

ПЕТЕРБУРГСКИЙ МЕЖДУНАРОДНЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ФОРУМ

16—18 июня 2016

Теледебаты CNBC

**РОЛЬ РЕЗЕРВНЫХ ВАЛЮТ В МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЕ. В
ПОИСКАХ СТАБИЛЬНОСТИ**

17 июня 2016 г., 10:15—11:30

Павильон G, Конференц-зал G6

Санкт-Петербург, Россия

2016

Модератор:

Джефф Катмор, Телеведущий, CNBC

Выступающие:

Алексей Кудрин, Председатель совета фонда, Центр стратегических разработок; заместитель председателя, Экономический совет при Президенте Российской Федерации

Сергей Сторчак, Заместитель Министра финансов Российской Федерации

Ксения Юдаева, Первый заместитель председателя, Центральный банк Российской Федерации

G. Cutmore:

A very warm welcome, everybody, to this CNBC panel on the dollar as a reserve currency.

We currently see significant shifts in volatility in global currencies, and since the global financial crisis the question has been repeatedly asked – Is the dollar's status as the world's reserve currency under threat? Could we expect to see, perhaps, the Yuan or a basket of other currencies become more dominant in trade settlement?

Well, I am very pleased that we have a distinguished panel with us to discuss this issue particularly in the Russian context. And I would like to introduce the panel now:

Alexei Kudrin is with us, Chairman of the Board of the Centre for Strategic Research, Deputy Chairman for the Economic Council under the President of the Russian Federation, and a man tasked with drafting the new Russian economic plan. Mr. Kudrin, welcome. Thank you for begin with us on this panel.

Ksenia Yudaeva, First Deputy Governor of the Central Bank of the Russian Federation – to give us a central banker's perspective. And Sergei Storchak, the Deputy Finance Minister of the Russian Federation. Welcome and thank you also for being here.

So, what are the risks inherent in the global financial system currently? How are the tied to the greenback at this stage, and should we see a trend towards a global basket of currencies that could be used to create some form of currency unit that would be more appropriate for the settlement of global trade, and to be used as a reserve currency for the world? These are all questions that we want to come to in this conversation.

I would like to just start though if I might by reminding everybody really of the state of the world that we are currently living in. If I can just use this expression – I this this is like driving your Chevy down the street and you are seeing the hazard warning lights coming on, and we are seeing some amber lights on the dashboard flashing. And we have to understand the currency world in this context and some of the volatility in this context. And if I could just share with you a few reasons why I think we have some trouble and we should be a little

nervous here. Swiss ten-year government yields are minus negative 46 basis points. You are giving the Swiss bank your money to borrow for ten years (remarkable numbers – the JGB ten-year yield is currently negative 021 basis points). Guilt's – historic lows. We know what has happened to the treasury yield curve. If you look at the United States, the data would suggest that the corporate profit cycle has peaked. If you look at the manufacturing sector, we see a recession over the last 4 or 5 quarters. Service sectors PMIs, wherever you look around the world at the moment, appear to be quite fragile. And the World Bank very recently, as we know, downgraded its growth forecast 2.4% they are looking for this year. So we have got weaker global trade, a downturn in private and public investment, a slump in manufacturing, and as the World Bank itself warned, governments in developing economies in particular must embrace reform if they are to reinforce the integrity of their currency.

So with that very gloomy depiction of where we are at the moment – and hopefully, some of my panellists might disagree with this and be more optimistic – but as a journalist by nature I tend to be rather more pessimistic. With that outlook on the world, Mr. Kudrin, could I ask you: Russia sits in that camp of emerging economies at this point, do you think that the rouble is sufficiently underpinned at this point by the commitment to reform and the current strength of the Russian economy?

А. Кудрин:

Спасибо.

Российская валюта сейчас находится в свободном плавании. У нас свободное движение курса. Это говорит о том, что российский рубль все время приближается к тем фундаментальным показателям и оценкам рынка, которые есть у инвесторов. Россия имеет конвертируемую валюту, то есть, у нас нет ограничений на движение капитала. Любая иностранная компания или инвестор могут приехать в Россию и участвовать в инвестициях в Россию на общих основаниях как внутренний инвестор, для этого не надо получать специальные разрешения, за исключением нескольких компаний стратегического назначения, которые в специальном

