украина. То, что были высокие ставки. Я смотрел на банковскую систему Украины. Я не занимаюсь специально этой страной, просто в силу профессии иногда приходится смотреть. Кроме того, когда я еще работал в банковской сфере, я общался с ребятами-рисковиками с Украины, ездил в гости, пытался держать руку на пульсе.

Могу сказать, что когда я осенью прошлого года бросил взгляд на высокие ставки, вообще на то, как живет украинская банковская система, у меня волосы встали дыбом. При таких ставках, точнее при таком наборе всех ставок, я не понимаю (опять же, как банкир), как банковская система может выполнять свои основные функции. В моем понимании, к осени прошлого года украинская банковская была если и не была в руинах, то весьма напоминала что-то подобное.

О чем мы с Женей говорили, когда я ему отвечал на его вопрос? У нас сейчас сложилась ситуация несовпадения ставок. Возьмём деньги населения. Я, условно говоря, меньше чем под 13% вообще не понесу в банк. А банкам запрещено принимать деньги выше, чем под 11,5. Банк остается без денег, я – без процентов. Но если эта ситуация

выровняется на уровне 15-20%, то опять же, я не буду уверен, что это будет свидетельствовать о каком-то оздоровлении. Скорее, это зафиксирует тот негатив, в котором мы существуем. Это очень тонкая материя, ведь, в реальной экономике есть целый набор ставок. И они должны быть между собой быть согласованы, надо смотреть, насколько они вписаны в общую экономическую политику.

Разворот на альтернативные рынки. Тоже была модная тема. Сейчас, наверное, все уже поняли, что это не совсем серьезно. Да, в Азии можно поднять деньги, если мы имеем в виду ту Азию, которая Шанхай, Сингапур, Гонконг. Но, во-первых, заместить все западные деньги (Европа, США) – это нереально. Это не те объемы, чтобы полностью заместить. Это первое. Второе, азиаты – еще те переговорщики. Если они видят, что вам деваться некуда, вы будете платить по полной. Премия у вас будет колоссальная к той ставке, которую вы могли бы получить, если бы рынки были открыты.

Если говорить об арабских странах, об исламском банкинге, то это нереально в ближайшие годы хотя бы с точки зрения отсутствия соответствующей нормативной базы в российском законодательстве. Насколько я помню, у нас только один банк на какую-то символическую сумму разместился, не более того. Повторю, там есть проблемы, прежде всего законодательного характера. И их не разрешить в ближайшие 3-5 лет, если мы прямо сейчас начнем перестраивать нашу правовую систему.

Повышение ключевой ставки: повышать, снижать. Когда я говорил, что ЦБ не повышал ключевую ставку последнее время, несмотря на то, что вообще ставки в экономике растут. И я здесь, скорее вижу некую политическую составляющую, поскольку после последнего повышения руководство ЦБ оказалось под жесточайшим прессингом со стороны разных кругов. И вынуждено лавировать. Политика – искусство возможного, как говорил товарищ Ленин. В данном случае руководство ЦБ существует не само по себе. Оно существует в определенной политической парадигме, в определенной политической системе. И поэтому чисто экономические вопросы зачастую приобретают серьезное политическое значение.

Снижение ставок, на мой взгляд, было бы очень плохим сигналом. Во всяком случае, для меня, поскольку ни к чему хорошему это не приводит с точки зрения экономики. Это безусловный плюс спекулянтам, тем же самым банкам, которые собрались спекулировать на деньгах ЦБ. Их это порадует. Но зачем давать спекулянтам деформировать и без того деформированные рынки – я не понимаю.

Цены на нефть. Сейчас поговорила, что российская экономика есть некая такая функция цены на нефть. Кстати, я присутствовал на семинаре, где показывалось много математических моделей, где динамика роста ВВП до 11-го г. в России от цен на нефть не очень хорошо зависела. А вот если взять вторую переменную – динамику ВВП еврозоны, то модель ведет себя очень хорошо. Поэтому когда мы говорим, что мы введем санкции, и еврозона опустится в пучину рецессии, то это будет очень сильный обратный удар по нашей экономике.

Понятно, что ЦБ нацеленно не может повлиять. Он должен реагировать на потенциальное ухудшение платежного баланса. Мне действительно очень тяжело сказать, что он должен сделать. Исходя из экономической логики, он должен повышать ставку. Но здесь, опять же, вступает эта политическая парадигма: насколько ЦБ волен и свободен в своих решениях. С точки зрения, опять же, экономики представляется, что без повышения ставок в сложившейся истории обойтись тяжело. И это непонятно, почему все говорит за то, что ставка должна быть повышена, а она не повышается.

Я не готов с ходу ответить на этот вопрос. Если будет какой-то таймаут, то потом... Мне реально надо подумать.

