

Текст выступления А. Вавилова на XX научной конференции РЭШ

ВАП: Я довольно долго занимался государственным долгом, особенно в тот период, когда это было актуально для нашего государства. Но в настоящее время актуальность государственного долга серьезно снизилась, у нас появился государственный долг с обратным знаком – стабилизационный фонд.

У него есть особенное свойство – возможность потратить, в отличие от государственного долга, где все уже давно потрачено. По использованию средств стабилизационного фонда в последние годы появляется довольно много предложений, более того на практике в скрытой форме этот процесс уже идет. В своем докладе я хотел бы изложить свой взгляд, как на проблему использования стабилизационного фонда, так и на ряд проблем, тесно связанных с этим вопросом.

Сначала предлагаю остановиться на фактических данных. Стабилизационный фонд достиг по состоянию на октябрь 2006 г. 77 млрд. долл. или около 8% ВВП. Причем на данный момент стабилизационный фонд рассматривается правительством именно как резерв, как некая “кубышка”, которую предполагается тратить на финансирование дефицита бюджета, если финансовое положение страны ухудшится.

Когда фонд создавался, то его целевой уровень был установлен на отметке 500 млрд. рублей. К настоящему моменту он уже почти достиг 2 трлн, и целевое значение составляет лишь $\frac{1}{4}$ накопленного размера Стабфонда. Однако даже несмотря на это, оставшиеся три четверти рассматривались до последнего времени как резервы и пока не используются ни для государственных программ, ни для достижения важных долгосрочных целей, о которых я хотел бы поговорить позже. Справедливости ради надо сказать, что сейчас идут попытки изменения ситуации с точки зрения необходимых резервов, но к этому вопросу мы еще вернемся.

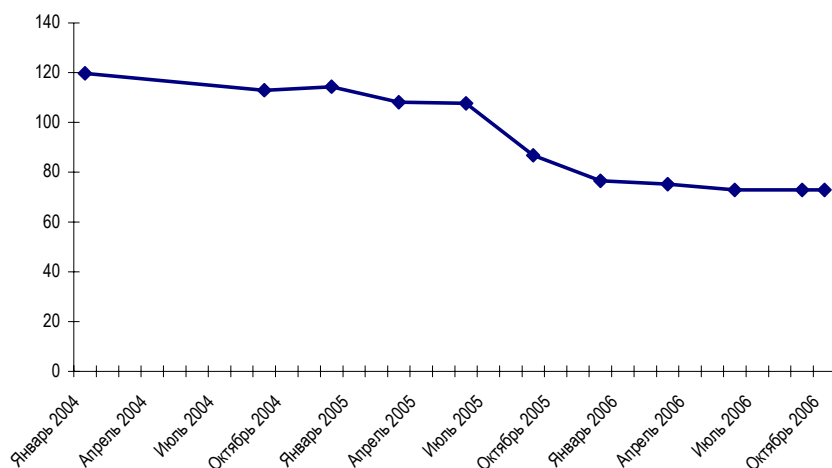
Единственное, на что были истрачены средства стабилизационного фонда – это погашение внешнего долга, в основном Парижскому клубу (выплаты в общей сложности составили 45 млрд. долларов). С экономической точки зрения это вполне разумная операция, так как был произведен взаимозачет между низкодоходными активами Стабфонда, доходность по которым в рублях отрицательная, и долгами Парижскому клубу, с достаточно высокой стоимостью обслуживания. В то время, когда накапливался этот долг, процентные ставки в мире были довольно высокие, и когда ставки опустились, разница между доходностью активов фонда и стоимостью долга начала бросаться в глаза, так что это было разумное решение.

Таблица 1. Использование средств Стабфонда

	Направление использования	Сумма, в млрд долл.
2005		
	Погашение внешнего долга	22.6
	Покрытие дефицита Пенсионного Фонда	1.04
2006		
	Погашение долга Парижскому Клубу	22.4

Источник: Министерство Финансов РФ

Рис. 1 Динамика государственного долга, млрд долл.



Источник: Банк России

Система сохранения денег в резерве и неиспользование их на достижение долгосрочных целей, сложилась в результате того управления финансами в стране, которое было присуще середине 90-х годов, когда все финансовые и бюджетные ограничения были довольно жесткими, а финансовая система была неразвита. Я не хочу сказать, что сейчас она в идеальном состоянии, но, тем не менее, различного рода финансовые инструменты появившиеся в последние годы, вполне доступны как частным инвесторам, так и ЦБ. Тем не менее, подход к использованию резервов остается прежним, - это такой инструмент, который должен балансировать текущие проблемы. От того, что Министерство финансов планирует бюджет не на год, а на три года и рассчитывает возможность балансировки бюджета не на один год, а на три, от этого, в общем-то, ничего не меняется. Новых подходов, способствующих структурным преобразованиям или созданию новой финансовой системы, или новых методов управления денежной массой, контроля над инфляцией на данный момент не только нет, но и в ближайшем будущем не планируется.

Здесь я хотел бы прокомментировать график, иллюстрирующий один из отрицательных результатов такого подхода к Стабилизационному фонду, заключающийся в том, что средства стабилизационного фонда обесцениваются. Не является секретом, что с одной стороны у нас инфляция, а с другой стороны – укрепление рубля по отношению к доллару. Мы оценили инфляционные потери, которые государство понесло в отсутствие качественного управления Стабфондом - это около 200 млрд рублей. Это просто потери от инфляции – та цена, которую приходится платить нашей стране и ее финансовой системе за то, что эти средства рассматриваются в качестве резервов.

Рис. 2 Накопленные потери от инфляции, млрд руб.