учете в указе Президента наименованы. В связи с этим Россия, конечно, имеет неплохие основания для того, чтобы быть резервной валютой или конвертируемой валютой, но наша зависимость от нефти мешает валюте быть стабильной и снизить волатильность. Цена на нефть упала, и наша валюта тоже существенно упала. Это, конечно, делает российскую валюту не совсем удобной в расчётах, меняется, по сути, стоимость нашей валюты к другим мировым валютам, поэтому задача российских властей — диверсифицировать экономику, сделать более стабильным экспорт и приток валюты в Россию, валютные источники, которые при большей стабильности и меньшей зависимости от нефти сделают российский рубль устойчивым. Тогда доля российского рубля в международных расчетах будет повышаться. Сегодня она повысилась за 15 лет с 0,5% до примерно 1,5%, это не так много, но хочу сказать, что китайский юань, даже с учетом величины Китая имеет в международных расчетах долю чуть меньше 3%. И в этом смысле мы стоим не далеко друг от друга, но китайский юань до сих пор является неконвертируемой валютой. В Китае есть ограничение на движение капитала, на свободные инвестиции, как на вход, так и на выход, поэтому это пока не делает китайский юань как конвертируемой, так и, понятно, еще резервной валютой, несмотря на то, что Международный валютный фонд включил китайский юань в корзину валют, — это только символическое поощрение движения в том пути. Я когда-то участвовал в первом раунде переговоров внутри МВФ в качестве члена Совета директоров МВФ в свое время, в том, чтобы включить китайский юань в корзину СДР и МВФ. Я помню, как мы ставили условие Китаю, что они должны либерализовать свое движение капитала, сделать курс валюты плавающим, юань тоже должен стать более плавающим, а в последствии стать свободно плавающей валютой. Только при этих обстоятельствах юань станет по-настоящему конвертируемой, и может претендовать на реальную позицию резервной валюты. Сегодня доля доллара в расчетах в мире превышает 45—47%, доллар сохраняет свои позиции, американская экономика в ближайшие 10—15 лет будет вполне стабильной, трудно говорить о большем сроке. В связи с этим, в ближайшие 15 лет я могу быть

уверенным в том, что американская валюта будет сохранять свои международные позиции, даже если Китай будет постепенно становиться более свободной, более конвертируемой валютой. Ну, наверное, 15 лет — это такой срок, когда такое соревнование будет становиться более острым. Но повторяю, это, тем не менее, не существенно уменьшит возможности доллара для международных расчетов.

G. Cutmore:

What happened then between 2006 and where we are today, because looking back at the comments you made, at the World Bank – IMF meeting in 2006, and I quote you: "We can ask whether the exchange rate and US trade balances are causing concerns with regard to the dollar's reserve currency status. That's what you said in 2006, and today I listen to you and the message seems to be somewhat different – that the dollar is here, it is staying as the reserve currency, and there is no likelihood that that is going to change in the near term. What is different?"

A. Кудрин:

Да, я скажу, что я всегда говорил, что раз доллар и страна США являются эмитентом резервной валюты, которая используется всеми странами в расчетах, в том числе, напомним, что цена на нефть котируется только в долларах и ни в какой другой валюте, и, в том числе, и многие другие товары и рынки работают и являются глубокими именно в долларовой измерении, конечно, у страны-эмитента есть определенные обязательства перед миром. И нужно учитывать этот статус валюты и зависимость многих стран. Сейчас это является преимуществом США, от которого, я считаю, не стоит быстро отказываться. Наибольшее беспокойство возникло, когда мы увидели большую эмиссионную политику, такое денежное смягчение политики Федеральной резервной системы, это нас несколько беспокоило, это была, в том числе одна из причин известного мирового финансового кризиса. Помните, когда в начале 2000-х годов были ставки ФРС снижены до 1%, даже были отрицательные ставки, это существенно подогрело

рынки, особенно рынки ипотеки? И когда говорят, что у нас была проблема сабпраймов и некачественной оценки ценных бумаг на рынках США, прежде всего, ипотечных, то второй стороной этой медали была поддержка кредитная этого ипотечного бума. Вот почему я думаю, что все участвовали в том, что этот кризис назрел, и он затронул все страны. Но после этого США имели очень большой дефицит бюджета, больше 5% ВВП. И финансируется он, конечно, в том числе за счет смягчения денежной политики, потому что долг США номинируется только в долларах, только в валюте. И я говорил, что если США собирается сохранить статус своей валюты, и в общем-то, я думаю, это правильно было бы для страны, дефицит бюджета США требовалось сокращать, как собственно, и происходит постепенно, и может быть, еще надо сократить. В этом смысле я всегда выказывал беспокойство и говорил о том, что США должны ответственно проводить свою политику для того, чтобы сохранить статус и стабильность американской валюты. В целом, это делается, с учетом каких-то замечаний, США движется к этому. Но я хотел бы сказать и про Россию. Россия, чтобы увеличить свою долю рубля в расчетах, чтобы стать региональной резервной валютой, что стало складываться до некоторых пор... До последней девальвации, например, с Белоруссией у нас расчеты были в рублях большей частью, и всех это устраивало, рубль котировался на рынках, имеющих свободное движение, всех это устраивало для расчетов с Россией, с российскими соседями. Сейчас снижение курса рубля несколько снизило интерес к российскому рублю, поэтому чтобы укреплять роль рубля в международных расчетах, думаю, что России нужно избежать зависимости от нефти, которая существенно меняет курс рубля при падении цен на нефть. Вот это проблема нашей экономики, она сохраняется. Наша цель — диверсифицировать экономику и уйти от этой зависимости.

G. Cutmore:

I think we got the message now that you would like to see less dependence on oil. That has come through loud and clear here.

Can I ask you, Deputy Governor, I think Mr. Kudrin raises a very interesting point about where interest rates were and how the United States may be in his eyes abdicated some of its responsibility to the rest of the world by printing money so cheaply. Well, the irony is, interest rates are even lower now than they were back when we had the beginning of the subprime crisis. So do you think that the Federal Reserve has acted responsibly towards the rest of the world, and perhaps, was it a mistake to have not raised rates in this meeting in June when the world was looking for a signal that growth is improving and that the dollar is going to be strong?