Насчет сжимания денежной массы. Денежная масса – это отражение спроса на деньги. Когда денежная масса перестает расти, это отражает снижение спроса на деньги со стороны экономических агентов. Я думаю, что вряд ли найдется кто-то, кто скажет, что это не естественно в условиях стагнации, а уж тем более балансирования на грани

рецессии. Просто деньги не нужны. Соответственно, спрос падает, денежная масса перестает расти. Это естественный процесс.

И очень здорово, что он происходит. Меня бы очень сильно тревожило, если бы страна жила в условиях стагнации, не говоря уж о рецессии, а денежная масса какими-то безумными процентами прирастала бы. Вот это меня бы тревожило. Поэтому не знаю, что здесь добавить.

Прекрасный вопрос: «Оцените шансы на успех». Я в своем выступлении пытался отразить свой умеренный оптимизм, сказать, что да, шансы на успех у ЦБ есть, даже вне зависимости от того, достижение какой цели считать успехом. Существует некоторый шанс на успех, если расценивать снижение инфляции до уровня, когда попадаем в эту вилку. Существует такая траектория экономического роста.

Я больше склоняюсь все-таки к мнению, которое достаточно сжато высказал в конце выступления. На мой взгляд, успехом будет как раз удержание экономики от кризиса. Вот этот пассаж, который вы цитировали, больше публицистический, он написан в публицистическом ключе. Но именно в плане контроля ситуации с финансами – задача ЦБ не дать проскочить середину 90-х гг. и не обратиться к началу 90-х гг., когда масштабная денежная эмиссия приводила лишь к огромной инфляции, а ни к чему хорошему не приводила. У Центрального банка основная задача, на мой взгляд – это служить неким таким якорем, который позволил бы экономике не падать дальше.

О росте говорить не приходится, поскольку ключевые проблемы роста российской экономики лежат далеко за пределами денежно-кредитной политики и не решаются денежно-кредитной политикой. Тут возвращаюсь к своей аналогии с не едущей машиной, когда движок клиннуло. Топливо здесь не поможет, какое вы ни заливайте.

Вот как раз следующий вопрос: какая система должна рухнуть, дайте комментарий по инфляции. Не то, что должна рухнуть. Если не будут проведены необходимые политико-экономические реформы, то наша нынешняя экономическая система может рухнуть. Ведь она уже не работает, она дошла до предела. Мы не можем расти на основании парадигмы, которая существовала на растущих ценах на нефть. Сейчас экономика очень существенно деформирована. Надо эти деформации выпрямлять.

С немонетарными фактами роста инфляции. У ЦБ нет инструментария, если мы говорим про ДКП. Если мы говорим про какие-то административные вещи, участие в формировании госполитики по увеличению тарифов на ЖКХ, на услуги и товары естественных монополий, наверное, вот это можно назвать каким-то инструментом условно. На монополизацию российской экономики, которая тоже вносит свой вклад в инфляцию, ЦБ тоже повлиять не может, если только не говорить о монополизации банковского сектора, которым он управляет.

Согласен ли я с Евгением? В общем, да. Так получилось, что согласен. Выяснилось, что согласен.

ИПЦ. Дело в том, что существует мнение о том, что надо таргетировать не ИПЦ, а базовую инфляцию. Проблема в том, что индекс потребительских цен является наиболее простым инструментом, понятным инструментом. Не факт, что в наших условиях, использование более сложного ориентира приведет к каким-то плюсам. Во всяком случае, этот вопрос требует дополнительного исследования. Я его не проводил, поэтому не могу ответить однозначно на этот вопрос. Есть такое общее правило, что в сложных ситуациях надо пользоваться более простыми решениями. Они часто бывают более адекватными. Исходя из этого, может быть, ИПЦ в данный момент – лучшее решение. Хотя теоретически, может быть, базовая инфляция была бы более адекватным ориентиром. Хотя тут, конечно, возникает проблема, как ее считать. У нас это тоже большая проблема.

И совсем узкий вопрос по банкам: отзыв лицензий – это хорошо или плохо? У тех банков или кредитных организаций, у которых лицензии отзываются сегодня – да, это хорошо. Хорошо, что таких организаций (честно говоря, я бы не называл их банками) становится меньше. Они не играют никакой положительной роли в экономике.

Монополизация российской банковской системы, ее огосударствление идет через другие каналы, не через отзыв лицензии. Через те же самые преференции, которые госбанки имеют как со стороны государства за минусом ЦБ, так и со стороны самого ЦБ. Отзыв лицензии здесь я бы не стал прицеплять паровозом.

**Ведущий.** Евгений Равхатович.

**Надоршин.** Да, спасибо. Я начну по порядку. Но я там немножко объединяю, группирую вопросы. Мне кажется, так будет проще отвечать. Я надеюсь, что я не пропущу все нужные.

