

**Ведущий.** Существует полная готовность вкушать замечательный сегодняшний наш с вами диспут, который, я уверен, будет и радостным, и приятным, и познавательным для нас всех. Давайте, я скажу пару вступительных слов. Мы анонсировали в прошлый раз немного другую тему, но не могли удержаться просто от простого соображения, что ровно 10 лет назад 2 человека, которые сидят сегодня перед вами, выступили на самом первом диспуте Ассоциации научно-исследовательских центров экономического анализа. Именно Алексей Леонидович Ведев и Евсей Томович Гурвич приняли участие в самом первом диспуте и положили тем самым начало той длинной истории, которую мы с вами создавали, и которой мы продолжаем, к счастью, наслаждаться. Поэтому сегодня просто выбора не было у нас, и я очень благодарен участникам сегодняшнего диспута за то, что они откликнулись на наш призыв, тоже почувствовали, что это будет правильно и хорошо, и немедленно дали согласие, и начали обсуждать между собой тему. А тема, кстати, практически соответствует той теме, которая обсуждалась 10 лет назад. 10 лет назад обсуждалась тема влияния валютного курса на экономический рост. Сегодня она выглядит, с моей точки зрения, гораздо более философски, но думаю, что и тема экономического роста здесь тоже обязательно прозвучит. «Эволюция курсовой политики от кризиса к кризису: есть ли прогресс?» И Алексей Леонидович Ведев, который, уйдя на работу на государственную службу, не покинул нас и сегодня еще раз подтверждает, что он чувствует себя членом экспертного сообщества. И Евсей Томович Гурвич, я думаю, что будет сегодня убедительным и интересным для нас для всех.

Я вкратце напомню правила, поскольку за 10 лет многое могло забыться. Правила наши таковы, что 20 минут выступают сначала первый выступающий, сегодня это будет Алексей Леонидович, потом Евсей Томович задает 2 коротких вопроса, и сам после получения столь же краткого ответа получает 20 минут. И Алексей Леонидович зеркально задает 2 вопроса. По окончании чего мы собираем вопросы в зале. И каждый, кто хочет задать вопрос, будет иметь такую возможность. Мы ведь будем собирать тоже по одному вопросу – людей довольно много, - потом можно повторить вопросительный тур. А дальше оставшееся время до двух часов ровно мы, как обычно, распределим между всеми желающими по этому вопросу выступить. Я уверен, что сегодня такие желающие тоже будут.

Алексей Леонидович Ведев, будьте добры.

**Ведев.** Спасибо большое. Помимо того, что мы 10 лет назад с Евсеем Томовичем открывали, мы еще принимали участие в диспутах и на другие темы, поэтому, в принципе, правила мы знаем. Действительно, тогда, а это было 16 марта 2006 года, это был диспут, хотя нельзя сказать, что мы непримиримо бились за свои идеи, но, так или иначе, тогда, как вы помните, был тренд растущих нефтяных цен и тренд на укрепление рубля. И в основном наша дискуссия развернулась тогда за крепкий рубль или за слабый рубль. Я сразу оговорюсь, мы сегодня будем говорить «крепкий рубль» и «слабый рубль», но все интуитивно понимают, что это, на самом деле, некорректный термин. Мы имеем в виду, когда говорим «крепкий рубль», низкий обменный курс доллара на рубли. Низкий - это означает, что 30 рублей за доллар ниже, чем 40. И когда мы говорим «слабый рубль», имеем в виду высокий обменный курс доллара на рубли. Прежде всего, мы обсуждали тогда основные цели валютной политики, и, наверное, один из выводов, который я хотел сегодня озвучить, состоит в том, что, действительно, обменный курс - это достаточно сильный макроэкономический инструмент, но не единственный, и он очень зависит от экономических условий, в которых он находится. Сейчас я это поясню, но тогда шла речь о том, что – и это была позиция Евсея Томовича, с которым нельзя было не согласиться, - в принципе, укреплявшийся рубль давал шанс на модернизацию. Я, по-моему, не перевираю. С одной

стороны, мы проигрывали в ценовой конкурентоспособности, с другой стороны, выигрывали в импорте инвестиционных товаров, что давало возможность привлечения прямых и портфельных инвестиций, то есть свои были за и против. Я достаточно осторожно к этому относился, к потере ценовой конкурентоспособности. Наверное, все-таки, отстаивал более слабый рубль. Хотя понятно, что это достаточно пограничные сейчас ситуации. И в результате получилось несколько не так, как говорил Евсей Томович, но и несколько не так, как предполагал я.

Цели валютной политики - это оптимизация внешнеэкономической деятельности, регулирование потоков капитала, обеспечение финансовой стабильности и поддержка конкурентоспособности промышленности. И с точки зрения политики слабого рубля есть определенные положительные факторы и негативные последствия. Они здесь перечислены, это увеличение доходов экспортеров и сдерживание импорта, и низкий уровень портфельных инвестиций, увеличение золотовалютных резервов. Существуют и разные режимы курсообразования – это плавающий курс, управляемое плавание, контролируемый курс, привязанный к какой-то валюте в виде *currents board*, например, или монетарный. Нельзя сказать, что какой-то один из режимов обладает абсолютными преимуществами, и не существует никакого размена. Политика сильного рубля - это шанс на дешевую относительно российской валюты стоимость инвестиционных товаров, шанс на модернизацию. Но в результате до 2008 года политика укрепления рубля, используемая на перегретом рынке с достаточно негативным инвестиционным климатом, привела лишь к тому, что у нас возрос импорт услуг, возрос импорт конечных товаров, которые вытеснили наши российские товары с внутреннего рынка. И, собственно говоря, такой модернизации, какой мы все ожидали, не произошло. И в результате получилась достаточно искаженной структура внутреннего рынка с точки зрения импорта и с точки зрения товаров отечественного производства.

Что произошло за 10 лет из значимого с точки зрения оценки валютного курса? Прежде всего, это развитие сборочных производств, это импортозамещение. То есть на данном графике, любезно предоставленном Ольгой Березинской, показана производственная зависимость российской промышленности от импорта. Имеется в виду под производственной зависимостью доля импорта в промежуточном потреблении. Вы видите красную линию, насколько это возросло. Конечно, бум сборочных производств изменил наше отношение к обменному курсу с точки зрения инструментов макроэкономической политики. И, скажем, при девальвации 2009 года, если вы помните, падали все, просто фронтальное было падение, то, конечно, 2014-15 год четко определил группы выигрывающих и проигрывающих. И уже позиция, которую я отстаивал в 2006 году по очевидным преимуществам для промышленности слабого рубля, сейчас, наверное, она либо потеряла смысл, во всяком случае, утратила свою однозначность. В среднем по промышленности есть виды деятельности, как, например, электрооборудование, оптическое оборудование, которые зависят в значительно большей степени от импорта.

Что еще изменилось из структуры импорта? Если раньше импорт был, условно говоря, зло с точки зрения счета ВВП, в котором импорт был просто вычетом, то теперь от 30% до 40% всего импорта - это импорт промежуточного потребления. Это порядка 200 миллиардов долларов каждый год идет к нам комплектующих. Они, естественно, при девальвации дорожают, дорожает себестоимость. У нас меняется картина. И резкое падение импорта, которое произошло в 2015 году, это уже вычет из экономического роста также, потому что на базе этих 200 миллиардов создается добавленная стоимость российских предприятий. Что еще изменилось? Произошло очевидное укрупнение банковской системы, и, наверное, та спекулятивная составляющая, которая была в прежние годы валютной нестабильности несколько снизилась. И, конечно, режим санкций. Режим санкций означает,

что долговую картину погашения долгов как банковской системы, так и финансовым сектором 2008-2009 год, и, соответственно, год 2014-2015, уже, наверное, нельзя сравнивать. Но все равно последние 2-3 дня все равно вопрос, нам нужен чуть сильнее или чуть слабее курс, остается. Например, я могу сослаться на позавчерашнее заявление президента «Сбербанка» Германа Грефа о том, что всех устраивает 60 рублей за доллар, и одновременно я могу сослаться на доклад Института народнохозяйственного прогнозирования, который, если мне не изменяет память, называется «Восстановление экономического роста», где первым пунктом приводится утверждение о том, что для восстановления экономического роста нужно курс держать слабым. Во всяком случае, настолько слабым, чтобы не полностью равнять статьи платежного баланса, имеется в виду счет текущих операций и счет капитала.