K. Yudaeva:

Well, you know, I do not really want to comment on the decisions of our colleagues from the Federal Reserve. I would concentrate on the second part of your question – Do we have a stable growth in the global economy? Because this is the key of the problem today. The problem is that the growth is slow and fragile in many regions. Actually, in the United States it looks a little bit better than elsewhere, but it still does not look as good as you would expect. And as it would normally happen, particularly after eight years after the crisis, the situation still requires attention. And for us, for the Central Bank there is this major problem that it is mainly central bankers who took the responsibility and tried to react to the situation. There was not much response from the fiscal policy, particularly from structural reforms. It looks like not only in Russia but in many other regions globally there are structural problems that need to be fixed with structural reforms and some action is needed in this direction. And this is what the G20 is trying to do now – to come up with plans for structural reforms.

But let me go back to the role of the dollar and other currencies as reserve currencies. Reserve currencies first appeared during the gold standard, and the reason for the reserve currencies to appear was that the logistics of gold was too complicated, so central banks and other trading partners had to rely on something easier to pay for trade with, so they came up with the reserve currencies. And at the time it was the pound, and sometimes it was the French franc and a smaller role was played by the dollar (I am not sure about the

German currency now). Then the dollar became stronger and we have an official system where the dollar was the single official reserve currency...

G. Cutmore:

Can I just interrupt you? If anybody wants the history of how we got the reserve currency status for the dollar, if you will forgive me, they can go and find that.

K. Yudaeva:

No, no.

G. Cutmore:

But I would like to bring us to where we are today, and why since the global financial crisis the reliance on the reserve status has only increased rather than decreased.

K. Yudaeva:

No, no, but what I was going to say that it originally happened because of trade. Now it is not just because of trade, but because the dollar is a major funding currency. And more and more companies in this and other countries would like to fund themselves in the dollar, so the nature of the funding currency has changed. So you do not only need to have a large economy, you also need to have a large and diversified financial markets to be an important global reserve currency. And this is what the United States is. The share of the United States in the global economy has declined quite a lot – it used to be almost 50% some 40–50 years ago, and now it is less than 30%. But it is still on the financial markets it is still over 40%, and this is what keeps the dollar an important reserve currency. Its role only increased because the dollar turned out to be a bit more stable than other candidates for reserve currency since the time of the financial crisis.

G. Cutmore:

Let us drill into that then because that relates to credibility and depth of liquidity. It seems to me that what you are implying is that countries with institutions, with

shallow roots, that have shown policy volatility, that have not managed to control inflation, and have high interest rates will struggle to challenge the dollar's dominance. Is that correct? Do I read you correctly? Which means we can strike out the rouble, we can strike out the Chinese Yuan, there are lots of other currencies that quite frankly will not make it because people do not trust their governments? Is that what you are saying?

K. Yudaeva:

I am saying something else. I am saying that you need to have not only a large economy, but also large financial markets to be a reserve currency in the modern world, and this is why it was so difficult for some other currencies to compete with the dollar. But on the other hand, we have some small currencies that still play the role of reserve currencies to some extent, although the share of those economies in the global market is fairly small (like the Swiss franc). It is not just the economy and its financial market, but yes, you need to have trust in the financial system for your currency to play this role, not only domestically, but also globally. And this means that the policies that the government of the country runs should be researched to create this trust.

G. Cutmore:

Minister, can I come to you? Because I think that it is a great point, governor. But I hear a clock ticking, and it is the debt clock in the United States. And it is the clock ticking in Japan, and it is the debt clock. And I look at Russia and I see the debt that companies have in terms of their exposure to foreign currencies. Albeit that situation has changed a little bit, I think, since the EU and west imposed sanctions, because you looked at other routes for funding. But do you think there is a risk here that the reserve status is lost because America has lost control of credit.

S. Storchak:

Well, I would prefer to make references to the previous discussions first. We slightly changed the course of discussions because in my opinion, what we need

is to discuss the reserve currency position in the context of the international monetary system. At the beginning of the story, the dollar is simply a legal instrument of internal payments of the United States. But if we look at the international monetary system, the situation changed. I always remember the words of Michel Camdessus, probably the most famous executive director of the IMF who always referred to the International Monetary Fund as the global public good. In this global public good system the dollar is dominating. So from this point of view we have agreed to the simple fact that there are signs that the dollar has feature of the global public goods. It is not because of the terms of payments of the United States, it is because of its very important role in the markets. We analyzed the position of the dollar in the sovereign debt market, in the corporate debt market, in the letter of credits as the main means of payments in international trade, and other positions. In all positions the dollar is dominating. If we came to the understanding what the international monetary system is, normally people make references to the free capital flows, free exchange rates, and the special role of the IMF. In my opinion, it is not enough nowadays, as the market has become global. We need to make references to the international monetary system as the complex of different markets with a complex of different global markets. So we cannot escape this fact. At the same time it is very strange to observe how officials make references to the international monetary system. We still do not have a standard understanding or a global standard of what the international monetary system means. Even in the official documents of the G20 we sometimes have different references.