Первый вопрос, насколько я помню: держать ли цели денежно-кредитной политики постоянным или менять их по ситуации. Смотрите, какая ситуация. В подавляющем большинстве случаев, переходя к режиму инфляционного таргетирования, есть возможность выбрать коридор и точечный ориентир с возможным отклонением в стороны.

Более того (на моих слайдах это было), существуют варианты, когда не укладываются ни в коридор, ни в точечный ориентир с допустимыми интервалами отклонений. В этом случае самый важный момент заключается в следующем. Центральный банк должен быть готов четко, наглядно и понятно объяснить (должен быть в состоянии это сделать), почему это отклонение произошло, и что он сделал для того, чтобы или отреагировать на него, или не реагировать на него. Это самый важный момент в данном случае.

Смотрите, что есть. У многих центральных банков, которые перешли на режим инфляционного таргетирования, в основных документах, которые определяют этот режим, есть так называемый *escape clauses*, назовем их «извиняющие обстоятельства». Я не придумал лучшего перевода на русский. Это есть причины, по которым он может не реагировать на некоторые шоки в инфляции.

Например, у пионера центральных банков, перешедших на инфляционное таргетирование, ЦБ Новой Зеландии таких извинений несколько. Первое из них (я сейчас сразу затрону ряд вопросов) – это изменение условий внешней торговли. На них можно не реагировать. Почему? Все очень просто: потому что это разовый временный шок. Ну, выросла цена на нефть на 5% или упала, ну, сильно она выросла или слабо. Это разовый шок. Центробанку нужно просто очень аккуратно и четко объяснить экономическим агентам, что этот шок рассосется. Будет полностью включен в инфляционные изменения первого круга (это очень важный момент) в течение какого-то периода времени, но не приведет к устойчивому отклонению инфляции от цели. И я сообщаю даже заранее и публично, что на это я как ЦБ реагировать не буду, даже если инфляция выходит за мои интервалы.

Что важно? И у Центрального банка Новой Зеландии это есть. Я должен остановить проникание этого эффекта глубже. То есть, явления второго и третьего круга эффектов, когда повышенные цены на нефть, например, идут в бензин транспортных компаний, а через них на стоимость перевозки и начинают растекаться по экономике повышая инфляцию во многих других секторах. Вот эти эффекты я должен подавлять. Они, в идеале, достаточно неплохо отражаются в инфляционных ожиданиях. Поэтому задачу можно даже упростить, если вы в первую очередь ставите себе цель реагировать на изменение инфляционных ожиданий, а не на шоки.

По поводу извиняющих обстоятельств. Первое, изменение условий внешней торговли. Второе, чем, кстати, ЦБ Новой Зеландии неоднократно пользовался... Канонический пример. По возможности буду использовать, потому что во всех учебниках найдете. Исключение любого товара из структуры потребительской корзины, на которую ориентируется ЦБ.

Многие центральные банки исключают фиксированный набор товаров. Кто-то стоимость жилья, кто-то еще какие-то вещи, например, непрямые налоги. Вот ЦБ Новой Зеландии выбрал вообще экзотический способ: что хочу, то и исключаю. Это очень

пикантный момент, потому что он как раз так же спорен, как и перемена цели. Требуется невероятно четкая и внятная коммуникация с публикой, то есть общение с экспертами, сообществом и потребителями информации вовне, чтобы это решение было согласованным. Если это решение утверждается (и в Новой Зеландии сработало) правильно скомуницировано, оно не является потерей репутации для Центрального банка, не ведет к проблемам.

В данном случае мы берем и совершенно спокойно... Даже не пользуясь примером Новой Зеландии. Что делаем? У нас дорожает мясо из-за запрета импорта Еврзоны. 500 тыс. тонн свинины и так далее. У нас в сумме приличный объем вышел. Округляя, 2 пункта с лишним – это вклад только подорожавшего мяса в инфляцию. Административный фактор. Исключаем из расчета инфляции. У нас с августа пошли продуктовые санкции. Это административный фактор. Исключаем из расчета инфляции. Дальше, у нас дешевеет нефть, что давит на курс национальной валюты вниз – условия внешней торговли, временный шок. Исключаем из расчета инфляции. Что у нас остается? После этой очистки – около 5%. Вот и весь результат.

Поэтому если мы говорим о таргетировании инфляции по духу, а не по форме, то Центральный банк просто сейчас должен четко и аккуратно объясниться, публично, открыто, что позволит ему избежать стремительного повышения ставки. Это очень тяжелая работа, потому что это невероятно большое количество выступлений, текстов, статей и документов, опубликованных не одним-двумя руководителями в Центральном банке, а всеми его сотрудниками, когда они на все уровни общества выносят на обсуждение вот эти пункты.