Источник: оценки ИФИ

Складывается странная ситуация. С одной стороны, финансовые власти готовы платить эту цену за обладание резервами, однако, лет 5-7 назад, когда активно обсуждался вопрос о

том, что необходимо использовать инструменты управления денежной массой, такие как операции на открытом рынке или ставку дисконтирования, главной причиной отказа от этого была платность этих инструментов. Предполагалось, что для расширения этих операций, Минфин должен был выпускать долговые инструменты и платить по ним процент – причем значительную часть ЦБ как основному покупателю бумаг. Весь вопрос застопорился только из-за того, что Министерство финансов в лице А. Кудрина заявило о том, что платить ЦБ проценты не будет из принципа. А сейчас, в скрытом виде, из-за того, что они не проходят по статьям бюджета, все готовы платить эти вмененные издержки за то, что весь стабилизационный фонд является чистыми резервами. Причем выгоду получает все тот же ЦБ.

Было бы неплохо, чтобы наше государство в отношении стабилизационного фонда, да и не только его, а в отношении нашей финансовой системы вообще, определило какие-то долгосрочные цели. Мои коллеги [по ЦЭМИ] в свое время меня учили, что согласно принципу “обратной индукции” динамического программирования, долгосрочные задачи должны определять текущие решения, а не наоборот. Однако у нас все остается по-прежнему – власти делают все ровно наоборот.

Я хотел бы еще прокомментировать с точки зрения долгосрочных целей изменения в подходах к Стабилизационному фонду, которые исходят от наших властей.

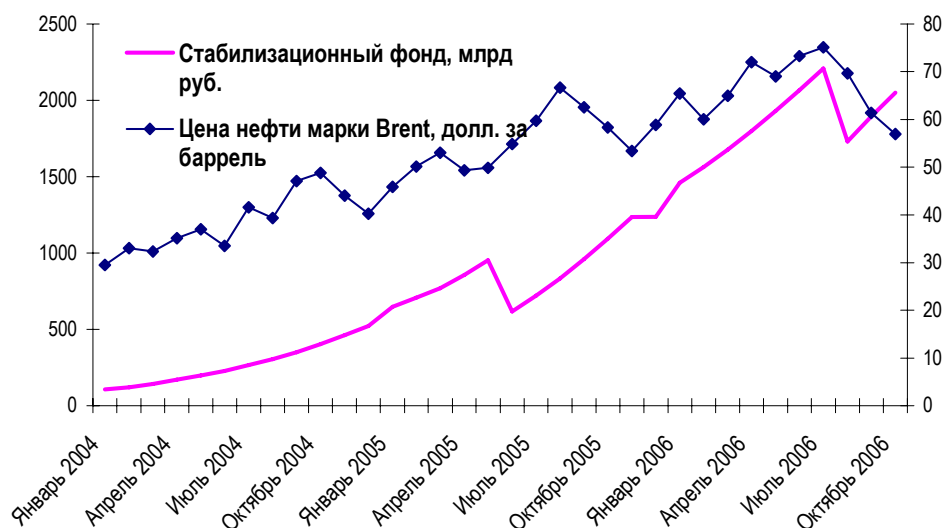
Весной наш Президент определил новые подходы к стабилизационному фонду. Он сказал, что резервная часть будет не 500 млрд. рублей, а 10% от ВВП, а это порядка 100 млрд. долларов, т.е. планка Стабфонда была увеличена приблизительно в 5-6 раз. Почему именно так, почему именно 10% ВВП, а не 8%, 9% или 12% объяснить не может никто. Когда А. Кудрин выступал в Совете Федерации, на мой вопрос, почему был выбран именно такой уровень, он дал примерно такой ответ: «Так сказал президент, поэтому это является аксиомой, не требующей доказательств».

Кроме того, было определено, что стабилизационный фонд будет вложен в валютные активы, с разбивкой: 45% в долларах США, 45% в евро и 10% в фунтах стерлингов. К сожалению, мы являемся свидетелями своеобразного спектакля по поводу стабилизационного фонда. Ведь если у Минфина есть счет в рублях в ЦБ, то против него есть активы в валюте, которые и так уже давным-давно размещены в виде валютных резервов. Таким образом, какие-то изменения в бухгалтерском учете, когда у Минфина счет в ЦБ уже не рублевый, а мультивалютный, преподносятся как величайшее достижение с точки зрения управления активами.

Последнее предложение поступило от Министра Финансов А. Кудрина. Он опубликовал статью, где предложил разделить бюджет на две части: на, так называемый, нефтегазовый бюджет, куда складываются все доходы от нефтегазовых отраслей, и второй бюджет, который сформирован на основании доходов от остальной части экономики. По своей сути, это то же самое разделение на резервы и сверхрезервы с некоторыми поправками. Например, он предлагает ограничить трансферты из нефтегазового бюджета в обыкновенный бюджет на первом этапе в 3-4% ВВП. По моему мнению, это будет для бюджета довольно серьезным потрясением. Дело в том, что, по оценкам МВФ, дефицит бюджета при цене на нефть на уровне 20 долл. за баррель составляет около 9% ВВП. Поэтому возникает вопрос, за счет чего профинансировать остальные 6%? Неясно, но наверно за счет того, что бюджет будет выпускать долговые обязательства. Тем не менее, в этом предложении все же есть разумное зерно – так как действительно необходимо соблюдать бюджетную дисциплину и ограничивать трансферты из нефтегазовых доходов. Еще одна позитивная, однако, не слишком смелая новация, предлагаемая министром, - инвестировать активы нефтегазового бюджета в какие-то, пока, правда, непонятные, проекты, и за счет доходов от которых финансировать трансферты из нефтегазового бюджета в текущий бюджет.

Несколько слов о текущей финансовой ситуации не только с точки зрения Стабфонда, но и с точки зрения бюджетных процессов.