G. Cutmore:

Minister, I do not want to get hung up on the label. I mean, I think we all understand how the monetary system is working at the moment. I guess, the questions is, is it working efficiently and effectively, with the dollar as a reserve currency, for a country like Russia?

S. Storchak:

The absolute dominance of the dollar has both advantages and disadvantages. The biggest advantage is the effective use of this currency in all different transactions. The disadvantage is the fact that being public goods, the policies being prepared and implemented with references to internal needs mostly. This is the biggest issue, and we already discussed it. Only in rare cases we try to change the situation, we try to pursue the monetary policy of the United States to have a broader use of the global economic conditions. These references are being very “polite” I would say. Only in the case of the period after the crisis, after the 1998 crisis, after the 2008 crisis, the reactions of our colleagues towards the decision-makers within the United States, were strong. Afterwards it is mostly references to the need of having a broader look at the general economic conditions. It is not enough.

G. Cutmore:

OK. Can I come to you Governor? I just wanted to pick up on the question I was asking about the credibility of a currency when the debt dock is rising. And that is something of concern. Now, your colleague and the Governor Elvira Nabiullina has pursued a very tough policy in inflation, and beat the market effectively when it ran against the rouble by holding her nerve and pushing up interest rates on that very difficult night, I think, when decisions had to be taken quickly. So, can I ask you, when it comes to the credit worthiness of the dollar, or of the Yen, or of these other countries in the west that have very high debts, should we start to ask very serious questions, is there a risk that people will abandon the dollar – perhaps not for the rouble or the yuan but for gold or for bitcoin – again if these currencies lose their integrity?

K. Yudaeva:

Well, I think right now this is not probably the biggest risk, but eventually it may happen at some point. And this is why countries need to run responsible policies. Actually, what they have to do is, even if they are not reserve currencies. In Russia, if we do a policy which does not reserve macro-stability, we run too high budget deficit if our debt starts growing, if our monetary policy is inconsistent with

monetary stability, we do not have enough average to preserve financial stability, then we will have some sort of crisis and volatility as well. So this is the problem. Moreover, the problem that countries like ours has, is that we have dollarization of the domestic system – domestic agents use reserve currencies not only for international transactions but also for domestic transactions (they issue long-term credits, etc.). In Russia it actually happens to be a bigger risk than international borrowing that we mentioned because international borrowing was mainly made by large international exporters, so they had a problem of timing that maturity structure, but as soon as it was fixed, it is not such a serious problem anymore. But we had a problem of foreign currency landing to domestic companies that do not have export-based foreign currency revenue, and this is why we have this problem with bad loans in the banking system. For countries with non- reserve currencies it is important to follow a proper policy to increase trust in the domestic currencies, the domestic financial system, and internally operate in the domestic currency rather than in the international currency. Speaking about the role of the dollar, it is changing a little bit – fifty years ago it was the only currency, and now there are several competitors. But the role of the dollar is still dominant; it is more than 60% in many of the major operations. But it increased somewhat between 2008 and 2016 because competing currencies had their domestic problems (Europe had its problems, Japan had its problems). Now the situation is starting to change again – we hear rumours that American companies are starting borrowing in euros, and it leads to some strange developments in the financial market. There is more competition from other currencies. I am actually trying to imagine this world when we have many or several reserve currencies because when you have one reference point, it is sort of easy, you just have everything to calculate in dollars, but if you have several reserve currencies, we have to recalculate all these exchange rates from one currency to another. It will be a little bit more complicated. I think we do not quite understand how the world will work.

But speaking of the financial system, I think what the current and the future systems need, is more of the safety net, because how many reserve currencies we will have is not clear, but it will not be 184. Not all the currencies will be

reserve currencies, so countries will have to hold some cushions to secure themselves from risks, and there should be an international security system that will help to mitigate the risks that will appear in different financial markets. And these risks are more and more risk-related to the financial system rather than to the current account and trade system imbalances.

G. Cutmore:

I think you make a tremendous point, and it is a point about risk. And where the market perceives risk and then analyses what the consequences will be through the currency, because ultimately the currency to a certain extent represents everybody else's view of you.

So I come back to you, Mr. Kudrin, because we talked about fiscal discipline. You are known as an advocate of fiscal discipline. Now that you have your hands back on some of the levers of the Russian economy, should international investors be concerned that you are a saver rather than a grower? Do you actually have a policy portfolio that would encourage the Russian economy to grow rather than just be fiscally responsible and try to remove some of the dependence on oil?

A. Кудрин:

Дело в том, что это расхожая ошибка журналистов — считать, что финансовая дисциплина снижает рост. Мы всегда как раз говорили о том, что финансовая дисциплина увеличивает возможности роста. Я вчера приводил пример о том, что высокую инфляцию я сравниваю с высоким давлением у человека, гипертонией — очень трудно соревноваться с ведущими мировыми странами по конкурентоспособности, если ты имеешь высокую инфляцию. Ни одна быстрорастущая страна не имеет такую высокую инфляцию, как Россия, поэтому нам нужно ее сокращать, увеличивать сбережения, через сокращение инфляции увеличиваются стимулы для сбережения и создания длинных инвестиций. Но момент как раз консолидации, момент сокращения инфляции, да, он является определенным структурным изменением, но при этом осуществляется