В документе Центрально банка «Основное направление денежно-кредитной политики» все четко прописано. Временные шоки – не реагируем. Локальные шоки – тоже не реагируем. Осталось прописать только нюансы, связанные с эффектами первого и второго круга. И я закрыл тогда ответы на вопрос по поводу того, что я должен делать, если на 5% поменяются условия. Да ничего. Я просто должен объяснить, что это временный шаг, и на эти 0,5 процентных пункта я просто не реагирую как Центральный банк. Резкое падение цен на нефть – та же самая история. Пока нет эффектов второго круга, вообще не реагирую.

Дальше, постоянство цели. Однозначно. С этими исключаящими пунктами оно замечательно работает, потому что я могу в каждый конкретный год отклониться от этой цели, причем временами весьма существенно. Исторически подтверждено данными, что это не уронит моей репутации, если я адекватно коммуницирую это публике.

Обратите внимание, во всех местах четко стоит пункт – коммуникация. Это то, что было больным местом Российского ЦБ на протяжении всего этого времени. У него там постоянные провалы. И это то, что ЦБ сейчас радикально улучшает, в моем понимании. По крайней мере, я стал свой ЦБ понимать лучше.

Поэтому да, не мне вопрос. Тем не менее. По поводу Димы и по поводу ставки. Мне очень легко ответить. Сейчас ничего не надо делать со ставкой. Она достаточно высока. Учитывая, что России угрожает рецессия, возможно, действительно ее можно будет снизить. Но надо будет убедиться, в какой степени эффекты второго круга, в том числе как раз эффект переноса от курса, начинают проникать в остальную экономическую активность.

Нынешний базовый индекс потребительских цен не может это полноценно показать. Его слепили, как смогли. Он много чего не учитывал. Возможно, для иллюстрации, если Центральный банк захочет, ему бы нужен, конечно, другой базовый индекс потребительских цен, который был бы больше ориентирован на внутреннюю российскую экономику, чем тот, которым он сейчас обладает. Это надо уже смотреть, считать, выяснять.

Без него можно обойтись. Многие ЦБ таргетируют, что называется, headline CPI, вот этот обычный ИПЦ, не напрягаются и просто адекватно коммуницируют свои

действия публике. Не знаю, удивил ли я вас ответом или нет, но в моем понимании здесь все очень просто в рамках режима инфляционного таргетирования. Ключ – это не поменять ставку в ответ на изменение в инфляции. Трише, между прочим, обходился словесными интервенциями в подавляющем числе случаев. Правда, в его времена возмущения, в основном, были небольшими, и можно было так сгладить. Цель – убедить вас, что я как Центральный банк все понимаю, все контролирую. Моя цель – управлять вашими ожиданиями. Вот что такое хорошее инфляционное таргетирование.

А дальше уже, грубо говоря, почти все средства хороши. Дальше это уже вопрос. Нет почти никаких ограничений, каким образом я выбрал это. Но когда цель названа, если я хочу, чтобы мне доверяли, я должен ей следовать. Кости брошены, цель названа – 4%. Поэтому очень просто звучит ответ на вопрос по поводу того, нужно ли наступать на грабли по поводу сжатия денежной массы. Нет, это не будут старые грабли. Если Центральный банк перейдет в режим инфляционного таргетирования полноценно, перестав сидеть на двух стульях, это будут в лучшем случае новые грабли или иной другой садовый инструмент.

Если в связи с этим у Центрального банка не получится убедить публику, что он способен таргетировать инфляцию и достичь разумных целей, мы станем первым, возможно, уникальным примером страны (по крайней мере, из известных мне), кто попытавшись перейти на инфляционное таргетирование, полностью провалился. Любители уникальности получают себе дополнительный аргумент: вот, значит, мы опять... Обычные методы на нас не работают.

Но я вас уверяю, в подавляющем большинстве случаев, если будут приложены достаточные усилия... Да, если уникальны, то именно по поводу достаточных усилий. Бывают декларации без действий. Это было и в нашей истории. Нет-нет. Если ЦБ приложит полноценные усилия для перехода на инфляционное таргетирование, будет реагировать так, как положено, и провалится, то это будет уникально, потому что таких случаев я не знаю. А случаи декларации и неуспешного перехода – это пожалуйста.

Да, надо зажимать, потому что других вариантов нет. Цель, которую ЦБ выбрал как ориентир, и график, который он выбрал, заставляет зажимать. Это не вопрос обязательно ставки. Это, правда, вопрос, например, подхода к механизмам рефинансирования.

Валютный контроль. В моем понимании нечистый, нехороший вариант. Не вижу смысла возвращать. Даже в 90-е гг. его обходили. Чистые ошибки, пропуски и прочие вещи. Никаких проблем. Неполученная экспортная выручка, импортные товары, оплаченные, но не пришедшие. Это все работало через однодневки и, к сожалению, пока работает, до сих пор. А в Таможенном союзе стало только сложнее, потому что у нас нет таможенной границы. Если даже мы с этим поборемся, то я боюсь, что не факт, что соседи смогут.

