

Спасибо большое за возможность выступить. Я очень горд и тронут этой возможностью открывать гайдаровские чтения, потому что тематика денежной политики – самая близкая Егору Тимуровичу. Несколько методологических замечаний: во-первых, я буду говорить не собственно о денежной политике, а – и мне кажется, что это методология Гайдара – о единстве денежной и фискальной политики. Я думаю, что и на практике, и в теории они едины.

Во-вторых, буду использовать глобальный подход. Поскольку Россия – это открытая экономика, открытые финансовые рынки, открытые денежные рынки, которые находятся в большой зависимости от деловых циклов, от распределения рисков, от инноваций, глобальной экономики. И, в-третьих, это исторический подход, когда мы должны видеть ретроспективу, текущую макроэкономическую динамику и пытаться видеть будущую макроэкономическую динамику и строить денежную политику, в зависимости от сочетания этих трех элементов. Все, что я здесь говорю, я говорю от своего имени, не выражая позицию Банка России.

Френсис Фукуяма двадцать лет назад написал статью «Конец истории». В известной мере он был прав, закончилась история одного типа глобального развития, в которой было довольно четкое разделение на три мира, эти три мира были между собой в определенном балансе, в том числе экономическом балансе. Этот баланс задавал достаточно определенный темп экономического развития.

Потом исчез второй мир, третий мир стал разделяться. Из него стал выделяться «полуторный» мир, т.е. страны быстрого догоняющего развития. На смену гонке вооружения пришла экономическая гонка. Пришел период очень высоких темпов экономического развития. И прежде всего в этом «полуторном» мире. Это породило огромный рост глобального спроса как на ресурсы, так и ликвидность. Быстрое догоняющее развитие с одной стороны, на одном полюсе, и реализация аппетита к риску, который не мог быть удовлетворен в рамках развитых экономик продлили перегрев мировой экономики, на другом. Растущий полуторный мир проявлял огромный спрос на деньги. Первый мир давал соответствующее предложение денег через, с одной стороны, ослабление фискальной дисциплины большинства развитых стран, нарастание публичного долга. А с другой стороны через мягкую монетарную политику и большой объем денежной эмиссии. Это стало приводить к разгону цен на активы. Как на сырьевые активы, так и на активы фондовых рынков, активов недвижимости.

С другой стороны, для того, чтобы обслужить аппетит к риску, который развивался в первом мире, стали появляться очень сложные финансовые инструменты, которые помогали упаковывать эти риски, продавать их и глобально распределять в планетарном масштабе. Сложилась модель такого баланса, в котором в быстро развивающемся полуторном мире основными элементами были импорт частного капитала из развитых стран, экспорт публичного капитала в развитые страны, высокий рост чистого экспорта, высокое позитивное сальдо торгового баланса и текущего счета платежного баланса, низкая норма внутреннего потребления, высокая норма сбережения, и на основе сочетания всех факторов – индустриализация этих стран.

На другом полюсе в первом мире была зеркально противоположная картина: это рост экспорта частного капитала, импорт публичного капитала, высокая норма потребления, низкая норма сбережения и деиндустриализация этих стран, перенос индустриальной активности идут к растущей развивающейся экономике. В России сложилась своя модель. Нам удалось соединить худшие черты и той и другой модели. Т.е. у нас как в странах быстрого догоняющего развития экспорт публичного капитала и импорт частного капитала, высокий чистый экспорт и положительное сальдо торгового баланса, но ни как у них – низкая норма сбережения и высокая норма потребления, и, соответственно, в результате этого быстрой индустриализации развитие производительных сил не получается.

Эти глобальные балансы, которые оборачиваются глобальными дисбалансами, дисбалансами накопления сбережения и потребления на разных полюсах, накопления дефицитов и положительного сальдо на разных полюсах, вынужденный обмен этими излишками усилились изменением валютной политики и фактическим уходом от свободного плавания валют, который в двух основных формах складывался для многих стран быстрого догоняющего развития – удержания искусственно низкого курса национальной валюты за счет закрытия рынка капитала, за счет накопления очень высоких валютных резервов, активного присутствия монетарных властей на валютных рынках. В других случаях, в рамках Европейского союза, – это произошло в форме введения унифицированной денежной единицы для стран с абсолютно разными экономическими потенциалами, разной фискальной политикой.

Традиционная пара этих дисбалансов – это Китай и США. США увеличивает сбережения, Китай – потребление, здесь двойные дефициты, здесь двойные профициты. Ну и Германия и Южная Европа – это такая же пара, потому что в отсутствии унификации европейской монетарной системы, безусловно, марка бы укреплялась, валюты южных стран ослабевали. Это не давало бы такого накопления положительных сальдо торгового баланса, которое должно было бы компенсироваться притоком германского капитала и нарастанием соответствующих рисков. Такие примеры можно продолжать как региональные, так и страновые.

