

**ПЕТЕРБУРГСКИЙ МЕЖДУНАРОДНЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ФОРУМ**

**18–20 июня 2015**

**ВЫЗОВЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ: КАК ОДНОВРЕМЕННО  
СНИЗИТЬ ИНФЛЯЦИЮ, СТАБИЛИЗИРОВАТЬ ВАЛЮТНЫЙ КУРС И  
СТИМУЛИРОВАТЬ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ?**

**18 июня 2015 г., 17:00–18:15, Павильон 8, Конференц-зал 8.2**

**Инновационный зал**

**Санкт-Петербург, Россия**

**2015**

**Модератор:**

**Алексей Кудрин**, Декан, факультет свободных искусств и наук, Санкт-Петербургский государственный университет

**Выступающие:**

**Александр Жуков**, Первый заместитель Председателя Государственной Думы Федерального Собрания Российской Федерации; президент, Олимпийский комитет России

**Михаил Задорнов**, Президент, председатель правления, Банк ВТБ 24

**Дэвид Даокуя Ли**, Директор, Центр «Китай и мировая экономика», Школа экономики и менеджмента, Университет Цинхуа

**Эльвира Набиуллина**, Председатель, Центральный банк Российской Федерации

**Кристофер Писсаридес**, Лауреат Нобелевской премии; профессор, Лондонская школа экономики

**Кеннет Рогофф**, Профессор, Гарвардский университет

Якоб Френкель, Председатель, J.P. Morgan Chase International

## **А. Кудрин:**

Дорогие друзья, я открываю панельную сессию, посвященную вызовам денежно-кредитной политики. Мы задаемся вопросом: как одновременно снизить инфляцию, стабилизировать валютный курс и стимулировать экономический рост? Я не утверждаю, что это можно сделать одновременно, но мы как раз хотим подумать о том, что сегодня наиболее важно для экономической политики, на чем нужно сконцентрироваться.

Я хочу представить вам выступающих: прежде всего, Александра Жукова, Первого заместителя Председателя Государственной Думы Федерального Собрания Российской Федерации. Он же является президентом Олимпийского комитета России. Кроме того, Александр раньше занимал пост Вице-преьера в Правительстве, а до этого был председателем бюджетного комитета Государственной думы.

Я хочу представить Михаила Задорнова, президента правления банка «ВТБ24». Важно, что Михаил был Министром финансов России в очень сложные годы, в том числе во время кризиса 1998 года.

Я хочу представить Дэвида Даокуя Ли, директора Центра «Китай и мировая экономика», Школы экономики и менеджмента Университета Цинхуа.

Представляю Эльвиру Набиуллину, Председателя Центрального банка Российской Федерации. Раньше Эльвира занимала должности помощника Президента и Министра экономического развития и торговли. Кристофер Писсаридес, лауреат Нобелевской премии, профессор Лондонской школы экономики. Кроме того, он сейчас возглавляет лабораторию на экономическом факультете Санкт-Петербургского университета.

Кеннет Рогофф — профессор Гарвардского университета, очень известный человек, который сильно влияет на сегодняшний мейнстрим мировой экономики, мировой науки.

Якоб Френкель, Председатель, J.P. Morgan Chase International. Прежде был председателем Центрального банка Израиля.

Теперь я хочу перейти к нашей работе. Для оценки нашей денежно-кредитной политики надо сказать, что в декабре — январе мы переживали достаточно серьезную девальвацию российского рубля, а средний эффективный курс изменился в три раза больше, чем это произошло в кризис 2008—2009 годов. Мы понимаем, что это настоящий вызов и экономика должна еще приспособиться к такому новому курсу. Он повлиял на изменение платежного баланса в части уменьшения экспорта и импорта, и сейчас идет процесс перестройки.

Тем не менее, текущий счет остается положительным. Одновременно произошел перенос этого курса на инфляцию, которая, в свою очередь, выросла. В свое время Центральный банк поднял ставку до 17%. Это многим показалось чрезмерным, хотя я считаю, что Центральный банк действовал в соответствии со своим мандатом и полномочиями. Сейчас ставка снижена, но мы также обсуждаем эти темы рационально, когда она существенно ниже инфляции. Сегодня мы зададим эти вопросы.

Первый вопрос, конечно, Эльвире Сахипзадовне Набиуллиной, Председателю Центрального банка Российской Федерации. В прошлом году Центральный банк перешел к политике плавающего курса национальной валюты, а в прошлом месяце сообщил о начале ежедневных покупок иностранной валюты в размере 100 или 200 миллионов долларов и в желаемом сырьевом объеме золотовалютных резервов — 500 миллиардов долларов. Как это согласуется с политикой плавающего курса? Конечно, потом я задам и другие вопросы. Но это интересует меня в первую очередь: какая у нас будет политика?

**Э. Набиуллина:**

Большое спасибо за вопрос. Прежде всего, добрый день. Рада приветствовать всех на Петербургском экономическом форуме.

Возвращаясь к Вашему вопросу: действительно, около 15 лет назад, когда многие страны переходили к инфляционному таргетированию, считалось — и до сих пор считается — что инфляционное таргетирование — это обязательно свободно плавающий курс, но надо отметить, что многие центральные банки оставляли за собой право вмешиваться в работу валютных рынков. По опыту тех валютных стран, которые провозгласили переход к инфляционному таргетированию, мы уже видим, что они иногда вмешиваются в работу валютных рынков. Это происходит по следующим причинам. Первая — чтобы противостоять рискам финансовой стабильности, особенно когда есть краткосрочная волатильность. Вторая — для пополнения золотовалютных резервов, по сути дела, чтобы обеспечить долгосрочную финансовую стабильность, когда возникают такие колебания с краткосрочными рисками. Главное, чтобы были ресурсы для того, чтобы противостоять внешним шокам.

И некоторые страны говорят о том, что они вмешиваются в работу валютных рынков, чтобы прямо влиять на курс. Недавний пример: Чехия провозгласила, что она будет влиять на валютный курс, чтобы достичь своих целей по инфляции, потому что они борются с дефляцией. Некоторые страны, хотя, может, это и не приветствуется, говорят, что они вмешиваются в подобную работу, чтобы поддержать конкурентоспособность своих экономик.

Если мы посмотрим на данные по странам — прежде всего, с формирующимися рынками — многие из них на протяжении пяти лет и в течение последнего года увеличивали золотовалютные резервы. Безусловно, можно говорить о некоем элементе переоценки, но большинство из них осуществляло прямые покупки валюты на рынке.