10 лет прошло, и все равно в этой дискуссии еще раз хотел бы повторить, что она уже в другой бизнес-среде, в другой макроэкономической среде. Я не говорю, лучше или хуже, просто в другой. Но так или иначе вопрос о том, сильный или слабый рубль, и оценка каких-то равновесных значений, они все равно достаточно варьируются. И с этой точки зрения вопрос все равно не потерял свою актуальность. Тем не менее, 1,5 года назад мы перешли на свободно плавающий курс. Это было продекларировано. Потому что все равно, несмотря на то, что он свободный получился у нас сверху, и несвободный снизу. Так или иначе, когда мы, если помните, подходили в 2015 году к 50 рублям за доллар, то ЦБ пополнял свои резервы, тогда как верхние границы обычно не трогали. В принципе, с этим можно согласиться, что свободный курс, это добро, управляемое плавание, это такой тупиковый путь, но о чем мне хотелось сейчас сказать, это что и в первом, и во втором случае есть издержки. Они существенные. И, в принципе, я понимаю всю тяжесть принятия решений для ЦБ в таких достаточно кризисных условиях, но объективно по некоторым параметрам наша экономика не была готова к свободному плаванию. Прежде всего, это параметры нефтегазового профицита-дефицита бюджета. Вы видите, что когда у нас не нефтегазовый дефицит бюджета достигает 10% ВВП, то понятно, что любые колебания нефтяных цен на нефть породят еще большие колебания курса рубля. И, конечно, сейчас основное, от чего страдает весь бизнес, это не столько от высокого или низкого курса, сколько от волатильности. Но волатильность получается неизбежной в рамках того, что у нас и структура платежного баланса по текущим операциям, и весь бюджет достаточно сильно зависит от нефтяных цен. Существуют разные оценки, но, в принципе, рекомендации сводятся к тому, что свободное плавание более оптимально при уровне нефтяного дефицита на уровне 3% ВВП. В принципе, это будет один из вопросов Евсею Томовичу, поскольку он достаточно давно занимается бюджетом. Здесь трудно оценить, но интуитивно ясно, что 10% ВВП, это слишком много.

Дополнительно, когда мы говорим о платежном балансе, то у нас более 70% экспорта составляет сырьевой экспорт. И, конечно, это еще один аргумент волатильности обменного курса рубля, который, конечно же, в рамках кратного падения цен на нефть будет очень также волатилен. Но при этом надо, конечно, отдать должное свободному плаванию, поскольку управляемое плавание консервирует, все-таки, сырьевую структуру экономики. И я думаю, что в рамках падения цен на нефть мы с нефтяной иглы сходим достаточно быстро. То, с чем мы тогда долго боролись...

И также встает вопрос, когда мы говорим об управляемом плавании, на который у меня нет прямого ответа, потому что это тоже выбор политический (имеется в виду, выбор экономической политики), какие нам нужны резервы. Имеется в виду не Фонд национального благосостояния, а именно золотовалютные резервы Центрального банка, которые, очевидно, в рамках свободного плавания являются избыточными.

Немного хотел остановиться на трех показателях, которые сейчас достаточно актуальны, это нефть, курс, инфляция. Такие достаточно ключевые показатели. Несколько замечаний. Во-первых, здесь зависимость курса рубля от цен на нефть достаточно нелинейна, и, что тоже важно, потому что компенсировать различные недопоступления от сырьевой ренты мы можем за счет обменного курса также нелинейно. И эта задача не так проста, какой она казалась, когда мы колебались в коридоре от 100 до 80 за доллар. Тогда, действительно, обменный курс мог использоваться как тонкая настройка. Сейчас все разговоры о том, что низкие цены могут компенсироваться высоким обменным курсом, представляются несколько праздными и неточными. Дальше две волны снижения нефтяных цен. Мне показалась эта табличка достаточно интересной, поэтому я ее приведу. Один период: июнь 2014 года – январь 2015. И второй: май 2015 – январь 2016 г., примерно одинаковые по длительности. Посмотрите, нефть упала в первом случае на 60%, во втором на 62%. Соответственно, рубль опустился в первом случае на 105%, во втором случае на 70%. И что, конечно, внушает оптимизм, потребительские цены в первом случае повысились на 14%, а во втором лишь на 5%. «Оптимизм при текущей ситуации», – я имею в виду, прежде всего, новую нормальность по ценовым коридорам с точки зрения и сырьевых цен, и ценовым коридорам с точки зрения обменного курса. Видно, что у нас потребительские цены явно отвязываются от динамики первых двух показателей. Тем не менее, плата за свободное плавание – это повышение процентных ставок, ускорение инфляции и, наверное, в конечном итоге, это вынужденный вычет из экономического роста. Вы видите, мы пофакторно разложили инфляцию год к году, и этот горбик в 2014-2015 году (пик был в марте 2015 года, 17% год к году, из которых 10%, это пришлось на девальвацию рубля). Девальвацию, которую инфляция, будучи темпом и уровнем во всех случаях новые цены и новый обменный курс инфляция все равно отрабатывала вплоть до конца 2015 года. И это без сомнения есть размен, плата за свободный обменный курс. В силу своей слабой финансовой, банковской системы – это мировые сопоставления – Россия более чувствительна, чем другие страны-конкуренты, к девальвации. Здесь инфляция-девальвация, график показан для 2015 года. Вы видите, что Россия, конечно, в большей степени, нежели другие страны, на девальвацию откликнулась инфляцией. Прочие страны проявили большую устойчивость. И для полноты картины, 2014 года – картина сохраняется.

Дальше с точки зрения прогнозирования несколько слов. Хотелось бы остановиться на режимах формирования обменного курса. Есть несколько классических подходов, какие факторы определяют текущий уровень обменного курса рубля. Это может быть процентный арбитраж, соотношение процентных ставок в других валютных зонах и у нас, это платежный баланс, обменный курс по основным товарам и есть прочее – привязка к паритету покупательской способности. Я убежден, и мы при прогнозировании среднесрочных моделей опираемся на подход, основанный на платежном балансе, на то, что счет текущих операций и счет по капитальным операциям плюс резервы, он должен как-то балансироваться с обменным курсом. И, на мой взгляд, это основной подход, который работает на протяжении от года до 3 лет. Тогда как процентный арбитраж у нас буквально в течение 3 недель в апреле 2015 года работал, когда у нас стали восстанавливаться финансовые рынки, и прошло размещение ОФЗ достаточно успешное. И как вы помните, курс рубля пошел вверх. Очень часто я вижу оценки, основанные на обменных курсах по основным товарам. Это, попросту говоря, цены на нефть. Мы считаем цены в рублях, цены в долларах, и из этих двух цен предполагая, что цена в рублях должна соответствовать линейному тренду, и отсюда пересчитываем, ищем ответ, какой должен быть обменный курс. На мой взгляд, это достаточно краткосрочная оценка может быть, и работает на очень коротких интервалах. Но работает, когда, особенно, мы видим скачки по цене на нефть.

И последний слайд, это я попытался привести как плюсы, так и минусы свободного курса. Плюс свободного курса состоит в том, что 2014-2015 год у нас цена на нефть падает на 47%, а счет текущих операций у нас даже лучше, чем при высокой цене. Так или иначе, свободный курс позволяет нам обеспечить стабильность платежного баланса и некую макроэкономическую стабильность. И вот в результате выводы состоят в том, что, в принципе, дискуссия об управляемом плавании и об инфляционном таргетировании либо модифицированном инфляционном таргетировании (имеется в виду, когда мы таргетируем инфляцию, но при этом сохраняем управляемое плавание в широком коридоре), то есть у нас почти свободный обменный курс, эта дискуссия достаточно важна, она должна повсеместно быть. Но при всем при этом эта дискуссия должна, конечно, вестись в рамках существующей банковской системы, финансовой сферы, в рамках существующего бюджета с его проблемами, в рамках существующего бизнес-климата и внешней среды. Спасибо.