переход к более эффективной технологии инвестирования. Для России это нерешенная задача, и мы должны ее решить. Поэтому я из части бюджета считаю, что мы должны иметь меньшую зависимость бюджета от нефти. Я делал попытку создания резервного фонда, теперь оказалось, что это была правильная политика, все ее, наконец, оценили. Но, конечно, главным конечным результатом является инвестиции и рост экономики. Я напомним, в пик создания резервного фонда в 2006—2007 гг. оба года российская экономика имела 8% экономического роста. Сегодня это кажется чем-то заоблачным, почти рекордом. Это было как раз в пик создания отчислений в резервный фонд. А когда цена на нефть была 110 долларов (еще выше, чем в те годы), это был 2012—2013 год, у нас экономический рост стал падать. Именно в эти годы не создавался резервный фонд, вообще не было отчислений в резервный фонд. Поэтому, видимо, нужно более комплексно оценивать последствия строгой политики — в определенных пределах, в рамках определенных правил, она как раз приводит к экономическому росту, потому что инвесторы оценивают страну как здоровую, способную быть платежеспособной. В этот момент у нас увеличивались инвестиционные рейтинги России, это снижало стоимость заимствования для частного сектора, когда рос российский рейтинг. В этом смысле мы способствовали увеличению инвестиционных возможностей, инвестиционной привлекательности России. Я здесь еще хочу сказать, что долг имеет значение, поэтому, когда мы в России снизили долг, это было существенным увеличением инвестиционного климата в России. Все знали, что Россия не допустит дефолтов по своим долгам, как это произошло в 1998 году. В общем, научившись на проблемах 1998 года, мы создали систему, которая сейчас ни у кого не вызывает сомнений в конкурентоспособности и кредитоспособности России в части долга. Я считаю, это сохраняется одним из ключевых фундаментальных достижений российской экономики. В связи с этим, хотел бы сказать два слова о США и Китае: США имеет долг больше 100% ВВП, это достаточно критическая черта, но она пока не подрывает позиции доллара, большее значение имеет динамика дефицита бюджета, то есть, будет правительство США

накапливать этот долг, идти на наращивание, или все-таки США может остановиться и, в конечном счете, снижать. Вот эта текущая динамика наращивания или снижения долга дает основания делать какие-то прогнозы. В этом смысле дальнейшее наращивание долга будет вызывать беспокойство мира. Но пока, повторяю, поскольку этот долг для достаточно большой и устойчивой экономики номинирован в долларах, и США сами доллары эмитируют, это не является критической чертой. У Японии, как мы знаем, долг превышает 200% ВВП. Что по поводу Китая? Десять лет назад я сказал, что если Китай попытается или будет планировать создание своей резервной валюты, то примерно на это нужно десять лет. Китай действительно объявил, что он будет это делать, шаг за шагом это делает и проводит либерализацию своей экономики. Можно сказать, что в некоторых секторах это достаточно заметно. Но, повторяю, есть условия движения капитала, нужно либерализовать движение капитала, нужно сделать более плавающим курс. Но на этом пути, как выяснилось, у Китая есть и другие вызовы и проблемы. Как известно, сейчас Китай имеет одной из крупнейших проблем избыточную мощность (overcapacity, как ее называют), которая, как правило, складывается в отраслях неэкспортных. То есть, нельзя загрузить эти отрасли (цементная промышленность, строительная промышленность) какой-то экспортной задачей или продукцией. В этом смысле есть проблема перепроизводства и некоторого снижения темпов экономического роста. Есть избыточные долги банков, связанные с созданием избыточных мощностей — примерно 1,5 трлн проблемных долгов на балансах банков. Есть проблема завышенного курса, и сейчас Китай пытался сохранить курс, потратив триллион из своего резерва на поддержку курса. Сейчас у Китая остается три триллиона золотовалютных резервов, но по оценке экспертов, не все эти резервы находятся в ликвидной, надежной форме, то есть, часть из них не может быть напрямую использована для поддержки курса, поэтому мы сейчас, вероятно, будем видеть снижение курса национальной валюты (может, более быстрое, может, менее быстрое), но это создаст очередные проблемы и с теми долгами, которые номинированы в валюте у китайских

банков. То есть, это целый клубок проблем, которые пока еще не нашли ответа. В связи с этим мы можем ожидать дальнейшее снижение темпов экономического роста до 6% в ближайшие два года, то есть, темпы роста снизятся до 6%, но ряд экспертов говорят, что став более либеральной, гибкой и открытой экономикой, экономика Китая испытывает те же риски экономического риска, как и развитые страны. То есть, в принципе, мы должны допустить, что у Китая может быть и спад. И это серьезный вызов для мира, и для Китая. Это создаст совершенно другого масштаба проблемы внутри китайской экономики, может быть, для тех стран, с которыми Китай торгует. Вот почему не так легко Китаю создать свою альтернативную валюту, которая когда-то может все-таки составить конкуренцию доллару. Но пока на этом пути у Китая много проблем.