Мы видим, что за пять лет Австралия, например, нарастила свои золотовалютные резервы где-то на 30%, Израиль, Канада — на 40%, Бразилия — на 50%, Индонезия — на 70%, Мексика почти удвоила, хотя у некоторых из них изначально был не очень высокий уровень этих резервов. Тем не менее, определенной тенденцией является то, что

центральные банки пополняют золотовалютные запасы в условиях повышения волатильности глобальных рынков — мы это видим — для того, чтобы противостоять внешним шокам и поддержать доверие инвесторов. Кроме того, им часто приходится выступать в виде кредитора последней инстанции не только в национальной валюте в силу того, что многие национальные предприятия и банки имеют и активы, и обязательства в иностранной валюте. И некоторые центральные банки говорят о том, что они предоставляют инструменты для рыночных объектов, а также хеджинговые инструменты для сложных ситуаций, но надо сказать, что анализ действий этих стран показывает, что пополнение золотовалютных резервов практически не отражается на их способности достигать инфляционные показатели. На наш взгляд, нет прямых противоречий ни на практике, ни в теории, если Вы проводите стерилизованные операции между достижением целей по инфляции в рамках ее таргетирования и накоплением золотовалютных резервов.

Какие аспекты являются важными? Восприятие рынков. Мы ощущаем опасения, что задачи могут быть размыты. Они видят противоречия между разными целями, и это особенно важно для таких стран, как наша, которые отказываются от одного номинального якоря, каким был валютный курс, и переходят к другому — к инфляции.

Есть неписанные принципы проведения интервенций, которые заключаются в том, что обычно центральные банки не таргетируют курс. Закупки осуществляют в зависимости от состояния рынка, когда достаточно ликвидности, тем не менее, понимая, что они, пусть минимально, но влияют на валютный курс. Поэтому их обычно проводят, либо когда курс стабильный, либо когда он укрепляется, чтобы не увеличивать волатильность. Как правило, страна обозначает временные рамки, объемы, ориентиры по объемам закупок и объявляет, что они будут гибкими и могут меняться в зависимости от ситуации.

Мы, как Центральный банк России, следуем этим принципам. Мы сделали расчеты комфортного уровня золотовалютных резервов, и

исходя из наших оценок потенциальных долгосрочных шоков, он превышает традиционные. В связи специфическими условиями в которых находится наша экономика, в связи с нашей зависимостью от цены на нефть — а она стала достаточно волатильной из-за финансовых ограничений — мы считаем, что при возможных оттоках капитала, связанных с погашением внешних долгов уровень золотовалютных резервов может быть повышен на 25%, если учесть, что нам будут возвращены средства, которые мы предоставили на возвратной основе в рамках валютного финансирования. В период от трех до семи лет 25% — достаточно гибкие рамки, которые вполне вписываются в те проценты, которые мы видим на слайдах по другим центральным банкам. Самое главное, что мы это делаем не в ущерб нашим показателям инфляции. Напомню, что наша среднесрочная цель — снижение инфляции до 4%. Почему не в ущерб? Потому что мы проводим стерилизованные операции, регулируем объемы рублевой ликвидности, чтобы ставки денежного рынка находились вблизи нашей ключевой ставки, а решение собственно по ней мы принимаем исходя из комплекса факторов, которые позволят нам достичь цели по инфляции.

Поэтому, подводя итог, я бы хотела ответить так: мы считаем, что наша постепенная, плавная политика по пополнению золотовалютных резервов не противоречит нашим целям по снижению инфляции и по ее удержанию на уровне около 4%. Спасибо.

**А. Кудрин:**

Да, но в какой примерно срок Вы хотели бы добиться этих 500 миллиардов, и от чего это зависит?

**Э. Набиуллина:**

Мы подготовили несколько сценариев развития экономики и недавно их представили. Первый — с повышающейся ценой на нефть, второй — со стабильной ценой на нефть на уровне 60 долларов за баррель. В случае

повышающейся цены на нефть, мы могли бы достичь этого показателя чуть больше чем за 3 года. В ином случае это требует больше времени. Поэтому мы будем действовать в зависимости от ситуации на рынке и в соответствии с принципами, о которых я сказала.

**А. Кудрин:**

Хорошо, но, конечно, вопрос не в терминах. Хотелось бы уточнить, каким будет режим этого курсообразования — плавающим или каким-то уточненным?

**Э. Набиуллина:**

Это плавающий курс, потому что мы своими операциями не таргетируем никакого уровня курса.

**А. Кудрин:**

Сегодня Президент сказал, что власть понимает, что укрепление рубля сейчас было бы невыгодно для российской промышленности, так как это снизило бы ее конкурентоспособность. Президент пытается влиять как-то на деятельность Центрального банка. Не нарушаются ли принципы его независимости?

**Э. Набиуллина:**

Насколько я слышала, Президент сказал о том, что и чрезмерное укрепление, и чрезмерное ослабление курса беспокоит наш бизнес. По сути, тревожит излишняя волатильность, которая может создавать риски финансовой стабильности. Когда мы переходили к плавающему курсу, говорили, что у нас есть инструменты влияния на курс при такой большой волатильности, но он у нас плавающий. Мы не даем никаких ориентиров по курсу.

**А. Кудрин:**



Вы хотите сказать, что Президент прямо не влияет на ваш выбор как регулятора и сохраняется независимость?

**Э. Набиуллина:**

Абсолютно. Мы перешли к плавающему курсу, следуем ему и применяем инструменты в соответствии с ним.

**А. Кудрин:**

Я задам Вам еще один вопрос. Все-таки все понимают, что сегодня Вы влияете на экономику России больше, чем кто-либо из наших участников. Считается, что учетная ставка сегодня очень высокая и мешает кредитованию промышленности, что жесткая ставка имеет целью снижение инфляции, а рост от этого будет страдать. Я всегда считал, что снижение инфляции помогает экономическому росту, потому что в среднем уменьшает долгосрочные ставки в экономике. Тем не менее, такое ощущение у промышленности есть. Не препятствует ли уровень ставки ниже инфляции достижению цели по инфляции?