**Ведущий.** Спасибо большое. Два вопроса, Евсей Томович.

**Гурвич.** Да, спасибо. Есть люди, такие записные спорщики, которые задают вопросы с тем, чтобы потом подискутировать. А я из чистой любознательности задаю вопросы, на которые самому хочется узнать ответы. Первое, у нас, с одной стороны, последние 1,5 года сильно ослабился рубль. Но, с другой стороны, это пришло вместе с падением цен на нефть, что имеет массу своих последствий. Понятно, снизились доходы и, соответственно, расходы бюджета, и т.д. Так вот, по вашим оценкам, какие сектора, производители выиграли в целом от сочетания того и другого? Можно ли как-то локализовать, видите ли вы, где локализованные выгоды от этого для российской экономики? А второй, более общий вопрос, вы говорили, что мы не совсем готовы к плавающему курсу. Что нужно сделать, чтобы быть к нему более готовым.

**Ведев.** На первый вопрос, выигрывающие и проигрывающие сектора, как раз мы обсуждали, когда я представлял прогноз в прошлом году на 2015 год, я попытался прогнозировать растущий финансовый результат, если мне не изменяет память, на 24%. И, наверное, только ленивый не критиковал за этот прогноз. По итогам года финансовый результат вырос на 53%. Более того, сейчас доля убыточных предприятий вообще находится на историческом минимуме за последние 15-20 лет. Поэтому понимание кризиса 2015 года достаточно условное. Я не говорю, что у нас нет кризиса, но это не кризис финансового состояния видов деятельности либо секторов экономики. Очевидно, что такая ситуация достаточно сложная. Сложность состоит в том, что даже в обрабатывающей промышленности картина рассыпается. Понятно, что те, у кого было много комплектующих, высокая импортозависимость производства, они, конечно, понесли убытки. Потому что вклад импортных комплектующих по сравнению с трудом, он выше. Те, кто сидел на рублевом труде и получал валютную выручку, они получили колоссальное преимущество. И процесс импортозамещения, конечно, тоже сыграл. В результате, сельское хозяйство, весь ИТ, софт – конечно, да. Скажем, если 2-3 года назад я выступал на саммите ИТ, и обсуждались системные администраторы, которых импортировали из Индии, потому что они гораздо дешевле, чем российские, эта проблема сейчас вообще закончилась. Так или иначе, в секторе стабильной рублевой зарплаты при выручке от 7 до 10 миллиардов долларов в год, это примерные оценки Ассоциации. Я думаю, что, возможно, они и больше, потому что там картина сложнее. Выигрыш кратный. Собственно говоря, это также можно продолжить – металлургия черная, те, кто сидят на рублевых издержках и получают какую-то валютную выручку ...

**Ведущий.** На капекс им все равно не хватает.

**Ведев.** И плавающий курс. Я думаю, так случилось, потому что ЦБ декларировал уже лет 5 переход - даже в 2014 году - на политику инфляционного таргетирования, что связано со свободным плаванием обменного курса. Но так получилось, что был шок нефтяной, он

был достаточно неожиданный. И мне хотелось бы сказать, что в 2014 году летом, когда мы представляли прогноз, то нас критиковали за то, что мы брали крайне консервативный прогноз 100 долларов за баррель, тогда как на рынке это было 119-120. И создавалось у оппонентов ощущение, что мы пытаемся скрыть доходы. Тогда как дальше пошла критика о том, что мы уже переоценили. Нефтяные цены достаточно волатильны, но без сомнения переход на плавающий курс при структуре нефтяного бюджета, при такой структуре торгового баланса, экспорта и импорта, он достаточно болезненный. Возможно, что это такое эффективное лекарство. Но я призываю помнить об издержках, которые неизбежны. Спасибо.

**Ведущий.** Спасибо. Евсей Томович.

**Гурвич.** Спасибо. Я, во-первых, готовясь к нынешнему диспуту, пересмотрел бегло темы всех предыдущих 105 диспутов и испытал чувство удовлетворения, поскольку практически все диспуты были на очень актуальные темы. Скромно можно сказать, что историю экономической политики можно изучать по темам наших диспутов. Конкретно, несколько первых тем, кроме нашей: «Россия как энергетическая сверхдержава: миф или реальность?», «Демографические и миграционные аспекты модернизации», «Коррупция. Где, почему и что делать?», Георгий Сатаров против Сергея Гуриева, «Общественный договор России: предопределенность или вариативность?», Александр Александрович Аузан в Санкт-Петербурге с Заостровцевым, и т.д. И, взглянув еще на свою презентацию 10-летней давности, я понял, что ее тема тоже за 10 лет не стала менее актуальной. Тем, кто был на том диспуте, но уже не совсем четко помнит, я могу напомнить, что было содержание моего выступления. Я рассказывал, в основном, кроме того, о чем говорил Алексей Леонидович, еще о влиянии реального обменного курса. Мы рассмотрели отдельно внешнюю конкурентоспособность и внутреннюю. И на внутренней мы обратили внимание на парадоксальную вещь, что при ослаблении рубля доля отечественного производителя во внутреннем спросе не увеличивается, как должно было происходить по мнению тех, кто ратовал за слабый рубль, а, наоборот, уменьшается. Получается, что слабый рубль, как это было в 1999 году и после него, не помогает отечественным производителям, а наоборот. Мы нашли модели, которые исходят из того правдоподобно, что каждая отрасль - это не один и тот же товар, а это ограниченно взаимозаменяемая продукция, и померили эластичность спроса на импорт по реальному обменному курсу. Оказалось, что в большинстве отраслей она близка к -1. Что это означает? Это означает, что, хотя при девальвации, понятно, в долларовом выражении импорт сильно снижается, но цены на него в постоянных рублях также сильно растут. И в результате расходы в постоянных рублях на импорт не сокращаются, они остаются такими же или даже часто увеличиваются. Нет переключения спроса с импортной продукции на внутреннюю. Это объясняет ту картинку, которую я показал. Здесь показано это для машиностроения и металлообработки. Видно, что примерно в одном направлении идут реально эффективный курс и доля отечественного производителя на внутреннем рынке. Здесь показано при повышении реального курса рубля на 1 %, как меняется краткосрочная и долгосрочная доля на внутреннем рынке по отраслям. Она остается либо той же, либо растет. Опять-таки, получается, что укрепление рубля помогает нашим производителям, а не ослабление. Это все слайды с той, десятилетней дискуссии. Это сейчас новые данные, изменения. Что произошло в последние годы? В 2015 году у нас внутренний спрос сильно упал больше, чем на 10 %, поставки на внутренний рынок чуть поменьше, но тоже упали, где-то на 7,5 %. При этом доля импорта на внутреннем рынке почти не изменилась, на нее почти не повлияло двукратное ослабление рубля. Вывод состоит в том, что потенциал импортозамещения нашей экономики очень ограничен. Наверное, сельское хозяйство выиграет от сильного обесценения рубля, но в других отраслях, скорее, негативное влияние на возможность поставок на внутренний рынок. Потому что размеры

внутреннего спроса сжимаются. Вот вы видите, что они здесь сжались на 10 % с лишним, а доля отечественной продукции на внутреннем рынке остается примерно такой же. На самом деле, поэтому никакого экономического смысла делать главной темой антикризисной политики поддержку импортозамещения я не вижу. Это, скорее, геополитический смысл, то есть показать, что мы совершенно самостоятельны, и нам никто не нужен, что, опять-таки, контрпродуктивно с экономической точки зрения, потому что прогресс цивилизации - это прогресс разделения труда. Идея разделения труда, здесь мы идем обратно, в противоход прогрессу мировой цивилизации. Что нужно было бы - так это поддерживать экспорт в таких условиях, потому что все страны поддерживают экспорт, у нас поддержка экспорта сравнительно невелика по международным размерам. Некоторые компании могли бы выйти на внешние рынки, если их поддержать. И на внешних рынках гораздо большие стандарты качества, конкурентоспособности. Это мы экспортировали бы продукцию, импортировали бы мировые стандарты качества, конкурентоспособности.