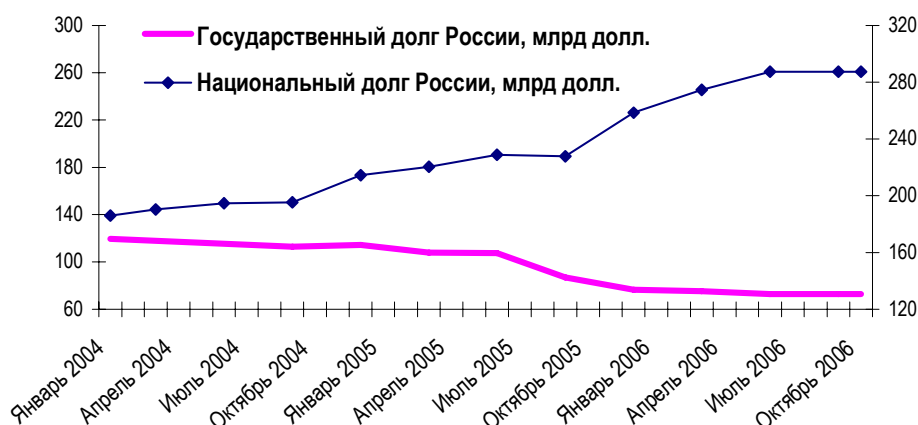
Рис. 3 Динамика активов Стабфонда и цены нефти марки Brent



Источник: Министерство Финансов РФ, Bloomberg

Источник роста стабилизационного фонда всем известен, как видно из графика он растет только вместе с ценами на нефть. Это означает, что никаких заслуг в формировании стабилизационного фонда наших государственных чиновников и монетарных властей нет, он формируется сам по себе. В то же время происходят довольно серьезные изменения в динамике долга. Здесь я бы хотел прокомментировать следующий график.

Рис. 4 Динамика российского долга, млрд долл.



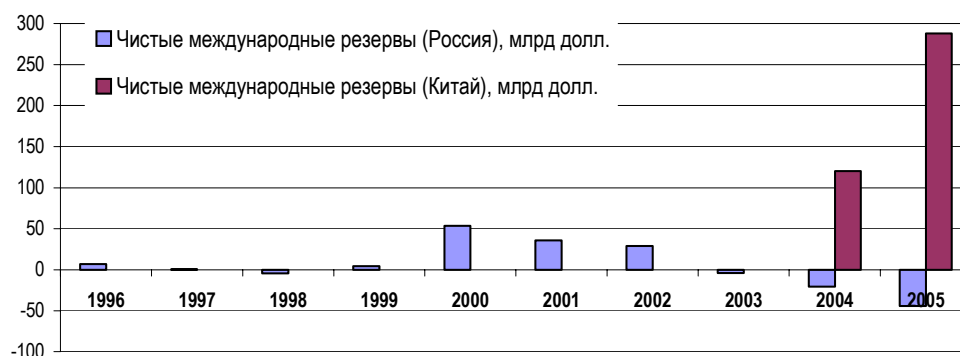
Источник: Банк России

Наверху вы видите кривую, с отрицательным наклоном, – она показывает уровень государственного долга. Т.е. долг государства действительно серьезно снизился. В тоже время показатель национального долга, включающий в себя заимствования частного сектора (корпоративного и финансового), как мы видим, вырос за 2 года более чем в 2 раза. Его сумма превышает почти в 2 раза максимальный долг государства, который когда-либо достигался – около 280 млрд долл.

Последнее, конечно, связано с интересом к российской экономике, и само по себе не является отрицательным фактом. В то же время это, как любой другой дисбаланс заслуживает пристального внимания, чего, к сожалению, пока нельзя констатировать. Данная проблема нигде и никем не освещается и со стороны властей ей не уделяется должного внимания. Если произойдет быстрое снижение цен на нефть, то этот дисбаланс может спровоцировать долговой кризис, который вряд ли приведет к массовым дефолтам, но корпорации, не связанные с сырьевым сектором, могут понести серьезные потери.

На данном слайде приведен еще один интересный график.

Рис. 5 Динамика чистых международных активов России и Китая, млрд долл.*



Источник: Банк России, МВФ

По методологии МВФ, мы еще с начала 90-х годов рассчитываем чистые международные резервы нашей страны. Суть заключается в том, что есть национальные активы и есть пассивы, а разница между ними – это чистые активы или пассивы в зависимости от знака. Когда в 2000 г. после дефолта у нас начали расти цены на нефть, чистые международные резервы также выросли и достигли 50 млрд долл.

Однако, начиная с 2001 года и по настоящее время, ЧМР динамично снижаются и на данный момент достигли минимальной величины для Российской Федерации – -44 млрд. долларов, что говорит о том, что если сейчас взять и продисконтировать все наши пассивы и активы, то у нас просто не хватит средств, чтобы расплатиться, грубо говоря, взаимозачет.

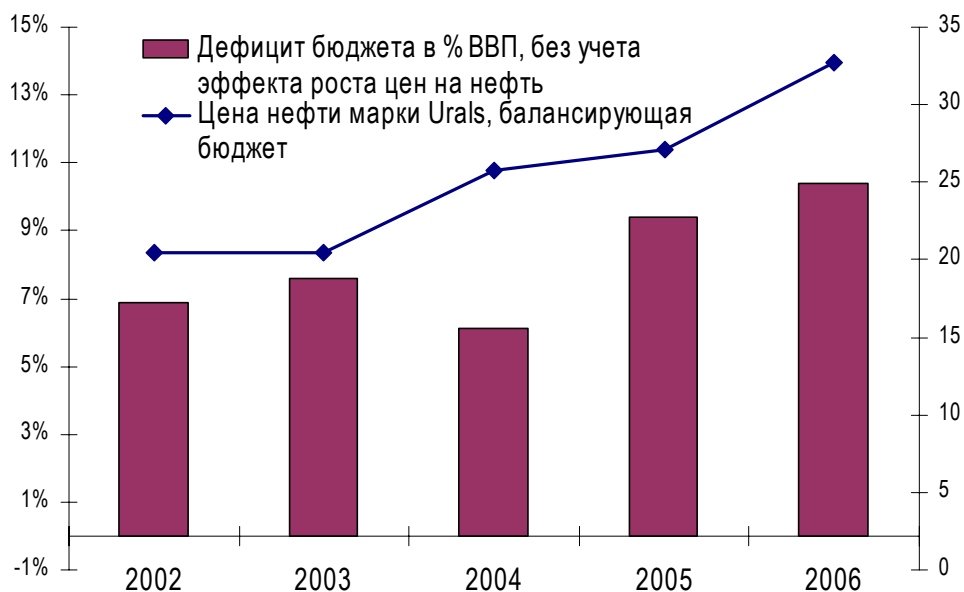
Ситуация, про которую все помалкивают и никак не комментируют и переводят разговор на золотовалютные резервы и положительное сальдо баланса, на самом деле указывает на то, что никакого притока в резервы Центрального банка и в тот же Стабилизационный фонд, который является частью этих резервов, со стороны положительного сальдо торгового баланса нет. Он просто «растворяется» – идет на процентные выплаты, оплату услуг, обслуживание долгов, а весь прирост наших резервов Центрального банка, в основном, осуществляется за счет финансового счета, т.е. по большей части, за счет формирования корпоративного долга и лишь отчасти прямых иностранных инвестиций.