**Э. Набиуллина:**

Во-первых, я с Вами согласна, что снижение инфляции помогает росту. Именно снижение кредитных ставок должно проходить на базе снижения инфляции. Это, на мой взгляд, очевидно. Наверное, нет ничего удивительного в том, что сейчас наша ключевая ставка находится ниже текущей инфляции, потому что текущая годовая инфляция включает в себя скачок в декабре и в январе. Действительно, инфляция была высокой: в январе, напомним, месячный показатель был на уровне 3,9%; в апреле—мае — снижение, если говорить в соответствующих терминах, в девять раз. И когда мы принимали решение по ключевой ставке, мы учитывали сложившуюся ситуацию, но все-таки базировались на наших прогнозах и ожиданиях, которые показывают, что при нашей политике, при существующих тенденциях в экономике инфляция к концу года будет

ниже 11%, а через год она будет около 7%. Нам задают вопрос: «Если вы считаете, что через год инфляция будет 7%, то почему вы держите ключевую ставку на уровне 11,5%?» Объясняю: для нас очень важны инфляционные ожидания, ведь субъекты экономики — бизнес, граждане — принимают решения, основываясь не на наших прогнозах, а на инфляционных ожиданиях. Так как наша страна только переходит к режиму инфляционного таргетирования, у нас эти инфляционные ожидания, к сожалению, достаточно высоки. Поэтому мы держим ключевую ставку на высоком уровне, с точки зрения прогнозируемой инфляции. И на наш взгляд, это позволит и снижать инфляцию, и одновременно не слишком охлаждать экономику. Мы не можем повлиять мерами денежно-кредитной политики на потенциальный выпуск продукции, который зависит от структурных преобразований. Мы можем повлиять, на то, что называется отклонением от этого потенциального выпуска, на циклический спад, который сейчас и происходит в экономике. Поэтому мы учитываем весь баланс рисков: и снижение инфляции, и влияние на экономику. И выбранная нами траектория, на наш взгляд, позволит достичь среднесрочной цели инфляции в 4%, и все расчеты это подтверждают.

#### **А. Кудрин:**

Мне импонирует Ваша уверенность и Ваша настойчивость в проводимой политике. Значит, мы можем утверждать, что и цели будут достигнуты.

Я хочу перейти к Михаилу Михайловичу Задорнову, который был министром, а теперь банкир. Наверное, в нем должны, бороться два этих качества: с одной стороны, ответственность и понимание того, как работает макроэкономика страны, с другой, цели банковской системы, для которых ставка кусается. Тем не менее, я тоже хочу спросить Вас про ставку. Каков правильный уровень? Ваше мнение будет особенно важно.

**М. Задорнов:**

Спасибо, Алексей Леонидович.

Прежде всего, я хочу откровенно сказать, когда мы строили планы на текущий год и в банке, и в группе «ВТБ», мы исходили из более плавного, то есть более медленного, сокращения ставки. Соответственно, действия Центрального банка опережают наши ожидания ноября—декабря прошлого года. При этом, в остальном, с точки зрения сокращения спроса на кредитные продукты, особенно у населения, роста депозитов граждан, и в принципе, масштабов сокращения ВВП, мы практически не ошиблись. Мне кажется, что с точки зрения снижения ставки и ожидания именно инфляции на конец года, Центральный банк делает максимум того, что возможно на сегодняшний день. Если говорить о реакции рынка, снижение ставки ведет за собой оживление спроса как корпоративных клиентов, так и частного потребителя. Например, в январе—феврале в России спрос населения на новые банковские продукты был в 5—6 раз меньше, чем в прошлом году, а сейчас, наверное, спрос снижен вдвое. То есть постепенно, по мере снижения ставки, мы видим оживление спроса, но я бы не увязывал оживление кредитования только с одним вопросом — ставкой. Все-таки это гораздо более комплексная проблема, и люди ожидают сокращения доходов в дальнейшем. Предприятия должны иметь объекты для инвестирования, и сводить оживление экономики все к ставке Центрального банка было бы неверно.

**А. Кудрин:**

Спасибо, Михаил. Тогда я перехожу к еще одному вопросу, который хотел задать Вам. Сейчас государство накопило высокие обязательства, цена на нефть упала. Скорее всего, долгое время она будет умеренной или низкой. Существуют новые риски снижения цен на нефть. У правительства дефицит бюджета будет больше, чем 3%. Долг субъектов Российской Федерации в каких-то случаях уже тоже стал критическим. Как будет вести себя дефицит бюджета в будущем? Сможет ли

государство сокращать свои обязательства? Имеет ли оно источники для финансирования дефицита? Будет ли этот дефицит сохраняться на высоком уровне? Не прибегнет ли государство к опасному методу инфляционного или эмиссионного финансирования дефицита? Как Вы думаете, есть ли такие риски?

**М. Задорнов:**

Спасибо, очень хороший вопрос, который затрагивает ключевую тему не только российской денежно-кредитной и макроэкономической политики. Мы говорим о действиях Центрального банка, которые на виду, но он не сможет сбить инфляцию — даже если это будет его единственной жесткой целью — если правительство, с точки зрения фискальной политики и, кстати говоря, индексации тарифов естественных монополий, не будет ему помогать в этом, если их шаги не будут согласованы. В текущем году, как мы знаем, предполагается дефицит бюджета около 3,5%. Я думаю, что он будет ниже и составит 3% или менее. Не буду подробно останавливаться на этом. При сохранении цен на нефть на сегодняшнем уровне в следующие три года правительству предстоит существенно сократить расходы или держать бюджетный дефицит в районе 2,5—3%. Если он будет на таком же уровне, то на примерно на год—полтора он будет монетарным и будет профинансирован с использованием резервного фонда. Затем остается только два источника: либо приватизация, либо заимствование. Мы понимаем, что внешние рынки на ближайшие два года закрыты. Соответственно, возможности внутренних заимствований немедленно будут использованы в нужных государству объемах и, кстати говоря, вызовут обратное явление: они должны будут повысить ставки де-факто. Поэтому, с моей точки зрения, в рациональной макроэкономической политике, выход только один — дополнительное поэтапное сокращение расходов относительно к ВВП, но сделать это будет сложно, поскольку в бюджетной политике есть несколько якорей: оборонные расходы,

социальные, региональные трансферты и пенсионный фонд, которые правительство — даже шире, общество, парламент — не хочет сокращать. Но без удельного сокращения этих затрат мы не сможем профинансировать бюджет на уровне хотя бы 1,5% — 2% дефицита.

**А. Кудрин:**

Правильно ли я понял, что Ваша позиция — лучше сокращать дефицит, чем прибегать к эмиссионному финансированию? Но если дефицит не удается сокращать, то лучше его финансировать в последствии?

**М. Задорнов:**

Нет. Я как раз абсолютно убежден в том, что один из уроков, который Россия и политическое руководство страны извлекли из опыта 1995—1998 годов, — это то, что монетарное финансирование дефицита должно быть исключено. Если мы следовали этому правилу 17 лет, то я не понимаю, почему мы должны от него отказаться.

**А. Кудрин:**

Да, я исхожу из того, что если это так, то сокращение дефицита может произойти благодаря большим обязательствам, которые правительству придется взять на себя на рубеже президентских выборов 2018 года, которые, может быть, и не перенесут. Если надо продержаться до 2018 года, то и резервного фонда не хватит. Тогда финансирование будет осуществляться за счет рынков и ставки на рынке вырастут, в том числе и для бизнеса.