Теперь, переходя к заявленной теме, эволюция курсовой политики, что происходило от кризиса к кризису. Что происходило в первый кризис? В первый кризис, в это время был валютный коридор, но очень узкий. ЦБ почти не отреагировал на сильное падение цен на нефть, и к июню 1998 года цены на нефть упали на 40 %, а реальный курс рубля оставался практически тем же самым. Как вы помните, в это время бюджет имел огромный дефицит, 7-8 %, который финансировался за счет рынка ГКО, правительство вынуждено было так или иначе погашать старый долг и заимствовать еще больше, чем погасило. В некоторые месяцы только погашение превышало все доходы федерального бюджета. Правительство полностью зависело от инвесторов, инвесторы не верили в политику ЦБ, они считали, учитывая, что было мало резервов у ЦБ на начало 1998 года, где-то 17 миллиардов долларов жалких, что не удержит ЦБ рубль, соответственно, у них были девальвационные ожидания, которые они закладывали в стоимость рублевых активов. Это приводило к тому, что процентные ставки были очень высокими. На самом деле кризис 1998 года определялся сочетанием хронической болезни большого дефицита и острой проблемой того, что ЦБ проводил слишком жесткую курсовую политику, которая вела к взлету процентных ставок. Дальше, после того кризиса, ЦБ учел некоторые уроки и перешел к политике управляемого плавания. Но в 1998 году, тем не менее, ЦБ проводил примерно такую же политику: цены на нефть упали еще сильнее, ЦБ чуть-чуть (если тогда совсем не отреагировал) на этот раз отреагировал, примерно на 10 % снизил реальный обменный курс, держал этот курс. ЦБ считал, что нужно укрепить таким образом банки, чтобы они могли закупить валюту по дешевым ценам. В какой-то момент в начале 2009 года ЦБ пошел на ослабление рубля, но в целом была, по большому счету, та же история: инвесторы не верили, что будет оставаться такой курс при почти трехкратном падении цен на нефть. В результате расчетная доходность фьючерсных контрактов составляла на 3 месяцев больше 40, на 5 месяцев больше 30... То есть альтернативная стоимость денег была гигантской, можно было без риска зарабатывать такие деньги на спекулятивных операциях. Понятно, что кредитование реального сектора не могло осуществляться по ставкам ниже этого. Это значит, что в тот момент, когда все страны при кризисе снижали процентные ставки, мы согласно невозможной троице, поскольку хотели таргетировать курс, загнали себя в ситуацию, что мы не могли таргетировать по классическим образцам. А процентные ставки у нас взлетели. Я считаю, что это было одной из причин того, что у нас был гигантский по международным меркам, один из самых больших в мире, спадов производства. Несмотря на то, что размеры фискальной антикризисной программы, опять-таки, были едва ли не самые большие в мире.

Третья попытка: вы видите, что здесь картина совершенно другая. Мы перешли к плавающему курсу. Соответственно, сразу же, как только стали падать цены на нефть, стал ослабляться рубль. И дальше они достаточно синхронно меняются. То есть с третьего раза

мы поменяли общий подход. На мой взгляд, очень правильно сделали, продуктивно. И в этом я вижу прогресс нашей макроэкономической политики. Тема нашего диспута сегодня, это курсовая политика. В принципе, то же самое относится и к бюджетной политике. Во время обоих первых кризисов у нас глобальная задача, программа максимум была все сохранить, законсервировать, будто ничего не происходит. Это относится и к курсовой политике, и к бюджетной политике. Может быть, первый раз до этого и не было объективно бюджетных ресурсов, резервов вообще не было, ЗВР было мало, второй раз были большие ресурсы – инвесторы все равно не поверили этому. Значит, оба раза правительство шло против рынка, оба раза это закончилось неудачно. Второй раз потратили гигантские треть ЗВР за примерно полгода, около 200 миллиардов долларов потратили. При этом, по сути, не достигнув своих целей. Сейчас, наоборот, при более сильном шоке, чем тогда, у нас гораздо меньше спад производства. И лучше приспособление к новым условиям.

Здесь я оценил масштабы внешних шоков и сравниваю размеры их последствий для экономики после каждого шока, и показываю, что во время третьего, текущего кризиса были по большинству показателей более легкие последствия для экономики, но доля оплаты труда – это важный показатель адаптации экономики. В первый раз, хотя сам кризис имел очень тяжелые последствия, но после него экономика начала быстро расти, как вы помните, и многие известные экономисты считают, что причина в том, что сократилась доля оплаты труда в ВВП, экономика стала более конкурентоспособной. Во втором случае доля оплаты труда в результате кризиса из-за гигантской, на мой взгляд, избыточной поддержки правительства и ЦБ выросла, у нас минимально снизилась реальная зарплата, почти не снизилась занятость. В результате доля оплаты труда в ВВП выросла в ходе второго кризиса, сейчас она меньше, чем в первом, упала все-таки. Все-таки в правильном направлении происходит изменение. И такой общий взгляд на эволюцию монетарной политики: в 1998 году и предшествующий период проводилась политика использования обменного курса как номинального якоря инфляционных ожиданий, режим курсовой политики – был коридор, а приоритетом в период кризиса было сохранение курса в границах неизменного коридора. Если вы помните, Алексашенко потом писал книгу «Битва за рубль», он считал это – и по-прежнему, по-видимому, считает – правильной политикой, которая тогда проводилась. Кстати, на одном из диспутов мы с ним потом спорили.

В 2008-2009 году среднесрочная политика состояла в поисках компромисса между сдерживанием инфляции и предотвращением избыточного укрепления рубля в условиях управляемого курса, приоритет в период кризиса был в поддержании стабильности за счет продажи резервов. И нынешний кризис: в среднесрочной политике переход к инфляционному таргетированию, режим курсовой политики – плавающий курс. Приоритет в период кризиса – адаптация к платежному шоку, к шоку условий торговли. То есть сейчас мы пытаемся как можно быстрее не сдерживать, не цепляться за старое, а перейти к новому равновесию, соответствующему новым долгосрочным условиям.

Понятно, как и Алексей Леонидович упоминал, плавающий курс имеет свои минусы, он увеличивает неопределенность, риски для бизнеса, делает экономику менее привлекательной для инвестиций. Эконометрически доказано, что повышение волатильности курса негативно влияет на рост российской экономики. Но с одной стороны это неизбежная плата, с другой стороны – для нашей стороны она больше в силу структурных слабостей нашей экономики. Например, мы измерили зависимость сальдо текущего счета при ослаблении реального курса на 10 %. Среди стран большой 20-ки у нас самая низкая зависимость. Это означает, что для восстановления равновесия после одного и того же шока нам нужно изменить курс больше, чем любой другой стране, скажем, по сравнению с Кореей в 10 раз больше. Значит, эти негативные последствия, которые неизбежны, у нас особенно выражены. Но, на мой взгляд, это означает не то, что нам нужно



как-то корректировать макрополитику, а что нам нужно устранять наши структурные слабости. Мы пытаемся поставить все время телегу впереди лошади, пытаюсь подправить макроэкономическую политику, преодолеть наши структурные слабости с помощью «совершенствования» макроэкономической политики. Правильный подход - решать наши структурные проблемы, и тогда правильная макроэкономическая политика будет иметь меньшие издержки. Спасибо.