G. Cutmore:

You have raised some very interesting points. And if I could address them very quickly with you and ask you for brief answer, because I think our audience would love to get more on your perspective on these? You use the hypertension example. Isn't your medicine though for the patient with hypertension a bit like beating them first, but telling them they are going to get stronger as a result of that? So when it comes to the Russian economy, your recipe of policies – when will they generate growth back to the previous levels that you talked about? Because you have talked about reform, you have talked about dealing with the structural inflationary issues. That is more pain before you reap the benefit. When does Russia reap the benefit, first half 2017, second half 2017, 2018? Give us a timeframe.

A. Кудрин:

Рост экономики мы ожидаем в следующем году. Он будет чуть выше нуля, может быть, 0,5%, может быть 1%. В ближайшие годы, скорее всего, он будет в положительной зоне в пределах 1—1,5%, и в 2018, и может, в 2019 году, хотя есть и более пессимистические оценки. Но это не те уровни, которые мы имели раньше, и мы, конечно, должны ориентироваться на

более высокий уровень. Сегодня задача той группы экспертов, которую я возглавляю, — дать объяснение, как пройти к этим ростам. И уже первый диагноз, который мы даем, говорит о том, что качество тех институтов, которые должны обеспечивать более высокую производительность российской экономики, очень слабое, очень невысокое. Речь тут идет и о защите прав собственности, и о процедурах, которые нужно проходить при получении инвестиционных возможностей, это и состояние рынка труда (у нас уменьшается количество работающих, стоимость рабочей силы немножко превышает то качество, которое нам хотелось бы иметь). То есть, целый комплекс проблем. Сегодня нет одной проблемы, нужно решить эти несколько проблем, чтобы подойти к новым возможностям. К примеру, я назову слабое качество инфраструктуры, высокие издержки на транспортировку продукции, безопасность продукции. Это означает, что проблема не решается за один год, это инвестиции в эту отрасль, в новые технологии в сфере транспортировки, в том числе и дороги, — они накапливаются год за годом. Сегодня чтобы выйти на какое-то приемлемое, сопоставимое с международным уровнем качество инфраструктуры, нам нужно от пяти до десяти лет. Это значит, что рост не возникнет завтра. То же самое мы можем говорить и о рынке труда. Нам нужна большая мобильность, нужно переобучить людей, нужно их ориентировать на работу с новыми технологиями. У нас слабая конкуренция и плохие инновации, значит, у нас не появится того масштаба обновления производства, которое нам хотелось бы в ближайшие два года. Если мы поставим такую цель, то мы можем добиться этого в течение 5—10 лет. Но это должны быть целенаправленные усилия, в том числе, как и правительства — по созданию этих условия, и частного сектора — низкая инфляция и низкие ставки это тоже важный структурный момент. У нас в год инвестиций 15 триллионов рублей, это больше 200 миллиардов долларов, до девальвации это было 400 миллиардов долларов. Это означает, что мы хотим, чтобы эти инвестиции поддерживались, но и их стоимость кредитов для инвестирования в экономику была низкая. Этого можно добиться только за счет снижения инфляции, в конечном счете. Вот почему целый ряд таких

ограничений или слабых институтов пока не дают нам возможности быстро, в течение 2—3 лет найти этот рост. У нас есть оптимисты, которые предлагают напечатать деньги — полтора триллиона рублей средств, которые будут напечатаны, решат судьбу нашей экономики в целом, ее конкурентоспособности, преодолению все те проблемы, о которых я сейчас сказал, — и в течение двух лет мы будем иметь рост больше 8%. Сегодня мало кто верит в такой очень легкий, может даже, примитивный сценарий. Вот почему мы не должны расслабляться и говорить, что у нас есть только эта простая проблема. Кстати, меня в течение многих лет называли «монетаристом», говоря о том, что я был приверженцем постепенного снижения инфляции. Когда я пришел в Министерство финансов, инфляция в стране была 20% в год, и мы последовательно сокращали ее до 8—9%, сейчас она еще меньше. Или мы держали профицит бюджета. И мне говорили, что мы регулируем нашу экономику только денежными, фискальными средствами. Мало кто видел, что произошло в состоянии других институтов: в системе налогообложения, которая была полностью сделана под лучшие мировые возможности и т.д. Поэтому, тем не менее, сейчас я испытываю критику с другой стороны — я говорю, что дело не только в монетарных проблемах, хотя они, безусловно, должны быть в здоровом состоянии, но главная задача — производительность, производство и инвестиции, но нам говорят: «Нет, нет, не в этом дело, надо просто дополнительно напечатать деньги!» Теперь меня критикуют с другой стороны. И в прошлом, и сейчас, мне кажется, эта критика несколько упрощенной.

G. Cutmore:

Can I come to you, Minister? I think I would like to address some of the near-term risks here then to the status of the American dollar. And I think Mr. Kudrin has spelled out very clearly what he sees as a challenge, and that is the rising debt stock in the United States, and we have had a conversation about that. But of course we are going into an election at the end of this year, we have two candidates now, clearly, who are – well, one of them is going to win. Or do you

think Mr. Trump or Mrs. Clinton will be better for the integrity of the dollar and dealing with the fiscal problem in the United States?

S. Storchak:

Well, clearly whoever becomes the President of the United States, he will have to deal with the issue...

G. Cutmore:

He will have to, or she will?

S. Storchak:

I mean the President. The new president will have to do something.

G. Cutmore:

You were not showing your hand there that you prefer Mr. Trump?