**М. Задорнов:**

Именно так. Сначала резервный фонд, возможность приватизации. Затем заимствования на рынке, которые сильно перераспределят ресурс внутренних заимствований в пользу государственного бюджета, что оказывает влияние на повышение ставок.

**А. Кудрин:**

Спасибо. Я еще вернусь к Вам. Очень важное мнение.

Теперь я хочу перейти к Кеннету Рогоффу и тоже задать традиционный вопрос для центральных банков. Все-таки жесткая финансовая политика или ставки, которые должны ограничивать инфляцию, не тормозят экономический рост? В России многие говорят, что ставка — даже если она сегодня ниже 12% — все-таки тормозит экономический рост. Это первый вопрос. Второй — про независимость центральных. У нас все время возникает сомнение, и все проверяют Россию: не зависим ли у нас Центральный банк? Как это влияет на экономическую ситуацию в стране? Спасибо

**К. Рогофф:**

Thank you very much. First of all, I think that Governor gave an excellent answer to what a central bank can do. The Central Bank cannot affect the long-run structural growth rate in the country except to try to smooth volatility; it can only deal with short-term fluctuations. I would say that on the whole, Russian macro-economic policies has been very conservative – it has large reserves, the floating exchange rate I think has worked very well in cushioning the crisis, there are issues when you just move to a rate with a commodity currency, how much to let it move. Canada has a policy where over the interim where I would say a year they just let it move completely with market forces if there is a big commodity depreciation, they try to smooth the short run, but not the longer run. I think particularly when you have commodity-based currency, a floating exchange rate is a big safety valve. I think Russia was very principled in maintaining capital market openness throughout, which I think you have had very heavy capital outflows, and many countries might have clapped down. And I think trying to think about the long run. And there are issues – pensions (the IMF has talked about), but on the whole I really do not think that the Central Bank is driving growth. The issues for Russia in growth are well-known, they are well-known to you, Alexey, that there are things that

you need to diversify. If I look in the United States, and ask a young person getting out of college, what they want to do, they want to do a startup, that is what everybody wants to do. I suspect, if I were to answer the same question in Russia, I would hear they wanted to work for VTB or Gazprom, and it speaks to the difficulties in diversifying the economy. And again, the issues of improving institutions, the rule of law, public finance – you well know this, you have heard this many times – and specifically the issue of Russian Central bank independence (we have Jacob Franco here), but many central bankers know that is something that you have to fight for every day. On paper the US Central Bank is very independent but it can come under pressures a lot of different ways. I worked on Central Bank independence my whole life, I believe it is very important. I have to say, when I did a Google search ‘head of Russian Central Bank’, now I did that also for Japan – you come up with Governor Haruhiko Kuroda, I did that for China – you come up with Governor Zhou Xiaochuan, the United States – Janet Yellen, the UK head of Central Bank – you come up with Mark Carney; when I did that for Russia, I come up with Vladimir Putin in big bold letters at the very top. And then we come to Elvira Nabiullina. I think this is obviously a perception, we heard of a very independent central banker here, but this is an absolutely fundamental issue. Central Bank independence can work across a very broad variety of environments, for example, I came to speak to Jacob Franco, we have someone from Israel, they have all kinds of conflict problems, incredible budget deficit problems, really quite a macroeconomic challenge and yet the Central Bank manages to retain independence. And let me finally say that I think this issue of dealing with diversification, dealing with improving growth – this is not a long-term issue, this needs to be addressed sooner rather than later. Oil prices are not as low as they were six months ago, I think some of the pressures have relieved but nevertheless, even I think the Chairman of VTB spoke very clearly about this and he answered the questions that if the prices do not go up, there are a lot of challenges. I do not know what the situation of the banking system here is exactly, but I imagine there is an

increasing rate of non-performing loans, and these things can move very fast if you just think it is very slow and you have forever – I have studied financial crises my whole life, it is something that is a risk. I do not say that that is imminent for Russia as long as the oil price remains elevated, but it is not homework you want to put off forever.

**А. Кудрин:**

Эльвира сегодня сказала, что цели по инфляции все-таки самые важные, но лишняя волатильность тоже должна снижаться путем неких точечных или временных выходов Центрального банка на покупку. Это не противоречит достижению цели по инфляции?

**К. Рогофф:**

Many countries do this as she was saying. Take Canada as an example – I do not think they intervene that much terrible to do with interest rate policy, but the Governor showed the figure for Australia – I think the basic principle is you allow yourself to move in the long-term, but you try to smooth out the fluctuations in the short term. This is much easier to do on paper than it is in practice. But if the oil price drops and stays low, the exchange rate in real terms is going to depreciate, you can either let it all come through inflation, you can let some of it come through the exchange rate, and it is a difficult balance.

**А. Кудрин:**

Спасибо. Все знают, что Гарвардский университет — один из самых влиятельных в мире, в том числе благодаря таким людям как Вы. Мы еще вернемся к Вам с другими вопросами.

Сейчас я хочу перейти к Александру Жукову. У Александра большой опыт работы по бюджетным вопросам и в Правительстве, и в Думе. Все-таки я еще раз задам этот вопрос. Должна ли Дума, или Правительство, или Президент влиять на Центральный банк? Сохраним ли мы его



независимость? Нам очень важно мнение Государственной Думы, наших депутатов Парламента. И второй вопрос, который я задавал и Михаилу Задорнову. Как справляться с дефицитом? Придется сокращать расходы — это очень сложно. Сохранять дефицит и финансировать его за счет полного опустошения резервного фонда, а потом заимствовать на рынке, тем самым поднимая ставки? Или третий путь — эмиссионное финансирование?

**А. Жуков:**

Спасибо, Алексей Леонидович.

Изначально, когда писали закон о Центральном банке 1994 году, исходили из того, что он должен быть максимально независимым. С тех пор изменения, которые вносились в этот закон только наделяли его дополнительными функциями и придавали ему еще большую силу. Он стал мегарегулятором. Сейчас речь идет о том, чтобы он начал лицензировать рейтинговые агентства. Но я напому еще об одном изменении, которое, может быть, косвенно относится к нашей сегодняшней дискуссии. Дело в том, что в 2013 году в закон о ЦБ были внесены поправки, согласно которым цели Центрального банка стали трактоваться несколько шире, чем раньше. Естественно, это обеспечение устойчивости рубля посредством ценовой стабильности, в том числе для формирования условий сбалансированного устойчивого экономического роста. Некоторые понимают это в узком смысле: «Давайте Центральный банк будет способствовать снижению инфляции, и это само собой приведет к экономическому росту в дальнейшем».