Теперь, эмиссия через механизмы рефинансирования денежной базы. Смотрите, какой момент. Я хочу сказать по поводу отзыва лицензий, оздоровили банки или нет. Тут все просто. У вас есть лес. В лесу есть... Здоровых деревьев в нем практически нет, оговоримся. Ограниченное количество иностранных банков, которые здесь активной деятельности не ведут. И плюс специализированные, тоже в основном иностранные. Теперь дальше. Вы берете и говорите, что давайте мы в этом лесу сейчас вырежем самые гнилые. Дополнительно падает несколько слабых, которых цепляют ветками. Вот что сейчас Центральный банк делает с отзывом лицензий.

Спрашивается: стали ли деревья в лесу здоровыми? Нет. Стал ли сам лес лучше выглядеть? Нет, он стал реже. Очистка банков, баланса банков нужна для того, чтобы эффект имел место. Я утверждаю следующее. С 2008-го г. там уже, простите, полноценные авгиевы конюшни. И для того, чтобы это зачистить, там нужен целый подвиг Геракла. Именно поэтому в первую очередь задача ЦБ по переходу на инфляционное таргетирование так тяжела.

**Реплика. \***

**Надоршин.** Нет, не этого Геракла. Он свои подвиги в денежно-кредитной политике, надеюсь, отсовершал. Это не тот подвиг, который сейчас надо... Раздавать напрямую предприятиям – это не тот подвиг, который нужен, не то, что нужно совершить в российской экономике. Я вас уверяю, это последнее, что нужно сейчас сделать.

Так вот, если впоследствии будут очищены балансы банков, и банки будут докапитализированы должным образом: либо посредством частного сектора, либо усилиями общественных институтов... Даже развитые страны шли на привлечение госресурса, если было надо в определенных случаях. Дальше все очень просто. Как в 2009-2010-м гг. депозиты населения заместят то, что сейчас Центральный банк кладет на балансы инвалидов, простите. Нынешний механизм нездоровый, согласен. Долго так продолжаться, скорее всего, не может. Надо убирать, надо исправлять. Для того, чтобы убрать и исправить прежде всего нужно сделать банки дееспособными, очистить их балансы, залив в них нормальный капитал. Эту очистку мы не сделали в 8-9-м гг. Пока мы ее не сделаем основные проблемы банковского сектора решены не будут и дееспособным он не станет.

Посмотрите на Японию. Я вас уверяю, что для нас сейчас даже при нашем уровне благосостояния... Казалось бы, где мы, а где Япония. Но это очень актуальный пример. Неготовность расчистить финансовый сектор, корпоративный сектор от плохих долгов, от плохих предприятий, от некачественных активов стала одной из очень существенных причин, по которой при наличии на протяжении более чем 20 лет всех предпосылок для экономического роста японская экономика не росла. Если вы знакомы с теорией роста, там есть набор предпосылок, которые должны выполняться. Они простенькие, и в Японии выполняются. Вот они наличествовали лет 20, а роста не было.

И это самая основная проблема у нас сейчас. Российские банки, если ничего не делать, а просто сократить их количество отзывом лицензий, неспособны поддержать экономический рост российской экономики, если для него сложатся условия в какой-то перспективе (скажем, 2-3 года). Не будет очистки – возможно, в российской экономике вообще не будет роста в обозримой перспективе.

Видимо, я исчерпал свое время. Давайте быстро. Альтернативные рынки капитала. Есть возможность. Да, тяжело. Вы знаете, там надо работать. А у нас всех инвестбанкиров... Кого разогнали, кого здорово порезали. А там надо ехать, учиться говорить с китайцами по-китайски, и так далее. Те, кто не зависит от США, часто на английском вообще не говорят. Чтобы находить с ними контакт, надо работать там, на земле. Мы 20 с лишним лет окучивали Европу, чтобы дойти до того уровня взаимоотношений с их рынками капитала. Ну вот, считайте. Хорошо, может, за 10 лет управимся. Только проблема в том, что сейчас банкиров чуть ли не меньше, чем в 90-х осталось. Объективно некому ездить, некому пахать.

Государственной комиссии на десяток госкомпаний и несколько частных хватит. Что-то. И то, не всё, потому что там действительно все очень непросто, при таких договоренностях там не в ставке проблема. Там проблема в неформальных условиях, которые этот кредит часто сопровождают. Вы такое за него начинаете быть должны, что там уже счет идет на потерянные миллиарды подчас.

Сильное снижение цен на нефть прошли, повышение цен прошли. Таргетировать... Да, вот какой был момент. ЦБ никогда не таргетировал курс формально. Да. Я с вами согласен. Но есть неформальный момент. Знаете, до 2008-го г. на рынке ходила шутка, что ЦБ может в торговой сессии написать слово из трех букв, если сам того захочет. Понятно, что это физически невозможно, потому что по времени сделки не могут пересечься, оказаться в двух разных местах. Но рынок верил, что Центральный банк может сделать что угодно с валютным курсом.