Кризис 2008–2009 годов. Я не буду о нем говорить долго, хотя он заслуживает этого. Хочу сказать лишь одно: те меры, которые были приняты монетарными и фискальными властями – они не решили фундаментальных проблем дисбаланса, они перевели их из одной формы в другую. Избыточный риск, избыточный долг никуда не делся. Он перераспределился просто из формы коммерческого риска в формы суверенного риска. Монетарные и фискальные власти ориентируются на то, чтоб вернуться к «прекрасному старому миру», миру высокого роста, высоких доходов, социальной стабильности, которая покупается высокими доходами. Три традиционных инструмента используются для того, чтобы вернуться в условную точку истории высокого развития. Эти инструменты: во-первых, снижение процентных ставок, которые уже снижены до нуля, и есть попытки иметь отрицательные процентные ставки – вы платите деньги за то, что у вас принимают в депозит, но все-таки глобально такую практику трудно рассматривать. Второе, количественное смягчение, приобретение на балансы монетарных властей бондов суверенного долга, либо даже корпоративного долга, что активно использовали и, как мы понимаем, собираются в дальнейшем использовать монетарные власти развитых стран. И третье – это симулирование внутреннего спроса за счет нарастания фискальных дефицитов и нарастания публичного долга.

Мы видим, что эти инструменты позволяют смягчить крайние проявления кризиса. Т.е. позволяют остановить падение производства и начать на небольшой рост, снизить падение безработицы, восстановить некоторую производственную активность, но создают при этом очень большую зависимость всех финансовых институтов от нетрадиционных источников развития, т.е. от деятельности монетарных и фискальных властей. Финансовые институты становятся все менее самостоятельны, менее готовы воспроизводить свою деловую активность без этих опор. Возникает ситуация растущей зависимости, хрупкости финансовых рынков, хрупкости финансовой индустрии, нетранспортности активов.

Кстати говоря, одной из проблем для консервативных инвесторов является то, что теперь нет того класса активов, в который можно было бы без риска вкладывать. Традиционно, вы рисковали на инструментах фондового рынка, и хеджировали эти риски, покупая инструменты суверенного долга. Сейчас суверенный долг имеет премию зачастую выше, чем корпоративный долг, и при той динамике публичного долга, которую мы сейчас имеем, трудно представить, что ситуация кардинально вернулась в прошлое состояние. А значит для консервативных инвесторов, центральных банков, пенсионных

фондов, страховых компаний – инвестирование очень затруднительно. Вообще говоря, надо очень серьезно и много думать о будущих пенсионных и страховых системах, потому что нет теперь безрисковых инструментов.

Что дальше? Видимо ситуация поддержания внутреннего спроса за счет экстремально низких ставок фискальных дефицитов и количественного ослабления монетарных властей будет долго сохраняться. Одними из последствий этого является перенос рисков в развивающиеся рынки, поскольку там довольно высокие темпы роста. И это проблема для всего этого мира, потому что это создает огромные риски притока и оттока коротких капиталов. Они дополнительно стимулируются не только тем, что здесь высокий спрос на деньги из-за высоких темпов роста, но и, соответственно, в этих странах есть риски инфляции, и они вынуждены держать высокие процентные ставки и повышать их. Дифференциал процентных ставок между странами догоняющего развития и развитыми странами – он, по крайней мере, не будет уменьшаться, скорее всего, будет увеличиваться.

Второй риск – пузыри активов, которые на этих рынках возникают и будут возникать в дальнейшем. Если даже они не будут возникать в развитых странах, они будут возникать здесь.

И третье – возникновение валютных несоответствий, вследствие притока капитала, разрыв между активами и пассивами банковских балансов, балансов других институтов и принятие валютного риска либо на банки, либо на их клиентов.

Все это в полной мере относится и к России. В этой ситуации, как мне кажется, регуляторы, аналитики, эксперты должны больше задуматься о темпах экономического роста. Я считаю, что невозможен и не нужен возврат к тем высоким темпам роста, которые были. Глобальные темпы роста ВВП в 4-5% в год непосильны для мировой финансовой системы. Это огромная нагрузка на демографию. Это огромная нагрузка на экологию. Кто постарше помнит взрыв дискуссий, который произвел доклад Римского клуба «Пределы роста» – замечательная книжка, было много шума, потом забыли. А ведь должны быть пределы роста, мы должны быть здесь очень осторожны, внимательны.

