**Заключение**

**Комиссии по банкам и банковской деятельности Российского союза промышленников и предпринимателей на проект Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018годов**

В 2015 году Банк России проводил денежно-кредитную политику в условиях повышенной геополитической нестабильности, шоков, вызванных ограничениями доступа на зарубежные рынки капитала для российских предприятий и кредитных организаций, и ухудшения условий торговли, в результате снижения цен на многие ключевые экспортные товары. На этом фоне происходило замедление деловой активности, продолжилось сжатие частных инвестиций, сократилось потребление домохозяйств.

В сложных экономических условиях Банк России продолжил последовательно реализовывать меры, направленные на переход к таргетированию инфляции и достижение целевых уровней роста цен. Стабилизация темпа роста цен и инфляционных ожиданий участников экономических отношений на низком уровне продолжает оставаться важной предпосылкой для перехода к новой модели экономического роста, ориентированной в большей мере на рост инвестиций, расширение производственных возможностей и увеличение производительности труда.

Для обеспечения необходимых условий для достижения целевого уровня инфляции Банк России продолжал совершенствовать инструментарий денежно-кредитного регулирования. Следует подчеркнуть три основных направления развития инструментария Банка России в последние годы:

1) развитие инструментов предоставления рублевой ликвидности (увеличение срочности кредитов, обеспеченных нерыночными активами, переход к предоставлению средств по плавающей процентной ставке, внедрение операций «тонкой настройки»);

2) введение инструментов предоставления валютной ликвидности (операции «валютный своп» по продаже долл. США, аукционов «репо» по предоставлению иностранной валюты, кредитных аукционов по предоставлению валюты залог прав требования по кредитам крупным экспортерам);

3) снижение присутствия Банка России на валютном рынке и переход от режима управляемого плавания валютного курса к свободному плаванию.

Согласно проекту Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018годов (далее «Проект») цель по инфляции определена в виде точки, а не диапазона значений, на уровне 4%. При этом Банк России планирует снизить темпы роста потребительских цен до 4% в 2017 году и в дальнейшем поддерживать их вблизи данного уровня (с.6). В представленном документе подчеркивается: «При проведении денежно-кредитной политики Банк России следует стратегии таргетирования инфляции, которая характеризуется следующими принципами: основной целью денежно-кредитной политики является ценовая стабильность, целевой уровень инфляции четко обозначен и объявлен, в условиях режима плавающего курса основное воздействие денежно-кредитной политики на экономику осуществляется через процентные ставки…» (с.8-9)

Таким образом, в «Проекте» представлено описание стандартной модели, основанной на «правилах» инфляционного таргетирования. В то же время абсолютное падение объемов ВВП на фоне двузначной инфляции, усиление волатильности обменного курса рубля, в том числе по причине введенных секторальных санкций и неопределенности в движении мировых цен на энергоносители заметно осложнили проведение денежно-кредитной политики и требуют принятия неотложных мер по обеспечению финансовой стабильности. В «Проекте» отмечается: «В предстоящие три года вероятно сохранение ряда проблем в российской экономике, требующих продолжения реализации дополнительных нестандартных мер Банком России» (с.42)

Однако при изложении основных принципов денежно-кредитной политики (п.1.1 «Проекта») Банк России не раскрыл содержания «нестандартных мер» и подтвердил преемственность реализуемых в последние три года принципов, сделав акцент на дальнейшем продвижении к стандартной модели полнофункционального инфляционного таргетирования. С учетом устойчивых девальвационных ожиданий, сильного влияния внешних факторов на инфляцию (в том числе через канал валютного курса), сочетания высокой инфляции с глубоким экономическим спадом, негативного влияния санкций и ограниченных возможностей бюджетной поддержки экономики вряд ли такая модель может быть в краткосрочной перспективе реализована в полной мере.

Именно по этой причине Банк России по факту проводит дискреционную денежно-кредитную политику (политику «по обстоятельствам»), приоритетными целями которой в зависимости от конкретно складывающейся в экономике ситуации попеременно могут выступать достижение низкой инфляции, стимулирование экономического роста, обеспечение финансовой стабильности и поддержание курсовой стабильности. Множественность целей денежно-кредитной политики определяется нестандартностью ситуации в экономике и необходимостью использования «ручного управления» в кризисных условиях. Это прямо вытекает из текста «Проекта», в котором подчеркивается, что: «решения по денежно-кредитной политике будут приниматься на основе оценки баланса инфляционных рисков и рисков для экономического роста. При этом обеспечение финансовой стабильности останется одним из приоритетов деятельности Банка России. Именно такого подхода придерживался Банк России после принятия «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов» (с.3)

Проводимая Банком России нестандартная денежно-кредитная политика включает в себя комбинацию элементов таргетирования инфляции, таргетирования финансовой стабильности и таргетирования реального курса рубля. На практике многие страны с развивающимися рынками следуют режиму управляемого плавания национальных валют, в рамках которого процентные ставки по инструментам центрального банка используются для сглаживания курсовой динамики. Такая политика может быть оправданной в условиях высокой зависимости экономики от импорта и сильного воздействия колебаний валютного курса на цены, нестабильных курсовых ожиданий и значимой рисковой премии, невысокого уровня доверия к денежным властям и, как следствие, отсутствия альтернативного валютному курсу якоря денежной политики.