Тем не менее, мы видим, что центральные банки целого ряда стран, в том числе Соединенных Штатов Америки, Китая, своей задачей ставят не только обеспечение стабильности и устойчивости национальной валюты, но и некоторые действия, связанные с занятостью и способствующие экономическому росту. Среди экономистов ведется много дискуссий на эти темы, и существуют такие крайние точки зрения.

Кто-то говорит, что Россия — это не Америка, и не Европа, и не Япония, и не Германия, поэтому мы должны сосредоточиться только на инфляции. Все остальные функции Центрального банка не так важны, а переход к таргетированию инфляции — это единственный и правильный путь.

Существует диаметрально противоположная точка зрения, которая говорит о том, что Центральный банк должен финансировать конкретные проекты, выделить деньги на инвестиции и так далее. Очевидно, что вряд ли кто-то может серьезно поддержать эту крайнюю позицию. Тем не менее, Вы начали с вопроса о том, правильно ли только таргетирование инфляции, и как быть с валютным курсом. Дело в том, что сегодняшний всплеск инфляции — это прямое следствие резкого снижения курса и удорожания импорта. Разрывать эти цели, на мой взгляд, совершенно невозможно. Это две стороны одной медали, и говорить о том, что мы сегодня полностью отказались от регулирования курса и перешли к таргетированию инфляции, неверно. Я больше склоняюсь к тому, чтобы поддержать позицию Центрального банка, который считает, что мы сохраним регулирование курса, потому что иначе в наших условиях достичь цели таргетирования инфляции практически невозможно.

Если все-таки мы рассчитываем на подъем нашей экономики, но, к сожалению, мы видим, что в апреле—мае наша промышленность падает высокими темпами и ожидания, которые мы связывали с импортозамещением, в связи с резким падением курса не сбываются. И одна из главных причин — недоступность кредитных ресурсов для предприятий, а также то, что они направляют значительно меньше средств на инвестиции, чем даже в прошлом году. Поэтому мы наблюдаем полный отказ Центрального банка от участия в этом процессе, хотя он и снижает ключевую ставку.

Мы даже отмечаем другое: Центральный банк, доказывая свою независимость, вступает в жесткий спор с Министерством экономики, которое считает, что такое медленное снижение процентной ставки, к

сожалению, не даст нам возможности выйти на траекторию экономического роста. Я думаю, что эта дискуссия будет продолжаться. Я не вижу никаких оснований считать, что в ближайшее время будут предприняты законодательные попытки ущемления независимости Центрального банка. Хотя профессор Рогофф правильно сказал: ни один центральный банк не может быть огражден от серьезного политического влияния. Это, конечно, не совсем ограничение его независимости, но некоторое воздействие будет всегда — и с точки зрения регулирования курса рубля, и с точки зрения поддержки экономического роста.

Теперь несколько слов о бюджете. Я думаю, что дефицит сохранится. На мой взгляд, проблема значительно более серьезная, чем с федеральным бюджетом, и она на региональном уровне. Дефицит региональных бюджетов растет: они практически обнуляют инвестиционные расходы. В этом еще одна причина сложившейся ситуации со снижением валового продукта: падают и частные инвестиции, и государственные. Из-за этого при неизменной экономической и монетарной политике мы вряд ли можем ожидать какого-то серьезного роста в ближайшее время. Я категорически против эмиссионного финансирования дефицита бюджета. Это очевидно. И действительно, мы выучили этот урок давно — в 90-е годы. Мы не будем наступать на те же грабли, но на мой взгляд, не получится серьезно сократить дефицит бюджета — для этого нет возможности, потому что инвестиционные расходы урезаны почти до предела. На сокращение социальных расходов, я думаю, власть сейчас не пойдет.

**А. Кудрин:**

Но вопрос был следующий: к какому финансированию дефицита прибегать — к рыночному, к вынужденному, который тогда приведет к повышению ставок на рынке, или к эмиссионному?

**А. Жуков:**

Во-первых, за все последние годы у нас не выполнялся план приватизации — это главный источник финансирования дефицита бюджета и огромный резерв в России. Может быть, сегодня не очень удачное время для продажи государственных активов, но такая возможность по-прежнему существует. Это очень важный неэмиссионный способ финансирования бюджета.

Второе: конечно, за счет выпуска государственных ценных бумаг. Можно рассмотреть не прямое, а косвенное участие Центрального банка в их выкупе.

**А. Кудрин:**

То есть Вы допускаете, что все это будет осуществлено через вторичный рынок?

**А. Жуков:**

Почему? Все центральные банки мира это делают, и Федеральная резервная система на вторичном рынке покупает.

**А. Кудрин:**

Это означает, что Центральный банк будет больше проводить предложений денег экономике, и цели по инфляции могут быть снова под вопросом?

**А. Жуков:**

Это требует серьезных доказательств. Пока, честно говоря, я не видел жесткой связи между этими двумя параметрами.

**А. Кудрин:**

Понятно. Наш Парламент очень строг в своих требованиях к Центральному Банку. Надо убедить его в том, что все-таки такая связь есть. Спасибо.

Я хочу перейти к господину Френкелю. Вы были главой Центрального банка Израиля в сложной ситуации, в 1998 году. Тогда тоже был мировой кризис. С точки зрения своего опыта, как Вы оцените наши сложности? Сегодня ставка рефинансирования ниже инфляции. Это хорошо или плохо? Достигнем ли мы цели по инфляции? Тормозит ли это экономический рост? Хотелось бы знать Ваше мнение по всем этим вопросам?

**Я. Френкель:**

Thank you. This is a tough question because you are taking me back to a very tough year. But in order to really provide a sensible answer, I want to take you a little bit to the history that brought us to this year. In this particular case Israel had hyperinflation, and the task of the Central Bank was to lead the stabilization programme. In 1998, we were almost there, and the prices almost became stable, and then came the big shock, and the big shock meant that all the emerging markets saw capital outflow, saw the depreciation of the currency, and saw a jump in the price level. The question for the Central Bank was 'how do you deal with it?' Prescription number one – we recognize that this was an imported shock, and an imported shock has a different character than a shock that is produced; we also recognized that capital markets can be your best friends or your worst enemies depending on what you do with them. We decided to keep the capital markets open, and the reason is – to have successfully functioning capital markets you really need to have tradition, credibility, continuity, transparency, medium-term perspective, and if you close and open it, it is going to be hurting you. But if capital markets are open, it means that you – the Central Bank – have less power to influence the outcomes from the capital markets, especially if you are in the big ocean. So what can you do? You need to ensure as much as you can price stability, but then people come and say 'yes, but you hurt growth if you keep interest rates high'. I believe that. The record shows in the medium term inflation does not produce growth. Deficit does not produce growth. So why do we have all of