Если взять, допустим, Китай, у которого тоже положительное сальдо баланса сравнимое с нашим, его ЧМР уверенно растут: если в 2004 г. ЧМР Китая были 120 млрд долл., то в 2005 году уже 287 млрд долларов. Хотя там сальдо торгового баланса в 2005 г. составило лишь 102 млрд. ЧМР Китая растут даже быстрее, чем сальдо торгового баланса, что свидетельствует о том, что китайская экономика идет в правильном направлении, а наша не очень.

Вторая проблема, о которой я говорил в начале выступления – сильная зависимость бюджета от нефтегазовых доходов. Если бы цена на нефть была зафиксирована на уровне 20 долл. за баррель, то дефицит бюджета составил бы в 2005 г. 9,4% ВВП. Причем дефицит бюджета без учета нефтяной составляющей растет со скоростью 1% ВВП в год. В свете этого текущая ситуация уже выглядит угрожающе, а учитывая скорое начало нового политического цикла рассчитывать на замедление темпа роста дефицита не приходится. По мере приближения к 2008 году, к выборам, повышение рейтингов политических фигур потребует увеличения расходов, и как следствие потенциальные проблемы бюджетного дефицита.

* Данные по Китаю приведены для справки

Рис. 6 Дефицит бюджета без учета динамики роста цен на нефть и балансирующая бюджет цена на нефть



Источник: оценки МВФ

После критики текущего положения хотелось бы высказать ряд позитивных мыслей, описать ряд необходимых действий, которые имеет смысл предпринять в сложившейся ситуации.

Еще несколько лет назад мы с коллегами по Институту Финансовых Исследований оценивали возможные сценарии развития пенсионной реформы, которую вынуждены пройти как развивающиеся, так и развитые страны.

Количественный анализ проводился на примере реальной пенсионной реформы, а не так как у нас сейчас происходит - чуть-чуть снизили ЕСН, назвали ту же распределительную систему накопительной, а на самом деле никакого отличия от распределительной системы там нет. И поэтому, кстати, реформа сама по себе погибла, и никаких целей, которые перед ней ставились, она не выполняет. Но я не буду сейчас долго говорить на эту тему, мое мнение заключается в том, что реформы нет, и поэтому я буду говорить о реформе в том понимании, которое я считаю важным.

Основная идея пенсионной реформы заключается в том, чтобы снизить нагрузку на экономику и чтобы уровень всех платежей в пенсионные фонды не превышал 10%, а желательно, чтобы это была однозначная цифра, а в худшем случае – 12-14 %, как это предполагается во всех реформах на Западе. Все, наверное, знают, что США сейчас пытаются осуществлять пенсионную реформу, перевести всю государственную систему на «накопительные рельсы», сделать ее большей частью частной, и везде предполагается, что уровень налоговой нагрузки на труд должен снизиться. Инструмент достижения этой цели понятен: люди накапливают в течение трудоспособного возраста деньги, которые инвестируются в долгосрочные вложения, которые позволяют получить в долгосрочном периоде устойчивый доход.

Вообще, если проводить такую реформу, то, конечно, это будет означать качественное изменение всей финансовой системы в стране. Именно из-за того, что ее нет, на данный момент у нас практически отсутствуют российские институциональные инвесторы – в основном, представлены частные инвесторы, которые торгуют на российском рынке либо через фонды, либо напрямую через брокеров. Крупных институциональных инвесторов у нас в стране просто не существует. Появление пенсионных фондов, которые будут иметь право вкладывать средства не только в государственные ценные бумаги, но и в акции компаний, причем не только российских, но и зарубежных, полностью изменит картину на нашем финансовом рынке. Я не буду повторять, и лишь коротко скажу, что только институциональные инвесторы типа пенсионных фондов могут обеспечить приход на рынок длинных денег с инвестиционным горизонтом 20-30 лет.

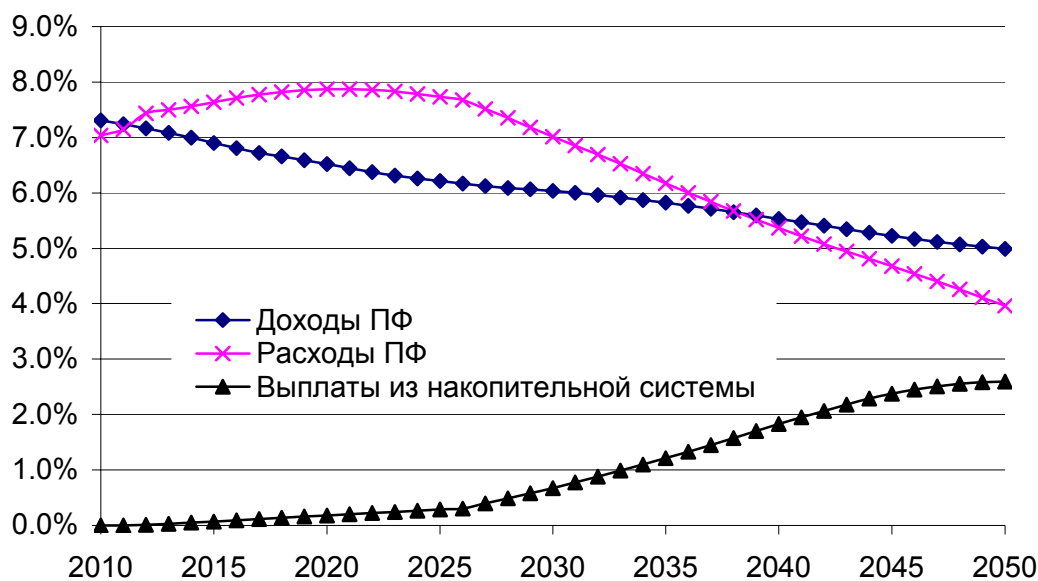
Горизонт планирования для финансовой системы, который сейчас составляет не более трех лет, за счет этих изменений, мог бы расшириться до десятков лет, как это существует в странах с развитой