Поэтому даже тот факт, что ЦБ явно указывал ИПЦ и по валютному курсу всегда уклонялся от внятных ориентиров, избегал...

**Мирошниченко.** Указывал пределы, на самом деле.

**Надоршин.** Иногда. Да, хорошо. Очень часто неформально, в общих чертах.

**Реплика.** Иногда были пределы.

**Надоршин.** Иногда было? Хорошо, я упустил. Возможно, и были пределы. Я не скажу, что подробно их все шерстил на этот счет. Но ситуация следующая. Рынок верил, что он курс, в отличие от инфляции, таргетирует. Здесь доверие было очень мощным до 8-го г. В 8-м г. он дал слабину, и с тех пор такой веры уже нет. Всё. Видимо, я совсем выбрал лимит.

Есть ли шансы на успех? Да, безусловно, есть. Это будет очень тяжелый труд, как я уже хотел сказать. Но лучше так, с моей точки зрения, чем оказаться в ситуации стагфляции. В моем понимании, это гораздо хуже. Я не хочу, чтобы у меня сейчас модели 56-го г., которые Кейган(?) придумал для гиперинфляции, начали развиваться на глазах. Если вы посмотрите потенциальный объем неудовлетворенного спроса на рублевые ресурсы, который корпоративный сектор сейчас несет в банки и, как следствие, в ЦБ – это феноменально. Там уже десяток триллионов легко можно насчитать при желании. Это куда? Это как? Нет, это нереально. Поэтому я боюсь, что рецессия мне больше нравится.

**Ведущий.** Спасибо, Евгений Равхатович. Сейчас мы переходим к самому главному для многих пункту. Я попрошу, поскольку времени у нас уже почти 20:00, высказаться только тех, кто действительно этого хочет, поскольку больше минуты я все равно дать всем не смогу. Минута на брата, по всей видимости. Это определяется, в первую очередь, даже микрофоном. Микрофоны уже садятся от накала сегодняшней темы. Давайте, я считаю руки. Пожалуйста, поднимите руки все. Четверо. Давайте по минуте попробуем.

**Цыбина.** Цыбина(?) Екатерина, Финансовый университет. Небольшой комментарий по поводу стран, которые отказывались от таргетирования инфляции. Есть такой пример, товарищи. Это Исландия. И она отказалась в период финансово-экономического кризиса. Она была вынуждена отказаться просто потому, что Центральный банк не справлялся с удержанием инфляции около указанного целевого ориентира. Но с течением времени все равно вернулась к таргетированию инфляции, что, безусловно, идет в пользу данного режима.

И второй комментарий относительно того, стоит или не стоит Центральному банку сейчас переходить, правильное ли время. Мне кажется, что время правильное. Есть ряд примеров даже среди развитых стран, которые переходили на режим таргетирования инфляции в период отрицательного экономического роста. В Канаде это было связано с циклической рецессией, в Новой Зеландии это было связано с реформированием, реструктуризацией экономики, и тоже был отрицательный экономический рост. И в Норвегии тоже такой пример был.

**Горюнов.** Горюнов, Институт Гайдара. Я почти со всем согласен, что сказал Евгений. Добавить только один технический комментарий. Часто используют \* ставки в качестве показателя денежно-кредитной политики. На самом деле, может, это не очень правильно. Лучше смотреть на ставку денежного рынка. Иногда, если коридор широкий, ставка может сильно гулять и не показывать настоящих тенденций.

Теперь по сути. Сейчас у нас Центральный банк занялся удивительными вещами. Он начал бороться с инфляцией, чего от него никто не ждал, чем он раньше никогда не занимался. Что касается фиксированного обменного курса, то достаточно просто самому посчитать, посмотреть взвешенный курс бивалютной корзины. Он стоял просто на месте. Это было очевидно всем. Все знали, что Центральный банк именно этим и занимается. И даже денежно-кредитной политикой больше занималось, наверное, Правительство, которое все деньги, профицит складировало именно в Центральный банк. Они как-то вместе занимались.

Сейчас в связи с тем, что у нас Центральный банк начал вдруг бороться с инфляцией, возникает такой критический момент, что он может лишиться независимости. Уже Улюкаев начинает говорить о том, что надо согласовывать цель по инфляции с

Правительством, начинает говорить о том, что нужно ввести ответственность за экономический рост в мандат ЦБ, чего вообще почти нигде нет.

**Ведущий.** Время.

**Горюнов.** Да, последнее. Успехом будет сохранение независимости. Всё.

**Муж1.** Были очень интересные сообщения о симптоматических методах лечения наших финансовых болезнях. Симптоматические методы, конечно, хороши. Если у человека расстройство желудка или головная боль, то как не дать таблетку. Но, конечно, стратегического подхода я не слышал.