Второе, регуляторы, денежные власти, должны подумать о корректировках некоторых понятий, в частности, инфляционного таргетирования. Ведь на практике валютные интервенции – это инструменты, к которому прибегают сейчас и наш банк, и в Швейцарии, и в Японии, банк Израиля и другие в этом смысле ортодоксальные люди. Мы должны думать не только о контроле потребительских цен, но и контроле цен активов. Это должен быть мандат денежных властей.

Третье, я думаю, что в глобальном мире денежные власти должны защищать режим свободных плаваний валют, и валютные войны (Центральный банк России не участвует в валютных войнах – мы мирная организация и призываем к миру всех коллег) – это игра с отрицательной суммой, в которой практически нельзя выиграть, но совершенно точно можно проиграть глобально. Это очень опасная вещь и в этом смысле поддержание режима свободного плавания, отказ от любых форм протекционизма, в том числе административного регулирования потоков капитала, я считаю, очень важной вещью.

Мандат глобальных регуляторов должен включать не только поддержание ценовой стабильности, не только стабильности цен активов, но и в целом финансовой стабильности. Конечно, чрезвычайно важно – это обеспечение жесткого регулирования надзора на финансовых рынках.

Переходя к России, хочу сказать, что нас не должно обольщать то, что для нас новые регулятивные требования оказываются нежесткими. Скажем, требования Базеля-III по капиталу первого уровня – 6%, вместе с буферным капиталом – 8,5%. Сейчас это выполняют 91,5% российских банков (по капиталу первого уровня – 99%). Это означает, что формально регулятор не должен принимать специальных мер. Так вот, мы не должны обольщаться этим, что у нас в этом смысле формально хорошая ситуация. Во-первых,

отчасти это результат неполной транспарентности банковских балансов, собственников и т.д. даже для регулятора. Во-вторых, показатели быстро меняются в зависимости от возобновления роста кредитования.

Я считаю, что мы должны вводить более жесткие требования по капиталу первого уровня, по буферному капиталу, чем это рекомендует нам Базель-III.

Здесь мы должны вступить в период своеобразного decoupling (отделения, размежевания) этих экономик. Об отделении (размежевании) говорили во время кризиса. Я считаю, как раз, что это проблема посткризисного развития. Т.е., грубо говоря, Китай и США должны быть менее зависимы друг от друга в платежных балансах. В целом «полуторный» и «первый» мир должны быть менее взаимозависимы в платежных и фискальных балансах. Это означает, что в Китае должны расти нормы потребления. В США – расти нормы сбережения. Должна быть новая индустриализация, возвращение производства. В Китае должен происходить рост социальных обязательств и должны в результате снижаться разрывы в темпах роста и дифференциалах процентных ставок между этими мирами. В России тоже должна быть изменена модель роста, но отличие России от Китая в том, что в Китае высокая норма сбережения, он должен снижать норму сбережения, а Россия должна повышать норму сбережения и снижать норму потребления. Т.е. с точки зрения внешнего баланса Россия и Китай однотипны. Мы также должны меньше ориентироваться на чистый экспорт, а больше ориентироваться на внутренний спрос. А с точки зрения соотношения между сбережением и потреблением мы разнотипны и должны больше ориентироваться на рост нормы сбережения, и на рост инвестиций.

В этом смысле интересно посмотреть, где мы сейчас макроэкономически находимся. Формально, ситуация в текущем году неплохая. У нас четыре с лишним процента темп роста, я думаю, будет. У нас будет бюджетный дефицит меньше, чем это прогнозировалось. Могу сказать, что я буду удивлен, если он будет больше 3,5% ВВП.

У нас снова 500 млрд. долл. международных резервов. Соответственно, у нас высоко растет денежное предложение и спрос на деньги, у нас денежная база выросла на 28%, денежная масса – на 31-32%. Вроде бы все относительно неплохо. Но риски-то существуют. Банк России 14 раз снижал процентную ставку по своим операциям (рефинансирование, депозитные и кредитные ставки). Но в апреле этого года закончилось это движение и сейчас соотношение процентных ставок 2,5% к 5%, 2,5% – депозитные ставки по привлечению и 5% – по предложению денег через операции РЕПО. Ну, коридор сам по себе неплохой, хотя наверное есть необходимость постепенно его сужать. Я сейчас вспоминаю, как в начале года нам говорили: надо быстро снижать ставку, нам грозит дефляция, и если вы быстро не снизите их чуть ли не в разы, вы рискуете остановить экономику. Мы не стали этого делать. Мы остановились. Остановились за 3 месяца, до того как инфляционные процессы стали реализовываться. Поздно останавливаться, когда они уже реализовываются, надо останавливаться до того, как это произошло. Понятно, что рост инфляции августа-сентября во многом, это не только локальный шок предложения, а постепенная реализация рисков, связанных с фискальной и монетарной политикой последнего времени. Поэтому думаю, что мы поступили правильно и вовремя, и как мы пишем в своих пресс-релизах, посвященных заседаниям Совета директоров, на ближайшие месяцы ставки комфортны для участников рынка. Это позволяет постепенно увеличивать кредитование.