финансовой системой. Известный ученый-экономист Эдмунд Фелпс, получивший недавно Нобелевскую премию по экономике, нашел долгосрочную положительную связь между естественным уровнем занятости, а соответственно развитием экономики, и динамикой финансовых рынков. Он, в частности, выявил, что есть два типа экономики. Для первого типа характерны развитые рыночные институты - это англосаксонские страны и Голландия. Для второго – крупные финансовые институты – это европейские страны и Япония, где финансирование происходит за счет банковской системы, более бюрократичной по своей природе. Эта положительная связь между естественным уровнем занятости, а соответственно и темпами роста экономики, и динамикой финансовых рынков, в основном проявляется в экономиках с развитыми рыночными институтами, т.е. частными институциональными инвесторами.

Поэтому перед нами стоит важный политический выбор, – по какому пути развития экономики мы пойдем. Или мы будем стремиться развивать нашу “полуинвалидную” банковскую систему, либо мы будем ориентироваться на то, что мотором нашей экономики будут решения частных инвесторов, принимающих свои решения не в рамках бюрократических процедур, характерных для банковской системы.

Проведенный в ИФИ математический анализ указывает на то, что из-за демографической ситуации провести нормальную пенсионную реформу без использования долговых инструментов не получится. Рост количества пенсионеров по отношению к работающему населению будет продолжаться, что приведет при любом сценарии развития реформы к значительному финансовому разрыву бюджета пенсионного фонда. Причем, его размер, по нашим оценкам, может составить 55-75% от ВВП, это примерно в 10 раз больше чем размер стабилизационного фонда, который у нас существует. Поэтому, если у нас есть долгосрочные цели, было бы логично весь стабилизационный фонд направить на выполнение обязательств пенсионного фонда либо накопительной системы.

Рис. 6 Динамика переходного процесса при реальной доходности накопительной системы 5%



Источник: оценки ИФИ

Естественно, подход к управлению этими долгосрочными активами, которые предназначены для долгосрочных целей, должен быть другим. Это не должны быть только вложения в государственные ценные бумаги, а в первую очередь вложения в акции российских и зарубежных компаний. При этом, естественно, должны выполняться все требования к уровню риска по этим вложениям, портфель должен быть глобально диверсифицирован и т.д. Такой подход показывает, что мы вполне можем решить проблему пенсионной реформы, а параллельно спровоцировать и развитие финансовой системы. В результате, реформа могла бы стать локомотивом, который позволил бы удвоить благосостояние населения, а не только небольшой части нашего общества, которая проблему удвоения своего собственного благосостояния решила меньше чем за год. Поэтому, вложив деньги Стабфонда в реформу пенсионной системы и построив эффективное управление этими деньгами, я думаю, мы могли бы вытащить нашу экономику на новый уровень развития.

Председатель: У нас есть порядка 20 минут для комментариев и вопросов.

Вопрос из зала: Прокомментируйте, пожалуйста график на последнем слайде.

ВАП: Площадь фигуры между синей и красной линией – это тот долговой разрыв, который в любом случае у нас будет, если мы реально делаем пенсионную реформу. Номинальная доходность от управления государством пенсионными активами составила в 2005 г. лишь 12%, что при инфляции около 10,5% означает лишь 1,5%-ную реальную доходность, по этому вы сами прекрасно понимаете, насколько “эффективно” у нас управление деньгами пенсионеров. Нынешняя пенсионная реформа встроена в систему текущего управления и никаких долгосрочных задач не решает. Если бы мы действительно эффективно управляли бы активами и обязательствами пенсионной системы, то вполне могли бы добиться реальной доходности по вложениям на уровне 10%.

Эта доходность вполне реальна и обеспечила бы на горизонте 25 лет десятикратное увеличение активов пенсионной системы, что в значительной степени облегчило бы проблему долгового разрыва.

Председатель: По нашей традиции начнем сессию вопросов и ответов.

Владимир Викторович Попов (ВВП), профессор РЭШ: По-моему, есть некоторое противоречие между первой частью Вашего выступления и второй. В первой части Вы говорили, что быстро растет частная задолженность, и оно так и есть, что Россия превратилась в чистого должника, а раньше была чистым кредитором, т.е. получается, что стабилизационный фонд тратить нельзя, а во второй части говорите, что его надо истратить. В связи с этим вопрос такой: А какой критерий формирования стабилизационного фонда, какой он должен быть по объему. Возможный вариант ответа следующий: Вы сами сказали, что сейчас дефицит бюджета 9% ВВП при цене нефти 20 долларов за баррель, значит 9% ВВП – это как раз этот стабилизационный фонд. Завтра упадет цена, и стабилизационный фонд будет достаточен только для того, чтобы покрыть этот шок на один год, на второй год его уже не хватит. В связи с этим вопрос о критериях.

Второй вопрос: если тратить стабилизационный фонд, тогда повысится курс рубля, а у нас реальный курс уже очень высокий и уже плохо отражается на всех производителях, рекомендуете ли Вы какие-то меры для того, чтобы убрать этот эффект, если да, то какие. Спасибо.