these debates? I believe that we should really get used to stop using the word 'growth' in isolation. We should use the word 'sustainable growth'. To grow faster for one quarter is not a big achievement – everyone can do it, even a drug dealer, but to have a stable growth, a very sustainable one, you really need to have an ongoing thing. So the best contribution that the Central Bank can do is to ensure price stability. But how can it do it? It needs to have the instruments at its disposal. This is the rationale for the independent central bank, not because it is independent from the will of the people but because it does the will of the people, the will of the people is the medium-term price stability. Now in order to be able to be effective, you need to have a transmission mechanism. This is why we need a strong banking sector. And in order to have the banking sector strong, it has to have high capital, high liquidity, low leverage – all the things that we know. What I am trying to say therefore – it is a systemic issue. And finally, when I was in Europe a few days ago, I saw a newspaper describing Mario Draghi as Super Mario. And I said to myself, 'He really must feel bad about it.' And the reason is that it is very easy to give compliments to somebody and say 'Super Mario', the next day you are responsible for everything, even the things that are not under your domain. If you do not have the instrument, do not be responsible for it. It is an orchestra – if the violin plays, and the rest of the instruments do not play, you can only scream at the violin because he is the only one around, but go to the other instruments that are still not around.

**А. Кудрин:**

Чувствуется, что говорит центральный банкир, который знает, как решать конкретные ситуации. Но я все-таки задам уточняющий вопрос, который возник сразу. В Европе — политика денежного смягчения. Какова опасность низкой инфляции, может быть, дефляции? Или когда-нибудь возникнут риски инфляции? Как складывается ситуация для Европы, в том числе с господином Супер Марио?

**Я. Френкель:**

The problem of Europe is not inflation, the problem of Europe if I may say so, is not deflation, the problem of Europe is lack of growth. Now, in order to generate growth, you have to be a flexible economic system, a system that is conducive to innovations, a system that has entrepreneurial spirit, a system that does not look at the end of the quarter but at the end of the century. And therefore, they have a political crisis, they put 17 people in the same room and you hope them to come with harmony without a governance structure. And where do you go? You go to the ECB. Why? Because you can enter, the telephone is well-known. I think it is high time for us to say that the objective is sustainable growth. And what is the objective? Sustainable growth. And you can repeat it time and again, and therefore everything else should be judged by one question – does it help or hurt sustainable growth? Do we put resources in infrastructure? That is what is important for growth. Do we put resources to finance consumer spending, consumer demand, consumer borrowing? That is growth. But if we are talking about transfers, this is not producing growth. So budget deficits will not do, productive investment will do it.

**А. Кудрин:**

Спасибо. Тем не менее, а вдруг будет период, когда инфляция все-таки будет расти? Тогда Центральному банку придется сворачивать свои вливания, и надо будет более строго действовать. Как Вы думаете, когда это может произойти? Вы говорите, что сейчас цель — это рост и его поддержка, но нет риска инфляции. Когда-нибудь он возникнет. Какие тогда будут действия?

**Я. Френкель:**

Number one – I am a great believer in multi-year strategy. So if there is a deviation in one year, I would not do acrobatics to correct it within one quarter and put the entire economy into a recession. But I would have a staple for the

future. Now, will the markets believe? It depends on your credibility. Credibility is based on actions, not on speeches; and credibility is never owned, it is only rented. So if you come to the market with a deficit of credibility, unfortunately, there is no choice, you must have stronger actions. If you have had the stronger actions, you will be able to whisper and still people will hear you. If there is a lot of noise, you will need to scream, and you will not be understood anyhow.

**А. Кудрин:**

Спасибо, господин Френкель. Сейчас у меня вопрос к Дэвиду Ли про Китай. Он всегда давал интересные примеры, которые не всегда вписываются в наши традиционные подходы. И мне всегда была видна — и в периоды кризиса — достаточно агрессивная, но в то же время мягкая денежная политика Китая: увеличение денежного предложения, но одновременно умение сохранить инфляцию. Как это удается Китаю? И мы, конечно, беспокоимся о темпах роста в Китае. От чего они зависят? Какими они будут в ближайшие годы?

**Д. Даокуя Ли:**

First of all, I am very happy to be here.

I heard good news from the Central Bank Governor of the Russian Federation for our grandmothers in China. Grandmothers in China are fond of buying gold, now they have got good support from you. The first thing I will tweet when I go back is that buying gold is good because the Russian Central Bank supports it. Now, coming back to your question about the lessons from China, before I say anything, let me claim that the last thing I want is to offer lessons from China to Russia, because in China we used to hate advice from the Soviet Union. So we do not want to reverse the course here. Now, indeed as you indicated, the Chinese case is very special. How special? Let me explain this way – the Chinese policymakers are good listeners of lectures from the US, from Israel, from the IMF. In fact, the IMF and the World Bank have found



that the Chinese leaders have been the best students. When they go to China, they got good ears. Meanwhile, the Chinese policymakers have been carefully watching the British, the US, and Israeli central bankers, they have been watching what they do, not necessarily do what they do. They carefully observe what they do. So what did the British and the US central bankers did during the financial crisis? Well, they have their QEs, quantitative easing, and they were the first ones doing the QEs and the first ones coming back out of crisis. Remember, the US and the UK were the epicentres of the global financial crisis, so there has got to be some kind of correlation. At least timewise there is a correlation there. I think, the lesson there, which is also carefully watched in China, is the Central Bank indeed should be independent, but the Central Bank has to closely coordinate, especially during financial crises, with other government agencies. Look at the situation in the US. There is a famous film and also books written about the episode of the financial crisis. The Central Bank Governor Ben Bernanke was meeting with the Treasury Secretary were having phone calls every hour, every hour when they were calling the bankers from Wall Street, they came together. So I think, one lesson learnt from the US and the UK experience is that you have to coordinate very carefully with other agencies of the government. It does not mean that you have to lose your independence, you keep your independence but you coordinate closely. The other lesson is that to me one mandate, perhaps, the most important mandate, more important than inflation for the Central Bank is to maintain financial systems integrity and stability, especially during external shocks.