Дело в том, что болезни финансовой системы начались в тот день, когда люди от парадигмы «товар-деньги-товар» перешли к парадигме «деньги-товар-деньги», а потом еще дальше, вышли на смертельную траекторию, когда началась парадигма «деньги-денежные пузыри-деньги». Что такое денежные пузыри – мы все знаем.

Вот я бы, например, если бы от меня зависело, разрешил бы обменивать российскую нефть на казначейские обязательства, в конечном счете, США только при условии, если бы я получил касьяновский откат. Иначе этого \*.

**Ведущий.** Спасибо большое.

**Муж1.** Тем не менее, есть серьезные стратегические предложения. Я их напишу. То, что предлагается...

**Ведущий.** Спасибо большое.

**Муж1.** Эльвира Сахипзадовна не переиграет тех, которые делают это дело.

**Реплика.** Пример с автомобилем. На самом деле, все наоборот. Никакого залива, перелива топлива нет. Там уже откачали последнее. Монетизация с начала этого года упала с 47% ВВП до 44%, почти на триллион рублей. Это в 1,5 раза ниже, чем в Бразилии, в Южной Африке, в 2-3 раза ниже, чем в странах ОЭСР, в 5 раз ниже, чем в Китае. Поэтому говоря про исходную ситуацию, ничего естественного в отдаче своего кредитного рынка на аутсорсинг и уплаты разницы процентов в \$50-70 млрд. в год внешним кредиторам нет.

И если брать денежную программу в основных направлениях ЦБ, то там на следующий год опять на 700 млрд. прирост денежной массы предусмотрен. У нас только на замещение внешних кредитов нужно 5 трлн. рублей.

Это такая попытка дать выпить водителю за рулем. У нас банковская система как раз на 3 трлн. рублей превышает. Чистая валютная позиция сейчас существует. Это как раз деньги ЦБ.

И последнее. Если говорить серьезно, речь идет о том, как не попасть и выбраться из \* колеи этой стагфляции. Поэтому, с моей точки зрения, есть большой шанс, что у Центрального банка ничего не получится.

**Ведущий.** Спасибо. Мы завершили основную программу. У нас осталось выступление участников сегодняшнего диспута. На мой взгляд, это(?) было(?) интересно(?). Сначала Евгений Равхатович скажет пару слов, буквально минуту, а потом Дмитрий Владимирович.

**Надоршин.** Да. Я предлагаю потратить это время на ответы на оставшиеся вопросы, чтобы институты не страдали. Позитивное, что будет выражаться в положительном воздействии на экономику. Все очень просто. Если ЦБ начнет нормально коммуницировать с рынком, позитивного будет масса. Реально нет сомнений. И плюс, если они хотя бы собьют инфляцию, приблизятся к ориентиру, там уже будет существенно улучшение. Когда мы видели стабильную инфляцию, хотя бы и в 5%? Простите, только несколько раз случайно в середине года.

Дальше, ИПЦ. Никто не заставляет таргетировать основной ИПЦ. Можно попробовать таргетировать какие-нибудь извращенные варианты. Их тьма и масса. Насчет медианы из региональных, если честно, я не уверен. В моем понимании, это очень сложный вариант. Я не думаю, что он решает проблемы базового, основного индекса потребительских цен. То, что вы просто откинули края в регионах, не значит, что вы

избавились от неподходящих товаров и шоков. Поэтому это не лучший вариант. Его можно считать для своих нужд.

Исландия. Я посмотрел сейчас. В 2012-м г. по версии Банка Англии... Я просто с сайта ЦБ скачал свежий мониторинг. Они приводят 27 стран, которые, по их версии, таргетируют инфляции. Она вернулась в режим инфляционного таргетирования. Поэтому то, что столкнувшись с шоком, превышающим размер их экономики, они на некоторое время по куче разных причин отменили действие ряда режимов, не только инфляционного таргетирования... Их можно было понять. Им было не до этого. К тому же, вернувшись, они четко показали, что они хотят. На таргетирование валютного курса не перешли.

Дальше. Я думаю, что скоро будет рыночный ориентир. Мне кажется, было бы логичным для ЦБ ввести RUONIA, как операционный ориентир, эта ставка входит в жизнь и в рынок. Поэтому не исключено, что что-нибудь подобное мы увидим. Не ключевую ставку, а именно нечто более адекватное. В своих выступлениях они уже ориентируют, что они как бы смотрят на ставки типа RUONIA, когда оценивают эффект от своей денежно-кредитной политики и от изменения ключевой ставки.