ВАП: Начну со второго вопроса. Мое предложение, заключается в том, чтобы инвестировать активы, которые называются Стабилизационным фондом, в решение пенсионных проблем и соответственно вложить его в акции российских и иностранных компаний. Если рассмотреть нормальный глобально диверсифицированный портфель любого крупного пенсионного фонда на Западе, вложения в российские акции занимают там не слишком большую долю. Например, доля российских компаний в индексе MSCI World Equity составляет менее 1%. Аналогично доля России в таком портфеле должна быть не слишком большой. Сейчас мы эти деньги держим в казначейских обязательствах США, а будем вкладывать в акции иностранных компаний, в результате ничего внутри России мы тратить не будем, поэтому проблема так называемой «голландской болезни», вообще не возникнет. То что мы держим в портфеле не казначейские обязательства, а акции, с точки зрения увеличения рублевой денежной массы, ничего не меняет.

Первый вопрос. Сколько должно оставаться в резервной части, чтобы, не дай Бог, что-нибудь не случилось? С научной точки зрения, это абсолютно нейтральный вопрос. Может быть -50 млрд долл. или +120, разницы нет никакой, потому что, если рассматривать все это на длинном периоде, там может быть рост активов, а может быть их падение, точно так же, как это было в 90-е годы, когда у нас долг увеличивался.

Сейчас Стабилизационный фонд у нас больше чем долг, но что случится через несколько лет? Если мы оставим в резерве 10%, 12 или 13% ВВП – это проблему не решит. Вот упадут, допустим, цены – у нас дефицит 9%, а эти цены будут держаться внизу не один год, а три года, значит, получается, нам надо 27%, а если не три года, а 7 лет? Невозможно эту проблему решить созданием какой-либо кубышки, ее надо решать системой управления как активами, так и пассивами. Даже когда у нас был большой долг, заметьте, наши чистые международные резервы, несмотря на большой долг, были положительными, просто, потому что у нас все равно были какие-то активы – остатки на счетах, резервы ЦБ, остатки в частном секторе, которые отражались в банковской системе. Надо учиться жить

не только в условиях положительных активов, но и в условиях отрицательных, когда у нас будет снижение цен, мы должны будем эффективно занимать деньги. Поэтому, на вопрос какой вы захотите оставить резервный фонд, ответ – любой. Я лично считаю, он должен быть нулевым.

ВВП: *Когда цены на нефть падают, то кредитный рейтинг страны снижается и поэтому занять нельзя, беда одна не приходит, не только цены на нефть упали, но еще и занять нельзя, приток капитала сокращается, международные финансовые организации и правительство чуть-чуть увеличивают кредиты, но это совершенно недостаточно для того, чтобы погасить этот шок от падения цен на нефть, все равно придется, если Стабилизационный фонд будет нулевым, приспособливаться через снижение реальных доходов. Вопрос в этом.*

ВАП: Да, но то же самое сейчас, у нас есть вмененные издержки, связанные с тем, что мы держим деньги в резервах, они составляют примерно такую же величину. Какая разница, если мы сейчас несем вмененные издержки оттого что держим его как резерв и не вкладываем в долгосрочные активы, или у нас будут повышенные процентные ставки в период низких цен на нефть. Вообще, снижен будет рейтинг, не снижен – на самом деле это не так важно. Важно, чтобы у нас в экономике прошли структурные реформы, уменьшилась доля нефтяного сектора - вот, что будет важным критерием при изменении рейтингов. У нас сейчас есть активы, почему бы сегодня не попрактиковаться, не позанимать, никто же этим не занимается. Мы только гасим долг, а почему бы нам не выпустить новый долг под низкую ставку, а погасить размещенный ранее под высокую, просто в качестве упражнения. Тем более что нам придется это делать, когда у нас цены на нефть упадут, и у нас не будет прироста в стабилизационном фонде, будет падение. Если мы будем это уметь делать, если у нас будет налажено эффективное управление как активами, так и пассивами, то тогда не будет никаких проблем.

И еще один вопрос по поводу того, что у нас долг растет, на самом деле ничего тратить нельзя. Это долг частного корпоративного сектора. Я уже говорил, что не считаю это негативным развитием событий, но в случае падения цен на нефть, я считаю, что система управления финансами в нашей стране не готова к возможным шокам. Надо было бы сейчас перейти к другим инструментам денежной политики, которые используются во всем мире. У нас для борьбы с инфляцией используется что? У нас приток валюты складывается в резервы или Стабилизационный фонд, и таким образом прирост рублевой денежной массы оказывается не такой большой, как приток валюты. Это один инструмент, а второй инструмент – это валютный курс. Так как мы держим курс на определенном уровне, это является своеобразным якорем, который должен снизить инфляцию. Это не очень хорошо получается, но, тем не менее, мы его используем. Я считаю, наша экономика уже созрела для политики плавающего обменного курса. Вот у нас есть более 200 млрд долл. международных резервов и необходимо определить планку, за которой можно позволить рыночным силам определять курс рубля. Естественно, в этих условиях курс рубля сначала подскочит, а в случае падения цен на нефть он упадет, но это нормально. Почему, например, курс евро к доллару может на 50% меняться, а вот курс рубля на 10% по отношению к доллару меняться не может? Нам тоже необходимо научиться жить в этих условиях, тогда и производные инструменты появятся, и планирование улучшится у частного сектора. Почему сейчас занимают на длинные сроки? Корпоративный сектор считает, что курс будет стабильным всегда – это психологический эффект. Мы это уже проходили, это было в 96-97 годах, когда объявили, что курс будет стабильный – 6 руб., и ЦБ гарантирует какой-то коридор. Как только произошел кризис на внешних рынках, никто ничего прогарантировать больше не смог, от этой системы отошли, но сделали это в гораздо худшей форме, чем того требовала ситуация.

Если у нас курс пойдет в свободное плавание, то частный сектор будет более ответственно планировать свои займы и учитывать валютные риски. Это еще может позволить себе нефтегазовый сектор, там способность генерировать денежный поток от девальвации не сильно изменится, но сейчас же еще есть сектор, который ориентирован на внутренний рынок. Он же тоже привлекает очень много денег, не только в виде прямых инвестиций, но и через долговые инструменты. А в таких условиях он наверняка не сможет расплачиваться, потому что как только произойдет девальвация, его способность генерировать денежный поток уменьшится, если не в разы, то, во всяком случае, на десятки процентов - а это уже путь к банкротству.