I used to be a member of our Monetary Policy Committee, I am happy that I have finished my term, so I can speak whatever I can speak as an academic, my view is that during external shocks, like the one you are facing right now in Russia, you are facing an economic sanction from the outside and you are facing low oil price. These are external shocks. To me the most important job is to maintain stability. To make sure the exchange that would not depreciate drastically punishing your citizens. And there are ways, now traditional ways

that the Central Bank can do in maintaining the exchange rate other than buying your currency or hiking up your interest rates. There are some policies which Malaysia did, which, I believe, Israel did, and China did it – that is to maintain certain kind of restrictions in the currency exchange, to putting certain kinds of restrictions for those speculative moves of capital. By doing that the financial system can be reasonably quickly stabilized. Now here again let me emphasize, there is one important difference between this very case and the Russian case and perhaps the Chinese case – that overall Israel is a good friend of the European financial investors and the Wall Street investors. Overall Israel has a transparent financial system. But on the other hand, China and Russia are mysteries to the Wall Street people. Sometimes they become extremely enthusiastic about Russia, next day they can be extremely pessimistic. And you are at the mercy of the swings, of the sentiments of those investors in the Wall Street. I do not think that is the case for Israel. So therefore you are subject to a lot of irrational expectations from the outside. That is another reason for a Central Bank in China to be relatively cautious when it comes to short-term capital flows. So that is an answer to your question. And very quickly on the Chinese economic growth – the Chinese economy is going through a difficult period of adjustment and there are three main reasons for the currents slowing down: 1. The whole global economy is not growing as fast as five years ago, the global economy is now running at the rate of 3.5% rather than 5%, and the Chinese economy is a large and open economy (10 trillion USD and 25% of GDP is dependent on export). 2. The property market – it is slowing down in terms of construction investment, although property prices are recovering now as we speak. 3. The ongoing anti-corruption campaign, which is important. I am fully supportive as an economist of anti-corruption. The anti-corruption campaign really scares many local government officials, many local government officials are becoming very passive, they do not want to experiment, and they do not want to do investments. In China local government officials are extremely important, perhaps even more important than entrepreneurs. So overall, to conclude – I

think it will take another 1–1.5 year for the Chinese GDP growth to go back to a number higher than 7%.

**А. Кудрин:**

Какой Вы прогнозируете рост в Китае через три года?

**Д. Даокуя Ли:**

I did my research, we argue that first of all, the Chinese economy is still poor compared to the leading economies in the world (the US) – per capita income in China is 20% of the US per capita income, which is the highest per capita economy with a population bigger than 20 million people. So we are only 20% of the US, which means that there is a tremendous technology gap, productivity gap, knowledge gap between the US and China. Also, China still maintains overall three good things for the economy to continue growth: 1. high savings rate; 2. still a pro-growth government policy. 3. Still open economy, especially open to the US and European investors. Economically you want to play, to cooperate with those advanced players. The three things are still there. We predict that the potential GDP growth in China is still very high – around 7.5%. So in three years it should be able to go back to 7.5%.

**А. Кудрин:**

Это очень оптимистичный прогноз с учетом накопившихся структурных проблем и задач, которые нужно решить Китаю. Это очень хорошо, потому что Россия тоже зависит от роста в Китае.

Я хочу вопрос задать господину Писсаридесу. Как известно, в сложный для себя период Федеральная резервная система США продемонстрировала два мандата для Центрального банка — это достижение инфляции и снижение безработицы. Действуют ли эти мандаты все время? Станет ли это принципом для центральных банков? Или Федеральная резервная система уже отказывается от второго мандата? Какие существуют стандарты? И конечно, так как Вы сами

занимаетесь экономическим ростом: как влияет денежная кредитная политика на рост?

**К. Писсаридес:**

Well, we have listened to the central bankers and people involved with budget policy. And the central bankers probably believe that the Central Bank should target inflation and be independent, those in the budget believe that they should not be independent, or if they are independent, they should be targeting growth as well. I do not think that we should follow the example of the Federal Reserve, because the Federal Reserve has rather vague objectives, but they have a very long history and experience in how they operate, they have a very well developed system, and on the whole they have been functioning well at least since the 1930s. But here we are mainly talking about the young central banks. The European Central Bank is very young, the Russian Central Bank is young operating in the free market economy, and the Bank of England is very young (it acquired independence in 1997). For the banks that do not have the long experience of the Federal Reserve we should have very clear objectives, very transparent and easy to follow, and having price stability is the only objective I think and the best option we have. They should be independent and just target price stability. Now, having said that though we know that when central bankers target one objective like price stability, they do get it wrong, I mean, they believe it themselves. If you see a forecast by central bankers, they say that it is an upside risk and there is a downside risk. We might get it wrong by overshooting inflation; we might get it wrong by undershooting it. And I do believe that in times of recession, they should take action that puts more weight on the upside risk, in other words, if they are going to get it wrong, then they should get it wrong by putting more liquidity into the economy than what is needed for their target. And in times of fast expansion, they should operate the other way round. I can give you a good example of a bank that got it completely wrong, it was the European Central Bank in the first three years of the crisis, 2012–2014; the inflation rate

in Europe was 1% or below 1%, their target was 2%, and there was high and rising unemployment going up to 10%. What does the Central Bank do? They are not doing anything because their economic models were forecasting that first in 2015, then they got it wrong and said in 2016 and then they said 2017, the inflation would be up to 2%, so let us not do anything because we might overshoot, we might get into inflation territory. I believe that was a wrong policy, Mario Draghi to his credit realized it and changed his policy in January 2015, I think, they were three years too late. What they should have done in 2012 was pumping more liquidity into the economy through QE, for example, bringing the inflation rate quickly up to 2%; if they overshoot, so be it, let it go up to 3%, 4%, there is no harm when unemployment is 10–12%, and then by 2017 you could go down again to the target – that is exactly what the Bank of England did when the new government in 2010 said that it was going to follow a contractionary fiscal policy, and unemployment went up, they let inflation go up to 4%, although their target was 2%. I think that is the correct policy – have one target but when you are aiming at your policy, if there are risks, make sure that in recession you go for the upside risk rather than the downside risk. And a final comment – because of the very warm reception of the audience to what Jacob Frenkel said – I do agree entirely with everything he said but he dodged the difficult question, he answered the easy one, which is what the central bank should do in the medium and long term. We know that what he said is absolutely right, but could I ask him what should they do in the short term? Ignore the other things? I do not think so. I agree entirely with what David Lee said about that – they should coordinate. In the short term if we are in recession, pump more liquidity into the system to help the real economy as well, and it does not matter if you violate your inflation target slightly, and do the opposite when the economy is expanding fast. In other words, the job of the central bank is to target the short run in the long run, Jacob is absolutely right. We need productivity and investments, and the central bank has no influence on them.

Thank you.

**А. Кудрин:**

Вопрос господину Френкелю, я так понимаю. Будете отвечать?