**Ведущий.** Спасибо, Евсей Томович. 2 вопроса Алексея Леонидовича.

**Ведев.** Спасибо, Евсей Томович, за интересную презентацию. Первый вопрос касается, наверное, 10-летней давности. Я помню ваше исследование, и моя критика или сомнения относились к тому, что тогда у меня, к сожалению, графики по реальному курсу с 2000 года, а не с 1997 - мне казалось, что в 1998 году была слишком большая девальвация, четырехкратная, и потом был некоторый период восстановления до какого-то условно равновесного уровня, укрепление рубля шло одновременно с ростом доли на внутреннем рынке. Это могло быть статистической ловушкой. Я был в этом не уверен. Соответственно, у меня вопрос: до 2005 года вы показали графики. Дальше что-то пошло не так, или все это продолжается? Еще раз возвращаемся к вопросу, насколько укрепление рубля повышает долю отечественных товаров? Особенно если мы очистим его от эффекта номиналов, тогда как в 2015 году у нас доля импорта возросла в ВВП в номинальных значениях из-за девальвации.

И второй вопрос, как я и обещал, это нефтегазовый бюджет. Вообще эта проблема нефтегазового бюджета, проблема девальютизации финансовой сферы и свободное плавание. Как вы к этому относитесь?

**Гурвич.** Спасибо, Алексей Леонидович. По поводу первого вопроса: график кончается 2005, потому что это с прошлого диспута. На самом деле я принес новые данные, они немного отличаются. Здесь при ослаблении рубля доля импорта почти не меняется, минимально меняется. Но, по крайней мере, она и не падает вертикально.

**Ведев.** Я имел в виду немного другое. Помните, у вас было по секторам экономики, по видам деятельности. И это очень важный вопрос, проблема выбора. У нас слабый и сильный рубль и, соответственно, доля на рынке.

**Гурвич.** По видам деятельности мы не повторяли. То есть это довольно большое и трудоемкое было исследование. И собрать информацию был почти подвиг. Второй раз мы это не делали. Но если смотреть в целом, то, возможно, ситуация немного улучшилась – вместо резкого роста доли импорта при ослаблении рубля, как было тогда, есть более-менее стабильность доли импорта.

А по второму вопросу мне кажется, что проблема не столько в том, что большой нефтегазовый дефицит, а что избыточный. Если бы была долгосрочная средняя цена на нефть, как мы сейчас понимаем - это около 50 долларов за баррель, страна, которая сильно зависит от экспорта нефти, может иметь большой нефтегазовый дефицит, но тратить так, как будто цена на нефть на дворе 50, и у нее не будет больших проблем. Мы тратили так, как будто у нас долгосрочная цена 100 долларов за баррель. И эта разница между 100 и 50 и создавала дополнительные проблемы, дополнительную дестабилизацию.

**Ведущий.** Спасибо, Евсей Томович. Итак, мы переходим к следующей стадии нашего балета, к вопросам из зала. Я думаю, что вопросы должны быть. У меня единственная просьба - представляться, когда вы задаете вопрос. И в первый раунд ограничиться одним вопросом. Указывайте, кому вы задаете этот вопрос. Обязательно хочу сказать, что вопросы, не относящиеся к теме диспута, я буду отсекал безжалостно, потому что мне кажется, что тема сама по себе очень интересна, и по ней может быть много вопросов. Поступило нам смс-сообщение, должен такое объявление сделать, от бывшего сопредседателя клуба, а ныне декана нашего факультета Александра Александровича Аузана, он вас всех приветствует и

поздравляет с 75-летием нашего факультета и 10-летием диспут-клуба. С чем и я вас всех поздравляю.

Поднимите, пожалуйста, руки, кто хочет задать вопросы.

**Муж.** Я, к сожалению, первый доклад полностью не слушал. У меня вопрос к Евсею Томовичу.

**Ведущий.** Представьтесь, пожалуйста.

**Муж.** Почему я не слышу слов «добавленная стоимость»? Мы проводили специальное исследование и выяснили, что если бы добавленная стоимость к энергоресурсам, мы продавали энергоресурсы с добавленной стоимостью, составляла 50 % той добавленной стоимости, которая имеется в США, и если бы мы только половину нашей нефти продали с такой добавленной стоимостью, то национальный дивиденд возрос бы более, чем на 1 триллион долларов. Почему вы на это не обращаете внимание? Подчеркну, что и цена нефти тоже бы от этого возросла.

**Ведущий.** Валютный курс и добавленная стоимость. Представляйтесь, пожалуйста.

**Андрей.** Андрей, у меня вопрос к обоим докладчикам. Я смотрю на это так, импорт в 2015 упал по сравнению с 2011, а доля импорта выросла. Это означает, что внутренний рынок так сжался?

**Ведев.** Это номиналы. Соответственно, падение скомпенсировано...

**Ведущий.** Ответите. Татьяна Анатольевна.

**Татьяна Анатольевна.** экономический факультет МГУ. У меня вопрос к Алексею Леонидовичу. Скажите, вы отметили в вашем докладе, что в условиях плавающего валютного курса ЗВР ЦБ представляются избыточными. Означает ли это, что было бы целесообразно определение меры их достаточности и использование стратегии достаточности резерва? Спасибо.

**Муж2.** У меня вопрос к Евсею Томовичу. Вы сказали относительно структурной политики, которая должна быть более приоритетной по сравнению с современной макроэкономической, так я вас понял. Что означает эта структурная политика, какими средствами ее можно проводить?

**Винокуров.** Сергей Винокуров, «Вопросы экономики». У меня вопрос к Алексею Ведеву. Вы показывали рисунок, касающийся производства оборудования для записи, воспроизведения звука и изображения. С учетом крайне низкого качества этого оборудования отечественного производства: как может ослабление курса помочь его производству? Если потребитель вообще им пользоваться не желает!

**Бойницын.** Вопрос к обоим докладчикам. Может быть, нам стоит говорить лучше о предсказуемости курса рубля по отношению к валюте? Или перефразирую вопрос: это доказали исследования на нашей стране, что лучшим способом таргетирования инфляции в открытой экономике является именно предсказуемость, контроль за курсом рубля.

**Яковлев.** Андрей Яковлев, ВШЭ. У меня вопрос к обоим коллегам. Он, возможно, уровня обыденного сознания, тем не менее, он кажется важным. Одно из объяснений, которое звучало осенью 2014 года, почему ЦБ никаких интервенций не предпринимал: идея была в том, чтобы сохранить резервы на «черный день». На бытовом, банальном уровне. Были словесные интервенции со стороны Набиуллиной, со стороны Владимира Владимировича, и пока ничего не рухнуло совсем, ничего не предпринималось. Так вот, ситуация сейчас такова: у нас есть бюджетный дефицит. И по рассказам разных коллег денег на выполнение обязательств, которые сейчас взяты, всех денег хватает примерно на 1-1,5 года, плюс-минус. После чего, видимо, наступает момент сильных изменений бюджетной политики. И вот если, скажем, исходить не просто из валютной политики, а из связи бюджетной политики и валютной политики, если мы сталкиваемся с большими проблемами с бюджетом... А сейчас из неких сигналов следует, что пытаемся мы что-то занять на

мировом рынке как государство (не как компании под санкциями), и что Америка, что Европа говорят своим банкам: «Вы, конечно, можете ссудить им, но лучше не надо». Это прямо говорится. Если наступает ситуация острого бюджетного кризиса, как это может отразиться на валютной политике и на валютном курсе?

**Ведущий.** Спасибо. Ну что, сейчас Евсей Томович первым отвечает. Вы начнете с последнего вопроса?

**Гурвич.** С самого легкого. Хорошо, про добавленную стоимость, конечно, хорошо бы иметь, такую добавленную стоимость на единицу продукции, как в США. Но мне кажется, что эту цель трудно достичь одними средствами курсовой политики, мне кажется, это, скорее, задача всей остальной экономической политики, и курсовая политика здесь может быть на последнем месте. Поэтому я не считал, что это предмет нашего сегодняшнего обсуждения. Да, и что у нас не на половину, а где-то на треть снизился объем импорта в долларовом выражении, я пытался объяснить, что в долларовом выражении он снизился, но доллар подорожал, соответственно, подорожали в рублях импортные товары. И поэтому их рублевые цены выросли, и когда мы рассчитываем долю импортных товаров на внутреннем рынке, мы уже пересчитываем их из долларов в рубли. А оказывается, что их доля на внутреннем рынке не сокращается. В этом и был поинт нашего исследования, которое я сейчас даю.