**Мирошниченко.** Коли Женя использовал это время для ответов на какие-то вопросы, я использую свое для короткого комментария по поводу RUONIA. Начиная где-то с лета, может быть, с июня, эта ставка сломалась. Так себя в нормальной ситуации банковская ставка не ведет. Как я уже упомянул, достаточное количество всяческих индикаторов, которые я считаю и смотрю в банковской сфере, в последние месяца 3-4 реально сломались. В условиях мирного времени они себя вели адекватно. А сейчас надо смотреть, что с ними происходит. Со ставкой RUONIA творится неладное.

Моя гипотеза, что у нас в банковской системе появилась некая черная дыра, которая засасывает в себя ресурсы в очень больших количествах. И это потенциально очень опасная черная дыра. Я не могу ее идентифицировать, я уже говорил об этом, поскольку я до конца не понимаю ее природы, и очень этого опасуюсь. Но там действительно есть проблемы. Наверняка это связано с тем, о чем говорил Женя: куча плохих долгов висит на балансах, и эти плохие долги только увеличиваются. Конечно, хорошо было бы все это разгрести. Но, честно говоря, я не представляю, как это можно было бы сделать в наших условиях с минимальными потерями.

Но давайте быть оптимистами! И пусть у всех всё получится!

**Ведущий.** Спасибо большое. Я готов присоединиться к последним словам. Действительно, пусть у всех всё получится! Давайте поблагодарим участников. \* окончен. А вот про будущее я ничего не знаю. Может быть, кто-то из сопредседателей скажет нам про будущее?

**Аузан.** Уважаемые коллеги! На самом деле, Олег Витальевич немножко лукавит, когда говорит, что не знает про будущее. Дело в том, что мы пришли к моменту не поведенческой неопределенности (в смысле выбора темы), а структурного сдвига. В марте 2006-го г., очень давно, 85 диспутов тому назад, мы с Евсеем Гурвичем начали вести этот клуб(?). В сентябре этого года мы пришли дружно с моим уважаемым сопредседателем к выводу, что пора менять \*.

Честно говоря, мы думали, когда начинали в марте 2006-го, что программа столько лет не проживет. Как-то обычно не живут столько лет такого рода программы. Ну, 3 года, 5 лет. Уже 8,5 лет, и, похоже, нет признаков умирания. И это пугает. Это меня, с одной стороны, радует как институционалисту, потому что я полагаю, что живучесть диспута объясняется тем, что мы строго соблюдаем несколько основных правил. Например, время, дни, регламенты и так далее. Но, слушайте, так это может быть и далеко за пределами жизни отдельного человека. Это же реализуется тот самый принцип \* про то, что организации продолжают жить за пределами жизни их основателей.

Поэтому, продолжая этот великий институциональный эксперимент, мы с моим уважаемым сопредседателем хотим передать бразды правления клубом двум новым

сопредседателям: Андрею Александровичу Яковлеву и Олегу Витальевичу Буклемишеву. И мне кажется, это будет хороший \*\*. Спасибо.

**Гурвич.** Нам с Александром Александровичем, конечно, очень трудно оставлять наш диспут-клуб. Но мы знаем, что передаем его в хорошие руки. Поэтому мы спокойны за его будущее. Я хочу сказать, что я не согласен с Александром Александровичем. Я считаю, что то, что после 86-го заседания (я посчитал) вы здесь, в МГУ, и еще было 7, 8 или 9 по всей стране: в Петербурге, Екатеринбурге, Владивостоке... Если после этого наш диспут-клуб жив, то прежде всего не благодаря правилам, а благодаря людям: и сегодняшним выступающим, и тем, кто здесь выступал предыдущие 85 раз. Это всем известные люди: и Евгений Григорьевич Ясин, и Виктор Меерович Полтерович, и Сергей Маратович Гуриев, и Ксения Валентиновна Юдаева, Сергей Владимирович Алексащенко, один из чемпионов – Леонид Маркович Григорьев, Татьяна Михайловна Малева и многие другие.

**Аузан.** Евсей Томович Гурвич – один из чемпионов.

**Гурвич.** Бывало, да, и я выступал. И не только тем, кто участвовал с этой стороны, но и тем, кто участвовал из зала. Это и люди, которые практически все эти годы сюда приходили (и Кемер Борисович Норкин, и Сергей Юрьевич Винокур), и те, кто пришел сюда сегодня первый раз. Всем мы благодарны. Спасибо. Надеемся, что вы и дальше будете активно \*.

**Аузан.** А я вот согласен с сопредседателем.

**Ведущий.** Хотел бы сказать последнее слово. Я хотел бы поблагодарить сопредседателей за доверие. Главное, чтобы мы сейчас все их поблагодарили, поскольку они отстояли свою вахту два президентских срока, даже больше по прежней версии, весьма достойно. И действительно то, что сегодня у нас полный зал, и глаза горят. Это во многом их заслуга подбора тем, подбора участников диспута. Я надеюсь, я хочу верить, что это дело будет продолжаться. По крайней мере, я для этого все сделаю. Спасибо.

**Аузан.** Спасибо.