**Я. Френкель:**

With pleasure. There is an impression of a parent disagreement, because fundamentally there is a basic agreement, but there is a practical issue. And let me make two observations. Theorem number one – if you want to go north, do not start by going south. If we agree on this principle, half of the mistakes of the world would have been solved. And there is always this justification – we are in the short run only are going there but really mean to go there. People see where you go in the short run, people give you credit that is where you want to go, and they do not believe that you will go in the other direction even if you have the best intention. Second observation – 7 years ago (or 8 by now) we were asking what will happen with Greece. Today we are asking what will happen to Greece. We have to ask ourselves if Greece was such a big problem or our analysis was faulty that after 8 years we still ask that question. I will submit that we did not go to the right solution early on, and now we have to clear the debt from all the way and still we will have to do the right solution. Third observation – 8 years ago unconventional monetary policies came in. What is the meaning of ‘unconventional’? It means there is something that is conventional and this is a detour, and a detour by definition is temporary. We have learned that there is nothing more permanent than a temporary detour. I think that there is an important issue therefore to identify – that if you make a detour, if you do make a short-term deviation, speak very loud and clear that it is a detour and your long-run objective is still this, otherwise the market may be confused. So clarity is a very important element. And my final remark, Mr. Chairman – again, in order to make sure that we do not get the impression that there is a strong diversity of opinion – there is a strong diversity of circumstances – a country in a crisis has different rules to a country that is not in a crisis; a country that has to maintain price stability has

a different trajectory to a country that wants to reduce high inflation towards price stability, a person from the planet Mars seeing different policies will say that there is this agreement. No. The countries in a crisis want to get to the situation of the country without a crisis. And this inflation processes aiming at price stability and maintaining price stability is a different regime again, but as long as one understands that it is a trajectory rather than a snapshots of separate situations.

**А. Кудрин:**

Спасибо. Кристофер, вы хотели еще что-то добавить.

**К. Писсаридес:**

Yes, it is very difficult for any Central Bank to achieve these. The Bank of England did it. They had the target of 2% when the recession came, during the financial crisis they went up to 4% for 2–3 years, they are now down to 1%. All credit to them, that can be done. If you are telling me that the European Central bank, when it was having inflation rate of 0.4% and they insisted that we should wait long enough to get to 2%, and if they pumped liquidity into the system, that was going south when they wanted to get north, then I am confused about the south, north, west and east. All I am saying is that the Central Bank should be coordinating with other agencies, should be pushing in the direction it wants to go, and if it is recession, they should not worry about overshooting, as long as their stated objective is that in the medium run, they ought to come back to their target of 2%. As for Greece, you are right. In fact, as we are speaking now, there is a session on Greece taking place in a different conference hall. Unfortunately, I had to miss it despite my strong involvement with Greece. But I think, obviously, what happened in Greece is that the Greeks made many bad mistakes leading up to the crisis, and then various rescue organizations, institutions made bad mistakes during the crisis, so they both have to deal with the mistakes of each other, and they are in a mess.

**А. Кудрин:**

Спасибо. К сожалению, мне не удалось сделать все выступления очень лаконичными. Мы завершаем, но я еще дам слово двум спикерам, по полторы минуты. Кеннет, вы хотите что-то добавить?

**К. Рогофф:**

The problems that Russia is facing are particularly profound. If we are talking about what, say, Ben Bernanke was facing at the height of the financial crisis, they did not just make decisions about QE, they did things that seemed insane. I woke up one morning and suddenly Goldman Sachs, GP Morgan, Morgan Stanley, investment banks, have become banks, so that the Federal reserve could give them money. I thought I was having a dream. I had to pour water on myself to make sure I was awake. They did very creative things. Russia is facing a very difficult time with the collapse and oil prices, I think, being by far the leading problem, but also the sanctions, geopolitical tensions, and all of this comes onto the Central Bank. And you are balancing inflation, you are balancing growth. I again reiterate that it is a very important time institutionally to maintain some independence during this period, because if you do not, people do not believe you.

**А. Кудрин:**

Спасибо. Мы видим, что нет догм, но все стараются придерживаться принципов, но учитывать реальные обстоятельства. Господин Ли, хотели что-то добавить?

**Д. Даокуя Ли:**

I think one of the biggest enemies of our Central Bank Governor is the confidence of the financial markets. And in your case, frankly speaking, the confidence, not only of the people in Russia, but also the investors overseas. And also, considering the size guerilla fighters, these guys are the formal army, well trained, so therefore, you have to have guerilla war mentality.



Sometimes you have to hide, sometimes you have to isolate yourselves from those attacking armies. That is a lesson from the Chinese policy-making. So temporarily you have to cut off from the formal armies that may attack you.

**А. Кудрин:**

Эльвира, если Вы хотите прокомментировать какое-то выступление или сказать нам еще что-то, то, пожалуйста.

**Э. Набиуллина:**

После этой дискуссии я еще раз убедилась, что очень важно понимать, что центральные банки могут и что не могут, что денежно-кредитная политика может и что не может делать, учитывая обстоятельства, в которых находится та или иная страна. Многие центральные банки стимулируют экономический рост в той или иной степени. От нас ожидают того же самого: чтобы мы, смягчив денежно-кредитную политику, помогли российской экономике выйти из рецессии. Но на мой взгляд, очевидно, что наша экономическое замедление является структурным и началось еще при высоких ценах на нефть. И поэтому это можно исправить только структурными изменениями. Действительно, правильно говорить не о краткосрочном повышении темпов экономического роста — нам нужна его устойчивость, и об этом нельзя забывать.

И второе: я не знаю ни одного примера кредитной политики, когда в условиях высокой инфляции страна бы смягчала денежную политику. Безусловно, нам нужно, снизить инфляцию. Это ключевая вещь и урок на будущее. Многие говорят о монетарной и бюджетной контрциклической политике. Чтобы иметь возможность проводить ее и давать стимулы для экономики в периоды кризиса, она должна присутствовать и до кризиса, не позволяя инфляции быть высокой в докризисные периоды, тогда вы можете смягчать денежно-кредитную политику в условиях кризиса и не иметь бюджетных дефицитов и долгов в хорошие годы. Тогда для вас

есть поле возможностей для помощи экономике. Если у вас этого нет, как в России, вы обречены на жесткую денежно-кредитную политику и на бюджетную консолидацию, чтобы помочь экономическому росту. Спасибо.

**А. Кудрин:**

Спасибо, уважаемые коллеги.

Я буду завершать, и хотел бы сказать про Грецию. Да, многим кажется, что Греции не хватает денег. Конечно, там тоже есть проблема производительности и структурных реформ, которых от нее ждут все кредиторы. Мы тоже понимаем это.

Я благодарю всех участников за очень яркие выступления. Хочу пожелать Центральному банку независимости и достижения всех целей. Спасибо.