Я напомним, что с марта текущего года растет кредитование, портфель банковских кредитов за 9 месяцев увеличился на 6,6%, причем меня особенно радуют успехи частных банков, которые имеют лучшие темпы роста, чем банки государственные. Надеюсь что прогноз инфляции на 2011 год, 6–7 % будет реализован. Инфляционные риски уменьшатся за счет того, что уменьшатся фискальная и монетарная эмиссии.

Монетарная эмиссия уже уменьшается и будет дальше уменьшаться за счет того, что ЦБ РФ меньше присутствует на внутреннем валютном рынке. Думаю, что снижение этих денежных показателей и темпов их роста создаст хороший фон для того, чтобы мы

преодолели последствия этого высокого предложения и где-то, может быть, во втором квартале следующего года вернулись на траекторию снижения инфляции. У нас есть, я считаю, хорошие шансы. Что должно помочь и уже, я считаю, помогает этого добиваться, это та политика, которую мы стараемся проводить: стабильность процентных ставок на исторически низком уровне.

На этом фоне – выход из специальных антикризисных мер и инструментов. Само по себе прекращение снижения ставок – это уже выход из специальных антикризисных мер, но дело не в этом, дело в том, что мы резко, в разы, сократили объем валового кредита и чистого кредита банковской системы. Мы отказываемся от такого экзотического специального инструмента как беззалоговые кредиты. С 1 октября беззалоговые кредиты не могут быть больше 5 недель. В объеме они резко сократились. 1 января мы полностью этот инструмент останавливаем. Операции проводиться не будут. Мы меняем срочность действия инструментов рефинансирования. Возвращаемся к стандартным срокам для ЦБ до 3 месяцев. Мы ужесточаем требования по предоставлению рефинансирования под поручительства банков. Откажемся от специальных послаблений при рефинансировании банков, которые кредитуют заемщиков из списка так называемых системообразующих предприятий. Т.е. мы будем их рефинансировать, но по стандартным требованиям проверки их баланса и т.д. Видимо и другие смягчения, которые касаются регулятивных требований, также будут возвращаться к стандартному состоянию.

Мы будем продолжать наши шаги по ведению инфляционного таргетирования и свободного плавления рубля. Я уже говорил о том, что мы должны говорить о модифицированном инфляционном таргетировании, т.е. Центральный банк России не принимает на себя обязательств отказываться от валютных интервенций. Мы не собираемся защищать какие-то курсовые рубежи. Наше участие на валютном рынке связано исключительно с необходимостью снизить высокую волатильность колебаний в паре рубль-долл, рубль-евро, по которым мы ведем операции. И это присутствие мы в объемах минимизируем благодаря тому, что мы существенно изменяем нашу операционную политику, мы фактически отказываемся от жесткого валютного коридора, у нас плавающий валютный коридор, на границах которого мы совершаем операции. Эти границы сдвигаются в зависимости от объемов совершенных операций, что затрудняет формирование выигрышных стратегий спекулянтов, с одной стороны, и позволяет курсу вырабатываться в рыночных соотношениях спроса и предложения, но при том, что мы сглаживаем избыточные валютные колебания. Мы и в дальнейшем будем по этому пути двигаться, и, я думаю, что это позволит снизить проблему зависимости от краткосрочных притоков капитала, и в целом иметь более правильные курсовые соотношения.

Безусловно, мы пойдем по пути соблюдения правил Базель-III. Причем здесь очень важно даже не регулирование, а надзор, т.е. обеспечение исполнения этих правил.

Завершая выступление, хочу сказать, что российская макроэкономика имеет сейчас два больших плюса: один плюс – это маленький публичный долг (сейчас десять с небольшим процентов ВВП, по всем прикидкам – не больше 18-20% ВВП в ближайшие 5 лет), и второй – это то, что мы слабо участвуем в мировом перераспределении финансовых рисков. К сожалению, это такие плюсы, которые могут быстро исчезнуть. И эти риски мы должны учитывать и в денежной, и в фискальной политике.