S. Storchak:

I do not have any preferences. But still, one of them is much more experienced in terms of money flows. And from perspective, the biggest risk in the coming years comes not from the debt itself, but from the capital flows. What do I mean by that? Before the last crisis, statistics show a huge amount of loss coming in and out, so one of the sources says that before the crisis in 2007, the general capital flow stood as huge as 12 trillion of US dollars. In 2009, it dropped to USD one trillion. Maybe, the calculations are not totally correct but the threats to the global economy, to the status of the global economy, come from the capital flows because they have become much more important than trade flows. At times they are bigger in comparison to the international trade and their role will increase. Another issue is that we still do not have good instruments to manage capital flows. There were attempts to set up something – after the crisis in 2008 the G8 worked out and produced the so-called framework on managing capital flows. But it is a framework. No commitments. This year, the OECD decided to start redrafting or updating the so-called code on liberalization of capital flows, so the

G20 this time will be deeply involved in the process (at least, it was promised by the OECD Secretary Mr. Gurria that it would be open to broader discussions. So it is a really big issue as far as no mutually agreed measures exist as to what kind of instruments can be used when you would like to control outflows or inflows. Both approaches are considered not good, they need to be carefully calibrated not to disturb international trade in particular or international foreign direct investments. So this is going to happen in the coming years, and this is what the new President of the United States will have to work on. My understanding is that it is becoming quite an urgent issue for the global economy and for those who are involved in the setting up of rules and procedures.

G. Cutmore:

Can I ask you Deputy Governor, Donald Trump, Mrs. Clinton?

K. Yudaeva:

I am not an American citizen, and I do not have to make a decision.

G. Cutmore:

But you understand monetary policy, you understand debt, you understand inflation. If America is to get its debt under control, it needs a tough president who is prepared to make hard economic choices. Which one do you think will make the better choices?

K. Yudaeva:

Well, you know, central banks are independent for a reason. I think that the American Central Bank is independent enough to run policies that would help to stabilize the situation and keep financial stability, no matter who becomes the President at the time.

G. Cumore:

Well, let me ask you a follow-up question then, because the Minister talked about international agreements, and as far as I see international organizations have not

had a very good global financial crisis. Their effect and ability to affect outcomes seems to have been somewhat weakened as countries and block have stepped forward and taken their own action. We have had many currency agreements over the years to try and deal with volatility and currency warfare. And they have all failed, whether you talk about the Plaza Accord, or whether you want to go back further than that. In Shanghai in February there appeared to be some consensus at the G20 that governments would not compete economically through currency manipulation. And I listened to Taro Aso this morning, the Japanese Finance Minister say “If the yen keeps going up, we are going to do something about it.” Is that consensus breaking down do you think? Should we be concerned that we are on the verge of new currency warfare to try and get economic advantage?

K. Yudaeva:

Sergei and I are going to China for the meeting of deputies of finance ministers and central bank governors next week, and I think there is going to be another round of discussions on this particular topic. I do not think that the message will change quite a lot. I think there will be a message that we should not manipulate the currencies. But there is a different issue – the monetary policy affects the exchange rate anyway. And there are two issues nowadays that everybody discusses. First, you need to do monetary policy for domestic reasons, not for the reasons directly related to the exchange rate. This is one thing on which I think there is a consensus. And another idea is that in the modern world reserve currencies are still needed not only for trade but for the financial sector. We have lots of spillovers and spillbacks that have to be taken when decisions are made on monetary policy. And this is the area where for my taste until now there were more talks than real ideas how exactly it should be done. I cannot give you a solution but I am sure that this is going to be the topic where more and more discussion can be held, more and more research will happen in order to develop some proper approaches, in order to take these international effects of the domestic monetary policies into consideration.

G. Cutmore:

Governments cannot help themselves though, can they? And I listen to Mario Draghi's latest speech, one of your counterparts in the central banking world, and he sounded very pessimistic. You know, "I have given these European governments the opportunity, the shelter under my umbrella of easy monetary policy to reform their economies, and they are not doing it, and if they do not get on with it, we are going to have some problems here."

Mr. Kudrin has brought up the Chinese. There is a lot of skeptical comment among economists that the Chinese will not ultimately be able to resist, as their growth slows, devaluing the renminbi further. Do you think that that is a high likelihood from here? Because they see that the transition model they are trying to achieve is not happening quickly enough, and they have got to satisfy all of those Chinese consumers.

K. Yudaeva:

You know, I am one of the people responsible for introducing floating exchange rate in Russia. Eventually, given the size of the Chinese economy, the renminbi should become a floating currency. However, in some sense it is much easier to do it in Russia than in the second largest country in the world. I think it needs to be a well-designed and communicated strategy for the Chinese to do that. Last year, they tried to take the first step, and they realized that it is a bit more complicated than they thought from the very beginning.

Actually, one of the challenges for the global economy is that we have a fixed exchange rate in the country which is the second largest in the world. And it has to be approached mainly by the Chinese, and also maybe by other large countries to preserve stability during this transition.

G. Cutmore:

So, in spite of the fact that Russian citizens were rushing to convert their roubles into toasters or cars, or electrical products as the currency fell, you would still encourage the Chinese to embrace the volatility of a free-floating exchange rate at this time in their economic development. Because you say that you think it has

been good for Russia. There are a lot of people that feel that it was very painful for Russia, particularly as oil prices fell.