Третий вопрос про нормы структурной политики, структурные реформы. Да, здесь просто почему у нас в 10 раз меньше реакция счета текущих операций на изменения, на 10 % реального обменного курса? Мы пытались посмотреть, почему. Потому что у нас экономика не очень рыночная, в структуре экспорта преобладает сырье, которое очень слабо реагирует на реальный обменный курс. Немного реагируют металлы, химия – такие полуобработанные товары, но слабо. Поэтому у нас объем экспорта слабо реагирует на курс. В этом году у нас немного физический объем экспорта вырос в условиях глубокого ослабления рубля, но за счет чего? За счет того, что мы из-за спада производства меньше потребили нефти на внутреннем рынке, и при той же добыче нарастили экспорт нефти, нефтепродуктов. Все, все остальное у нас с точки зрения физ. объемов, экспорт почти не изменился, несмотря на такую девальвацию. Это не нормально, это показывает, что у нас не работают рыночные импульсы в экономике. Значит, это ценовой импульс гигантской силы, который ни на что не повлиял, значит не работают рыночные механизмы. На внутреннем рынке тоже получается, что у нас слабая вазимозаменяемость. Опять-таки, при изменении, существенном изменении относительных цен импортной продукции и внутренней очень слабо реагирует внутреннее производство. Опять-таки, это означает слабость механизмов перераспределения ресурсов между разными отраслями. Все это можно описывать, какие реформы нужны для этого. И нужно понимать, что это не технократическая задача, это означает, что базовые рыночные механизмы у нас очень слабые. В том числе нужно усиливать стимулы. Одна из причин, вы, наверное, со мной не согласитесь, но правительство это официально признало, это избыточное и крайне неэффективное участие государства в экономике. Это в одном из документов правительства, по-моему, «Основные направления деятельности правительства», принятые в мае 2015 года, там дословно почти так написано.

И лучше говорить о предсказуемости обменного курса, контролировать курс рубля. На это наш уважаемый коллега Олег Вячеславович Вьюгин как-то сказал, что непонятно, почему мы должны поддерживать неизменной стоимость товаров в иностранной валюте, а не в своей. Если мы поддерживаем курс, то будут скакать рублевые цены. Долларовые будут оставаться. Но, во-первых, это общее разумное соображение, во-вторых, это как раз то, что мы имели до перехода к плавающему рублю. И я большую часть своего доклада посвятил тому, чтобы аргументировать, почему это плохо, и к каким негативным последствиям это приводит.

Ну, и вопрос Андрея Александровича Яковлева я считаю провокационным. Я уверен, что наше Министерство финансов не допустит бюджетного кризиса, и той ситуации, о которой вы спрашивали, не может быть никогда.

**Ведев.** Спасибо. Насчет добавленной стоимости. На самом деле, этот вопрос достаточно интенсивно и широко обсуждался при подготовке стратегии 2020, это было в 2012 году, была замечательная презентация Владимира Дребенцова. Совершенно не очевидно; у меня создалось впечатление, что экспортировать сырье с добавленной стоимостью, это есть благо или хорошо. Например, все нефтепродукты сами по себе логистику имеют 300-400 максимум километров. Каким образом мы бы донесли до потребителя? Точно также лесопереработка или кругляк. Если учитывать финский опыт и наш, то в конечном итоге экологический ущерб такой, что, наверное, кругляк более выгодно. Понимаете, нельзя сказать, что этот вопрос абсолютно однозначный, и что мы проиграли в том, что мы продавали сырую нефть, а не нефтепродукты и сырьевые товары с какой-то добавленной стоимостью. Просто я отсылаю к материалам 2020, которые были изданы еще в 2012 году.

ЗВР и гибкий курс. Плавающий курс, в принципе, предполагает, что у нас происходит балансирование сальдо счета текущих операций и финансового счета. И валютные резервы остаются неизменными. Если они остаются неизменными, а именно таков прогноз ЦБ на ближайшие 3 года, встает вопрос, зачем же они нужны? И это вопрос выбора экономической политики. Я не говорю, что они не нужны, и я здесь отделяю вопросы от рентных фондов, скажем, как ФНБ и Резервный Фонд. Например, у Японии эти ЗВР выше 1 триллиона долларов и происходит выкуп для того, чтобы избежать избыточного укрепления иены. У кого-то в США, у ЕС отсутствуют в принципе резервы как класс, но, по-моему, в США, если мне не изменяет память, 45 миллиардов долларов, то есть практически нулевые резервы. И это, скорее, приглашение к дискуссии. Мы должны разделить какие-то наши рентные фонды в виде Резервного фонда, Фонда национального благосостояния и ЗВР ЦБ, которые тоже значительны, и как-то определиться, мы их держим или нет? И если мы их держим и управляем, как и где и во что вкладываем? На самом деле, несколько публикаций, в том числе у Норкевича недавно была - об управлении суверенными фондами. Мне кажется, эта проблема, к ней можно еще раз вернуться и посмотреть, насколько у нас должны быть требования к ликвидности, к структуре, к рискам при управлении этими фондами.

Импортозамещение - это вопрос. И без сомнения, производители бытовой техники пострадали. Многие отверточные предприятия - я встречался с производителями, там цена комплектующих выше, чем цена рабочей силы. Имеется в виду, при девальвации мы выигрываем именно издержки по труду и проигрываем по прочим издержкам. И с этим ничего сделать нельзя, но понятно, что это еще неэластичные к импортозамещению сектора.

Предсказуемость курса - я согласен с Евсеем Томовичем. И в 2010 году, когда мы готовили доклад о структурной модернизации финансовой сферы, мы поддерживали модифицированный подход к таргетированию инфляции, с постепенным расширением колебаний валютного курса и управлением процентными ставками. Потому что понятно, что даже в текущей ситуации хедж, страховка по валютному курсу для каких-то импортеров просто заоблачную имеет стоимость и, конечно, не работает. И, естественно, волатильность - это то, что является прямым вычетом из экономического роста сегодня. С другой стороны, я согласен с Евсеем Томовичем в том, что у нас есть размен: управляемое плавание и предсказуемость валютных цен, но не предсказуемость рублевых, но не наоборот. Сейчас как раз я приводил на графиках отрыв 3 показателей друг от друга, это нефть, валютный курс и инфляция. Нефть с курсом разбегаются, поскольку у нас естественным образом происходит то, за что мы так давно ратовали, это слезть с нефтяной иглы. Я думаю, что это будет очень быстро. Равно как и достаточно быстро пойдет процесс дедолларизации, это

влияние курса на рост цен, на инфляцию. В том числе и потому, что у нас 2015 год беспрецедентный в новейшей истории, когда не только заработная плата, но и реальные доходы населения ушли в минус, и сейчас весь ритейл и розница испытывают сильнейшее давление со стороны спроса. И поэтому понятно, что происходит вполне естественная дедолларизация и разбегание двух показателей – инфляции и обменного курса.

**Финансовый результат.** Дмитрий Аркадьевич (Митяев), вопрос ваш. Когда мы прогнозировали, я, будучи еще экспертом в конце 2013 – в начале 2014 года, на 2015 год у меня был базовый прогноз -3% ВВП при достаточно высоких ценах на нефть. Основная логика была в том, что должна произойти коррекция по издержкам. Если мы рассмотрим ВВП по формированию первичных доходов, то у нас происходил постоянный рост фонда оплаты труда при неизменных косвенных налогах и при постоянном снижении валовой прибыли в ВВП. И исходя из этих тенденций было видно, что наша экономика идет во все более неэффективную сферу издержек, и нужна коррекция. Мне тогда казалось, порядка 3% ВВП должна быть коррекция, и, как мне тогда казалось, 2015 год должен был быть годом кризиса среднего класса, тогда я это так называл. Мы должны были хорошо скорректироваться по зарплатам, по реальным доходам населения с тем, чтобы это уравнять. И уже на базе этого как дальше прогнозировался финансовый результат? Чисто арифметически. Если у нас идет коррекция по заработным платам и неизменными остаются косвенные налоги, то валовая прибыль в экономике у нас просто обязана возрасти чисто арифметически из чистого тождества. И тогда по моим оценкам примерно в районе 20-25 % должна была скорректироваться заработная плата. Но реальность превзошла мои ожидания через 1,5 года, и получилась большая коррекция.