Виктор Меерович Полтерович, академик РАН: *Если можно, то у меня довольно длинное выступление будет, мы как раз с Владимиром Викторовичем занимались довольно много на теоретическом уровне вопросами золотовалютных резервов. Я буду сейчас игнорировать разницу*

между стабилизационным фондом и золотовалютным резервом. Там есть некоторая разница, это чуть-чуть разные механизмы, но во многом они близки. Вопрос, который у нас возник первоначально, заключался вот в чем: есть такое наблюдение, что на определенном этапе своего развития многие страны, особенно страны, которые быстро развивались, в частности, сегодняшний Китай или в недавнем прошлом Корея и даже Япония, довольно быстро накапливали такие резервы. Возникает вопрос: «почему?». Впечатление такое создается из наблюдений за реальными данными, что быстро растущие страны в какой-то момент быстро накапливают резервы, а потом прекращают, а развитые страны вообще этим не занимаются. Вопрос, в чем здесь дело? Наш ответ состоял в том, что накопление резервов играет следующие две роли именно для развивающихся, но не развитых стран: первая, общеизвестная роль – снижение реального валютного курса, и почему это важно – это стимулирует экспорт. Если развитие экспорта оказывает сильное экстернальное воздействие, т.е. не учитываемое рынком воздействие на всю экономику, то это может быть полезным и может превосходить те потери, которые мы несем в связи с накоплением резерва. Почему возможно такое экстернальное воздействие, в каких случаях? Возьмем Китай, у Китая это особенно сильно просматривается. Китай продает продукцию высокой степени переработки, не сырье, как мы. Китайские фирмы, которые выходят на внешний рынок, многому научаются. Они видят новые технологии, они понимают, как правильно организовать маркетинг, и это знание передается не только им, но и всей экономике Китая в целом. И если это экстернальное воздействие, не учитываемое рынком, сильное, то имеет смысл накапливать резервы, поэтому, может, китайцы делают не так глупо, что у них резервы колоссальные, золотовалютные резервы достигли чуть ли не триллиона долларов. Есть второй эффект, который возникает, в связи с накоплением резерва, а именно: это повышает рейтинг страны. Повышение рейтинга страны означает привлечение иностранных инвестиций. Вопрос с иностранными инвестициями сложный, но если привлекаются иностранные инвестиции, то это часто бывает довольно полезным. И может оказаться, что у нас привлеченные инвестиции больше, чем поток золотовалютных резервов. Тогда фактически накапливая золотовалютные резервы, мы на самом деле не тратим эти деньги, а наоборот привлекаем. В результате мы привлекаем денег больше, чем складываем в кубышку. И вот, эти два обстоятельства в какой-то степени могут оправдать накопление резервов. Но в наших условиях, по крайней мере, первое оправдание, о котором я сказал, оно сомнительно, т.к. у нас экспорт в основном сырьевой, и, казалось бы, зачем же нам заниматься занижением реального валютного курса? Здесь возникает такой аргумент: а если мы повысим реальный валютный курс, тогда у нас никаких шансов развить нашу собственную промышленность не будет вообще. Сейчас у нас они как-то сохраняются: развить промышленность, чтобы экспортировать не только ресурсы. Мне кажется, здесь довольно сложный комплекс вопросов, который как-то неоднозначно решается.

Теперь относительно того, если мы все-таки решаем использовать золотовалютные резервы, и если это действительно имеет смысл, то куда? Почему в пенсионный фонд, я все-таки не до конца понимаю. Есть альтернативные предложения, которые озвучивались неоднократно - вкладывать в приобретение новых технологий. Что это означает? Главным образом то, что приобретая новые технологии, реальный валютный курс не слишком повысится, потому что мы покупаем за границей. При этом, если это удастся сделать, то получится, что мы реально вложили в рост. Вложив в рост, мы тем самым решаем сразу много проблем. Если нам удастся с 6% поднять рост до 8-9%, это будет означать, что мы станем менее чувствительными ко всем возможным шокам, т.е. в тот момент, когда падают цены на нефть, выясняется, что у нас есть запас в росте, значит он сократится, будет не 8%, а будет 5%. Но тем не менее, ничего страшного не произойдет. При этом, если есть рост, то есть надежда, что не произойдет укрепление рубля, потому что рост требует финансирования, значит, мы, приобретая резервы и вкладывая их в технологии, тем самым гасим тенденцию к повышению реального валютного курса. И все-таки вопрос остается: почему именно пенсионный фонд, а не закупка технологий?

ВАП: Мне кажется, что просто, по масштабам, я думаю, что в ближайшие 30 лет это центральная задача. Если мы запускаем пенсионную реформу, то не можем допустить, чтобы она стала банкротом, а для этого нужны очень большие средства.

А что касается приобретения технологий, то, я думаю, управление государственными органами процессом перетока технологий с Запада к нам будет еще менее эффективным, чем все эти национальные программы. Кстати, у нас сейчас и так вроде бы происходит этот процесс, создали же венчурный фонд, хотя я не очень понимаю, почему государство его создает. Все эти венчурные фонды – традиционное явление на Западе – это явление связано с частным бизнесом, никогда государство в это ничего не вкладывало. Были какие-то программы, по которым рискованные компании тоже получали какие-то гранты. Но само по себе государство инвестором в венчурных фондах никогда не было. Или допустим, инвестиционный фонд - 3 проекта из 7 победивших в 2006 г. это строительство нефтегазопроводов. В принципе, кстати, достаточно логичный выбор: это самое прибыльное дело, но почему этим занимается государство, которое должно вроде бы финансировать не прибыльные, но структурно важные инвестиции, а оно по-прежнему финансирует нефтегазопроводы, в т.ч. Северо-Европейский газопровод.

Сергей Маратович Гурьев (СМГ), ректор РЭШ: *У меня вопрос, который прямо следует за Вашим ответом...*

ВАП: Я прошу прощения, хотел бы еще добавить по поводу резервов и прироста прямых инвестиций. Я специально посмотрел официальные данные: с 2001 года ни разу прирост прямых инвестиций не превышал прироста резервов Центрального банка. Какое-то движение идет, но если бы это было кратным эффектом: скажем, на каждый миллиард роста резервов – три миллиарда прямых инвестиций, это было бы убедительно.