K. Yudaeva:

Well, first of all, I think it would have been more painful if we had not done that. And I think that we see the experience of some other countries that have not followed the same strategy, and it does not look better than our experience. The Russian economy adjusted much faster than many others to the new oil prices because of this decision. I guess, the Chinese can learn from our experience and do something better. And there are many other historical experiences of countries switching to floating exchange rate regimes.

We actually made a significant preparation for that, right? We prepared our monetary policy operation mechanism; we created a system of bank refinancing, etc. So we did not have any serious effects on the financial system when this happened because of all those preparatory steps that we implemented during several years before this decision.

I think the Chinese can learn from our experiences and from other experiences. This is why we learn – to do it better. I can only wish them to do this transition as smoothly as possible.

G. Cutmore:

Mr. Kudrin, I know you want to respond to this, but let me just preface and see if I can guide you at all here. I agree with you that in the past the floating exchange rate system seemed to be the way we were all headed. After the global financial crisis the mercantilist trading behavior of the Germans, the Koreans, the Chinese, and others has only exploited exchange rate mismatches to their advantage. These are the surplus economies, many others are the deficit economies, and the free floating exchange rate mechanism has in a way only exacerbated the imbalances here. So, Mr. Kudrin, maybe I can invite you to respond.

A. Кудрин:

Вы знаете, на предыдущей сессии я сказал жесткие слова, когда я сказал, что в результате зависимости от нефти мы пришли к падению курса почти в два раза, и это практически позор для экономических властей страны. То есть, вообще, страна, которая допускает такое обрушение курса, означает, что она проводила недостаточно верную политику. Но я хочу еще раз подчеркнуть, здесь вина не Центрального банка. Мы сегодня как раз правильно, как вы говорите, все должны перейти к плавающему курсу. Курс должен отражать состояние экономики. Это отражение нашей зависимости от нефти. Цена на нефть упала, и упал курс. Вот этого не должно быть. Это означает, что в предыдущие годы мы не сделали достаточных усилий для преодоления такой зависимости. И сегодня главный вывод, который мы должны сделать для России, чтобы избежать следующего такого же скачка или роста, или падения, — мы должны уйти от нефтяной зависимости. Это наша обязанность, иначе мы не создадим те стабильные условия для бизнеса, для инвестирования. Стимулы для инвестирования будут находиться в таком слабом состоянии, эти риски будущие будут высокими. В связи с этим ответственность у тех стран, которые вводят плавающий курс, как это в будущем сделает, видимо, и Китай, — ответственность за экономическую политику, за создание здоровой экономики, структуры экономики, создания здоровых институтов. Мы сегодня и должны все этот вывод сделать. Плавающий курс — это уже выбранная стратегия всех стран, и это правильно. Именно через них мы будем определять стоимость наших валют к другим через силы экономики. А все должны сконцентрироваться на структурных мерах в своих экономиках. Это следует сделать и Китаю. В этом смысле Китай вынужден будет переходить на плавающий курс неизбежно, это веление времени. А вот чтобы этот плавающий курс не был слишком волатильным, Китаю еще очень много надо сделать структурных шагов или реформ у себя в экономике. В общем, китайская экономика является экономикой переходного периода. В этом смысле, у нее еще много проблем. Я понимаю проблему, которую вы сказали для Евросоюза, внутри Евросоюза, где есть страны с низкой производительностью, и страны с высокой производительностью, если курс

евро единый, для всех этих стран есть ряд проблем. Для этих стран нужно искать какие-то новые решения, которые находятся в зоне единой валюты, там вот я вижу проблемы.

G. Cutmore:

And I did not ask you the question the first time round, so as a reformer, do you recognize a reformer in Donald Trump, or in Hillary Clinton?

A. Кудрин:

Вы знаете, чем отличается США (и это пока еще преимущество сохраняется)? Очень сильными институтами. Кто бы ни был президентом страны, достаточно сильные институты, как политические, так и экономические, влияние больших групп по интересам на политику, тем не менее, приводит к сбалансированию этих интересов. В этом смысле я думаю, что кто бы ни стал президентом, они будут следовать интересам как США, так и экономики США, и тем самым будут добиваться необходимой стабильности, или будут переизбраны в ходе импичмента. Импичменты тоже бывали в Соединенных Штатах.

G. Cutmore:

We are pretty close to the end of the panel here. But I would just like to ask you one more question if I might. And obviously there has been a certain amount of stress in currency markets recently surrounding the UK vote, which is coming up next week. It has caused a lot of volatility in the currency rate, particularly of the pound, but I think we have seen other movements around currency markets. So could I ask you just to raise your hand or not, but raise your hand if you think it would be in Russia's best interests for the UK to leave the EU? Could you raise your hand if you feel that the UK should stay within the EU? So, one, two, three. Maybe I can just ask our audience here? Can I ask you? Do you think the UK should stay inside the EU? Please raise your hands. And raise your hands if you think the UK should leave the EU. I think the 'stays' very clearly have it.

Ladies and gentlemen, thank you so much for being here with our distinguished guests. If you could just show your appreciation in the usual way.
Thank you so much!