Про бюджет согласен с Евсеем Томовичем. Спасибо.

**Ведущий.** Спасибо. Появились новые вопросы или нет? Появились! Александр Андреевич должен задать вопрос, я считаю.

**Александр Андреевич.** Я очень внимательно слушал и Алексея Леонидовича, и Евсея Томовича, и все ответы. Вот мы сейчас говорим о плавающем курсе. Нет вообще плавающего курса! Есть свободная управляемость - все-таки, режим некоего курса. Если управляемость, то у нас необъявленная смена валютного курса в бюджетно-нефтяной коридор, я так считаю лично. А когда мы говорим, Алексей Леонидович, про курс, свободный сверху, не свободный снизу... Евсей Томович говорит то же, преимущественно о каком плавающем курсе речь?!

**Ведущий.** Хорошо. Давайте еще вопросы.

**Муж.** Опять же, вопрос, в основном, к Евсею Томовичу. Вы говорили, что недостаток и валюты, и даже денежной массы ощущается в реальном секторе. Как по-вашему, есть перспективные методы отделить валютных спекулянтов от тех посредников, которые деньги валютные отправляют в реальный сектор? И можно ли этими методами потом затормозить получение валютных доходов спекулянтами?

**Ведущий.** Все спекулянты. И мы спекулянты. Все?

**Муж4.** Возможно было бы говорить о плавающем курсе в тех условиях, экономических и финансовых, существования в конце 2014 года?

**Муж5.** Институт экономической политики. Вопрос на обсуждение, чтобы вы прокомментировали. У ЦБ всегда есть большие резервы, которые можно бухнуть для того, чтобы стабилизировать курс, они, может быть, будут превышать 2 миллиарда. И есть ли смысл держать резервы этого или нет?

**Ведущий.** Все, да? Давайте, теперь Алексей Леонидович.

**Ведев.** Спасибо. Режим обменного курса. Да, без сомнения, у нас конец 2014 и 2015 год - это год шока, и поэтому, все-таки, у нас происходит настройка. У нас, скорее, курс

свободный, чем управляемый - и это декларировано было, - но в то же время снизу он управляемый.

**Александр Андреевич.** Не бывает так.

**Ведев.** Я бы так ответил, мы много это обсуждаем с коллегами из ЦБ, и, кстати, сегодня я хотел Ксению Валентиновну Юдаеву поздравить с днем рождения. Мы достаточно много эту тему обсуждаем. И я думаю, что в рамках шока, действительно, четырехкратное падение цен на нефть с учетом высокой зависимости нашей от сырья, мы движемся, наверное. Сейчас какой-то гибридный режим с движением к свободному плаванию. И на слайдах, еще раз повторяю, я хотел это показать, что у нас нет уже такого понятия, как рублевая цена барреля, она колеблется. Уже три показателя – нефтяные цены, курс и инфляция - теряют такую жесткость связи между собой. У нас дедолларизация и сход с нефтяной иглы происходят достаточно быстро, и какой-то транзит, переходный период мы должны достаточно быстро пройти.

Курс и условия, собственно говоря, это о том же, что, возможно, чисто теоретически надо было иметь более сильные финансовые рынки и финансовую систему, и более сильных производителей, которые бы там страховались, все делали по уму. Финансовые рынки давали бы страховку импортерам промежуточных товаров... Так получилось. Но в результате мы сошлись с Евсеем Томовичем в диспуте о том, что, конечно, свободное плавание, несмотря на негатив, принесло больше позитива в 2014-15 годах. И ЗВР, и стабильность – опять же, это политическое, решение экономической политики, но при всем при этом, опять же, если ЗВР определяют девальвационные ожидания, то у нас режим управляемого плавания, потому что мы можем управлять курсом и девальвационными ожиданиями, процентными ставками и т.д., балансировать рынок спроса и предложения на иностранную валюту или на рубли. Поэтому это такой вопрос не однозначный. И просто как раз был мой призыв дискутировать на эту тему, потому что существуют разные страны с разными кейсами, случаями на эту тему.

**Ведущий.** Спасибо.

**Гурвич.** Первый вопрос содержательный и трудный про режим обменного курса. Но я хочу напомнить, и вы это знаете прекрасно, наверняка больше в деталях, чем мы, что, на самом деле, различают чистое плавание и грязное плавание. То есть это не управляемое плавание, а внутри плавающего курса есть чистое и грязное. И чистого плавания буквально по пальцам одной руки можно перечислить, страны, в которых чистое плавание. Очень трудно точно судить о позиции ЦБ, но мое оценочное суждение, что у нас не чистое, а грязное плавание, и слава богу.

**Александр Андреевич.** Оно управляемое, но неявно.

**Гурвич.** Грязное плавание, это и значит отчасти управляемое, но я думаю, что отличие свободного плавания, пусть грязного, от управляемого в том, что оно в среднем свободное. Есть простой объективный критерий – посмотреть на платежный баланс за 2015 год, изменение ЗВР близко к нулю. Это значит, что, в среднем, если и были интервенции в одну сторону, то они потом компенсировались интервенциями в другую сторону. Это и есть, на мой взгляд, такой водораздел между управляемым плаванием и грязным.

**Александр Андреевич.** Просто ограничить путь на продажу валюты, и все.

**Ведущий.** Это следующий вопрос. Понятно.

**Гурвич.** Хорошо, значит по поводу спекулятивных операций я считаю, что, вообще-то, может быть, не нужно слишком рьяно бороться со спекулянтами, по крайней мере, не нужно провоцировать спекулятивные операции. Я считаю, что как раз одним из главных достоинств режима плавающего курса, что он не провоцирует спекуляции. В отличие от фиксированного курса и управляемого плавания. Поскольку то, что я рассказывал, стимулы для спекулятивных операций гигантские. И гигантская покупка валюты банками на рынке,

которая, конечно же, сопровождалась большими спекулятивными операциями, относится к концу 2008 года – началу 2009. И это одна из причин, что после того кризиса объявили о переходе к плавающему курсу, что стало понятно, что любой курс, кроме плавающего. В условиях экономики, зависящей от экспорта нефти, подверженной сильным шокам, любой курс будет избыточно стимулировать спекулятивную деятельность.

Вопрос Павла Александровича Чернышова: можно ли было это вводить в конце 2014 года? Я, с одной стороны, считаю, что нельзя было не вводить, потому что тот курс, который тогда был с расширяющимися коридорами, тоже сильно провоцировал спекуляции. Другое дело, что его слишком рьяно ввели. И мне кажется, что попытались сразу перескочить к чистому плаванию, тогда бы как я сначала перешел бы к грязному, а потом грязное делал понемногу все более чистым, но все равно не до конца в наших условиях.

И последний вопрос, является ли мотивом действий ЦБ стремление держать резервы, опять-таки, у нас нет данных, это оценочное суждение. Но, в принципе, я думаю, что присутствует такой мотив. Почему? Как раз где-то в конце 2014 года у меня была большая дискуссия тогда с главным экономистом по России и СНГ банка HSBC Морозовым, который настаивал, что любое снижение резервов будет подрывать доверие инвесторов к нашей курсовой политике, ко всей нашей финансовой системе. Поэтому, по-видимому, это было не только его личное мнение, но и инвесторов в целом, поэтому ЦБ не мог его не учитывать. Тем более теперь он является директором департамента исследований ЦБ и имеет возможность доносить - если не проводить - свою точку зрения до руководства ЦБ. Спасибо.