СМГ: *Мне нравится озвученное в Вашем докладе предложение, но то, что Вы только что отметили, делает это предложение достаточно трудным в реализации: кто будет управлять таким пенсионным фондом? Ведь даже весь наш частный сектор, все наши управляющие компании, они управляют портфелями в два, полтора, полмиллиарда долларов, а тут речь идет о 100 млрд. долларов, т.е., как организовать управление? Мы знаем, что ВЭБ не очень хороший управляющий, мягко говоря. И я уверен, что если такое предложение сделать, то наверно политические жернова повернутся так, что ВЭБ скажет, что это отличная идея, давайте мы будем управлять нашим великим пенсионным фондом, у нас большой опыт уже. Как Вы видите практическую реализацию, кто возьмется управлять?*

ВАП: Да, я понимаю, здесь есть проблема, которую надо решить. В настоящее время хорошо известно как управляют деньгами пенсионные фонды и как они формируют портфели. Все портфели, которые они формируют, достаточно стандартны, и, если человек закончил высшее учебное заведение и идет работать портфельным менеджером, он все сможет объяснить: про диверсификацию, про некоррелированность активов, про показатели соотношения доходности и риска и т.п. Сделать такой портфель никакой сложности для образованного человека не представляет. Как решить бюрократическую часть этой задачи, мне трудно сейчас сказать...

СМГ: *То, что Вы сейчас говорите, прямо противоречит законам о размещении пенсионных средств, которые говорят, что не надо инвестировать средства вне России в большинстве своем, а из Ваших слов следует, как Вы до этого говорили, что в России надо держать 2-3%.*

ВАП: Ну, в общем, да. Я и говорю, что нужно вложить не в российские акции, а в глобально диверсифицированный портфель, где будут мировые акции, индексы, товары. Во-первых, следует выбирать ликвидные активы. Во-вторых, портфель естественно должен быть диверсифицированным. С технической точки зрения, как это сделать, я не вижу проблем. Политическая проблема остается, но это является проблемой в мозгах наших высших руководящих работников.

Замулин Олег Александрович, профессор РЭШ: *У меня вопрос по слайду. Как только у нас появилась ситуация, что резервы и Стабфонд сильно выросли, сразу пошли огромные займы из-за рубежа. С одной стороны, это сильно похоже на то, что мы преподаем в нашей школе, что, если правительство сегодня у нас собирает деньги и говорит, что когда цены на нефть упадут, мы начнем их тратить и вам возвращать таким образом, то моя реакция как рационального потребителя будет: сегодня тогда в обмен взять эти деньги за рубежом, потому что я знаю, что когда цены на нефть упадут, тогда правительство даст мне больше денег, я смогу выплатить этот долг. Почему это особенно важно в этой ситуации: Вы говорите про этот долг, что он частный, мы-то знаем, что этот частный долг делается государственными компаниями,*

Газпромом, в частности. Насколько Вы считаете, есть здесь политический риск, что эти государственные компании, которые берут деньги, они просто знают, что если они не смогут сами выплатить этот долг, то всегда за ними есть государство, которое сейчас обладает огромными резервами, и в случае чего, государство спасет эти компании и вытащит их из неприятной ситуации, в которой они окажутся.

ВАП: Вероятность этого, естественно, высокая, я думаю, что так оно и будет, тем более что за каждой компанией стоит не просто государство, а конкретные люди высших эшелонов власти, которые ими управляют. Естественно они сделают все, чтобы спасти ту компанию, с которой они срослись эмоционально и ментально. Мы же проходили это, когда в 1998 г. разные банки получали стабилизационные кредиты. Я в тот период как-то встретил в самолете М. Фридмана, и он сокрушался: «Безобразие, всем раздали по стабилизационному кредиту, а мы ничего не получили!» Я отвечаю: «Но у Вас же вроде положение и так хорошее, баланс хороший». А он: «Да, но почему им дали, а нам нет?».

Председатель: Андрей Петрович, я тоже хотел задать вопрос, может, немного в другую сторону, менее конкретный. Как я понял, нужна серьезная реформа нашей российской финансовой системы, в частности, чтоб пенсионные фонды играли существенную роль, это правильно, это мировая тенденция и т.д. Я не очень, правда, понимаю, почему надо действовать в точности, как западные пенсионные фонды, где доля российских акций 2%, но если взять ПИФы, которые у нас растут очень бурно, народ им поверил и вкладывает, есть какое-то число профессиональных управляющих по ПИФам и т.д. Теперь представим себе, что мы проводим по Вашей рекомендации такую мощную финансовую реформу. Т.е. нужно иметь огромную, как мне кажется, армию профессионалов, ведь взять те же пенсионные фонды, там должна быть тоже некая сеть, т.е. пифовцы не перебегут, надо их создавать, и все наши реформы упрутся в то, кто их будет делать? Вот есть Российская экономическая школа, это маленький кусочек, мы кого-то тут воспитываем...

ВАП: Вот они-то как раз и могут это сделать. 100 человек в год вполне хватит для решения этой задачи.

Председатель: Нужна реформа еще где-то, кроме финансовой реформы, в образовании нужна реформа. Со старым образованием ничего не получится.

ВАП: Я абсолютно с этим согласен, просто я высказал идеи в отношении важнейшей и по масштабам и по воздействию на экономику задачи. Естественно, это тянет за собой и другие реформы: в том числе и в образовании. Безусловно, я с Вами согласен. Я думаю, что как раз 100 человек в год из Российской экономической школы, если она сконцентрируется именно на таких специалистах, вполне хватит. Пока эта реформа будет делаться, специалисты уже успеют подготовиться.

Председатель: Надо пожелать Андрею Петровичу успехов в его благородном деле, это направление, мне кажется, надо всячески поддержать. Давайте поблагодарим Андрея Петровича.

ВАП: Спасибо большое.