**Ведущий.** Спасибо. Ну что, сначала нам надо, наверное, поздравить Ксению Валентиновну как участницу наших диспутов и как человека, чья цитата фигурирует, давайте мы ее вместе поздравим с Днем рождения.

К вопросу, кстати, о наличии долларов. Я думаю, может быть, там еще есть мотив защиты от того, что нам сейчас по свопам никто доллары не предоставит. И такой может быть мотив. Ну что, кто желает выступить? У нас осталось 3, все, да? 4 человека. Давайте по 3 минуты всем. Нормально?

**Муж.** Мне кажется, во-первых, были очень интересные доклады. Я хочу остановиться на ответе на мой вопрос Евсея Томовича по поводу структурной реформы. По-моему, говорили о том, что, действительно, по крайней мере, рыночный механизм не делает того, что умеет делать, это импортозамещение, перестройка структуры, этого не видно. Но, на мой взгляд, это естественный вывод, надо не замыкаться на рыночных методах! Как, отчасти, может быть, и со спекуляцией. Конечно, в каком-то смысле плавающий курс нужен, стабильность очень важна, поэтому, может быть, надо было не просто переходить к плавающему курсу, а теми или иными методами исключить эти колоссальные скачки курса, которые, конечно, очень помешали хозяйствованию.

**Ведущий.** Спасибо. Очень быстро.

**Жен.** Теперь вопрос, который уже поднимался, и я хочу сказать одну вещь. Когда вы говорите, что нужен свободный плавающий курс, то вы при этом еще вводите понятия чистого плавания и грязного. Тем самым подрываете свободу, потому что непонятно, что такое грязное плавание. Мы говорим о том, что есть управляемое плавание. Когда мы говорим о том, что мы пресекаем спекуляции в свободном плавании, то можно подумать, что наша задача в сфере экономической политики, это работа со спекуляциями! Мы что, забыли о том, что есть влияние свободного плавания на экономический рост, на инфляцию, на доходы населения? Есть много еще других аспектов этого самого влияния свободного плавания, которые надо учитывать в целом.

**Ведущий.** Спасибо.

**Муж5.** Если вы посмотрите политику ЦБ Англии, США и других стран, они проводят политику регулирования не только формально, но и по факту. Это называется политика ЦБ.

Если возьмете, Евсей Томович, ваши графики, где влияние эффективного курса и цен на нефть, то для 2009 года это было таргетирование реального курса при растущих ценах на нефть. Сейчас нечто подобное, это попытка таргетировать курс в условиях падающих цен на нефть, плюс проблемы бюджетного дефицита. Если вы посмотрите, то наша курсовая политика очень хорошо коррелирует с динамикой цен на нефть и бюджетными потребностями. По факту мы декларируем формально свободный плавающий курс, и двигаемся, проводим другую политику - политику необъявленного бюджетно-нефтяного коридора. Вот что на самом деле проводят! Политика непрозрачна, цели не определены, это только усиливает инфляционные ожидания, и, к сожалению, не позволяет нам решать многие задачи, которые стоят перед экономической политикой в целом и политикой ЦБ.

**Ведущий.** Спасибо.

**Норкин.** Норкин, Институт проблем управления. Очень меня беспокоит то, как вы ответили насчет добавленной стоимости. В чем смысл? Я, единственное, не виноват, что не сказал «глобальная конкурентоспособная добавленная стоимость». Ведь деньги - это фикция, которая обслуживает экономику. Так вот, эта фикция, если нам нужно будет, мы будем продавать ресурсы с добавленной стоимостью, то, во-первых, мы сэкономим на транспортных расходах, во-вторых, мы создадим потребность в рублях. И эта потребность влияет на курс. И при этом в эти несколько триллионов долларов, их вполне достаточно, можно выделить 250 миллиардов долларов, на развитие науки, которая требуется для того, чтобы добавленная стоимость была создана. Я очень советую обратить внимание, у меня публикация была Вольного экономического общества, но я готов детально в этом разобраться. Это очень важный вопрос.

**Ведущий.** Спасибо. Я боюсь, что, если появится триллион долларов лишних, науке ничего не достанется. С вероятностью, близкой к 100 %. Спасибо. Дмитрий Метелин.

**Метелин.** Мне нравится экономический оптимизм наших докладчиков. Мне кажется, что у нас имеет место невключение в цели курсовой политики настроений экономики. И вопрос в том, можем ли мы себе позволить режим таргетирования инфляции? И второй вопрос насчет реформ, которые касаются макроэкономической политики. Мне кажется, что эта лошадь давно уже померла, и телегу придется самим толкать. Есть пример Мексики - вот они в 2014 году захеджировали 14 миллионов баррелей, получили 7,5 миллиардов в бюджет денег. В 2015 году тоже.

Поэтому мой экономический оптимизм заключается в том, что гораздо раньше, чем через 10 лет мы будем обсуждать, какими реформами спасти экономику. Спасибо.

**Ведущий.** Спасибо. Все, кто хотел, выступили. Тогда мы передаем слово Евсею Томовичу. Проанализируйте все сказанное и ответьте критикам.

**Гурвич.** Спасибо большое за выступления, комментарии. Если коротко сказать - вы говорите, что не нужно замыкаться на рыночных методах. Мне кажется, что по факту я согласен с этим, но, например, сейчас мы сделали работу, параметрическими методами проанализировали, что первично в российской экономике, зарплата влияет на инфляцию или инфляция влияет на зарплату. И, в принципе, в по-настоящему рыночных экономиках кажется, что обязательно двусторонне влияние, но нет, в рыночных развитых экономиках дело идет от инфляции к зарплате. А зарплата на инфляцию - в эту сторону не работает. В нашей экономике оказывается двустороннее влияние, и в ту, и в другую сторону. Это признак того, что нужно и рыночными методами тормозить инфляцию, фактически, гетерогенно, и методами монетарной политики, но и, скажем, не повышать произвольно оплату труда в бюджетном секторе в полном отрыве от реальной производительности этого труда. Это роль государства - вести себя разумно. Важная роль государства. Я за то, чтобы оно вносило свой вклад, ведя себя разумно. Но в то же время, все-таки, есть и вторая сторона



этого дела – продвигаться одновременно к тому, чтобы рыночные механизмы работали, потому что это тоже зависит от государства, это вторая его роль.

По поводу того, что нужно учитывать и влияние на уровень жизни граждан, и т.д. В принципе, хорошо бы, но есть теоремы, которые показывают, что нельзя сразу все иметь, когда говорится о денежно-кредитной политике. Известная теорема о невозможной троице. Единственное исключение, что цели поддержки производства и ограничения инфляции не противоречат друг другу, потому что, когда экономика перегрета, то имеет смысл тормозить инфляцию с пользой для производства; когда она недогрета, можно, наоборот, стимулировать экономику. Во всех остальных случаях мы не можем иметь все сразу.

И, Александр Андреевич, я не совсем согласен, что у нас политика обменного курса ориентирована на интересы бюджета. Мы оценили эластичность обменного курса по ценам на нефть. И по совсем свежим данным у нас она получается где-то - 0,55. 0,45; мы не добираем, чтобы соответствовать интересам бюджета. Если бы на бюджет было ориентировано, мы бы получили точно 1. Но нет!

Все, спасибо.

**Ведев.** Я хотел просто сказать, что, действительно, российская экономика за последние 1,5-2 года испытала и ценовой, и геополитические шоки, идет адаптация, поэтому оперировать чистыми терминами достаточно тяжело. Но я оптимист. И хотел всех поблагодарить всех за вопросы, выступления, за то, что уделили нам ваше время. Спасибо большое.

**Ведущий.** Дорогие друзья, большое всем спасибо. Я считаю, что сегодня мы замечательно провели время, и даже провокационный вопрос прозвучал только один. Но я думаю, что Андрей Александрович в кулуарах задаст его еще раз и получит удовлетворяющий ответ. Ждем всех 21 апреля. Спасибо!