Под этим углом зрения нуждаются в уточнении операционные цели проводимой Банком России денежно-кредитной политики. В качестве операционной цели (операционной процедуры) денежно-кредитной политики в «Проекте» устанавливается «сближение ставок в сегменте «овернайт» денежного рынка с ключевой ставкой» (с.9). Соответственно основным элементом механизма денежной трансмиссии определяется процентный канал, действие которого основано на влиянии политики центрального банка на изменения процентных ставок в экономике. Наряду с этим в «Проекте» делается акцент на том, что «Банк России продолжит следовать режиму плавающего валютного курса, при этом в случае возникновения угроз для финансовой стабильности будет готов совершать интервенции на внутреннем валютном рынке» (с.43).

С одной стороны, Банк России декларирует проведение политики плавающего валютного курса. С другой стороны, Банк России признает, что в текущих условиях такая политика не является оптимальной для российской экономики, которая подвержена рискам неблагоприятных внешних шоков. Для сглаживания негативных последствий от этих шоков Банку России требуется поддержание запаса валютных резервов на уровне около 500 млрд. долл. Таким образом, Банк России предполагает расширение покупки иностранной валюты в относительно благоприятные периоды внешнеэкономической конъюнктуры и продажу валюты в случае наступления кризисной ситуации. Такую политику нельзя считать политикой плавающего валютного курса. Декларацию политики плавающего валютного курса можно рассматривать в качестве попытки Банка России снять с себя любую ответственность за ситуацию на валютном рынке страны. При этом переход к свободному курсу должен был предполагать сначала развитие рынка инструментов для хеджирования валютного риска, а также большую разъяснительную работу со стороны Банка России и правительства о том, как их правильно использовать. Без развития инструментов хеджирования валютного риска предприниматели вынуждены перекладывать риск в цены.

Имеются основания полагать, что на практике Банк России в гораздо большей степени ориентируется на использование элементов таргетирования обменного курса, но делает это неявным образом. Применяемый в России режим обменного курса гораздо ближе к режиму управляемого плавания, чем к курсовой политике, определяемой спросом и предложением. В пользу этого говорит намерение Банка России проводить политику наращивания международных резервов до уровня 500 млрд долларов США, что, согласно тексту «Проекта» «потребует продолжительного времени и будет зависеть от развития ситуации по тому или иному сценарию» (с.44). В пользу того, что Банк России неявно ориентируется на таргетирование обменного курса, говорит и привязка всех трех сценариев макроэкономического развития на 2016- 2018 годы к мировым ценам на нефть (с.34-39), а не к прогнозным оценкам спроса на деньги.

Дополнительного рассмотрения заслуживает вопрос о том, почему Банк России собирается сочетать использование процентного канала в качестве операционной процедуры денежно-кредитной политики, (предполагающей формирование краткосрочной процентной ставки денежного рынка на уровне, близком к ключевой ставке), и планируемую покупку иностранной валюты или неплановую, по необходимости, ее продажу. Режим симметричного процентного коридора плохо сочетается с валютными интервенциями или «боязнью плавания», влияющей на процентную политику.

Нуждается также в уточнении следующее утверждение из текста представленного документа: «Обеспечение устойчивости национальной валюты не означает фиксацию ее курса по отношению к другим валютам на определенном уровне, а достигается посредством сохранения покупательной способности рубля, то есть посредством обеспечения ценовой стабильности» (с.6). При таком подходе упускается связь между внешним обесценением рубля, т.е. по отношению к другим валютам, и внутренним. При значительном удельном весе импорта в нашей экономике девальвация рубля стимулирует инфляцию, причем растут цены не только на импортные товары, но и на отечественные.

В «Проекте» подробно описан трансмиссионный механизм влияния ключевой ставки на инфляцию, однако из него следует вывод о том, что на инфляцию влияют не процентные ставки сами по себе, а текущая величина денежного предложения. Но в таком случае Банк России должен добиваться стабильности не ставок, а денежного предложения, отдавая процентным ставкам вспомогательную роль. В текущей ситуации эффективным способом влияния Банка России на темпы инфляции является управление курсом рубля, которое в большей степени позволяет решать задачи поддержания финансовой стабильности, снижения инфляционных и девальвационных ожиданий, способствуя тем самым улучшению инвестиционного климата и восстановлению экономического роста. При этом для таргетирования обменного курса Банк России в рамках имеющегося у него мандата имеет полную свободу в выборе операционных процедур и промежуточных целей, а, следовательно, может использовать валютные интервенции по купле-продаже международных резервов только в самых необходимых случаях.

Ограниченные возможности для проведения стандартной политики полнофункционального инфляционного таргетирования определяются также практическим отсутствием в России конкурентного межбанковского рынка, высокими девальвационными ожиданиями и неустойчивостью финансового положения большинства кредитных организаций. Наличие сильной связи между девальвационными и инфляционными ожиданиями имеет своим следствием включение в ставки внутреннего облигационного и кредитного рынков «рисковой премии», что закрепляет их завышенный уровень. В силу всего этого процентный канал денежной трансмиссии не может обеспечивать эффективной связи изменения цены денег с динамикой выпуска (ВВП) и инфляцией.

 Подтверждением этого служит то, что объявленные Банком России цели по снижению инфляции не выполняются. По итогам 2013 года фактическая инфляция (декабрь к декабрю) составила 6,6%, в 2014 году она достигла 11,4%, а 2015 году, согласно имеющимся оценкам, будет на уровне 12-14%. В этих условиях фиксация цели по инфляции в виде неизменной точки на среднесрочную перспективу делает ее «неработающим» ориентиром и снижает доверие к проводимой Банком России денежно-кредитной политики.

В планах на ближайшую перспективу Банк России отдает однозначный приоритет политике инфляционного таргетирования. Вновь ставится целевой ориентир по инфляции 4% в 2017 г., который представляется практически невыполнимым, особенно в случае реализации представленного в «Проекте» стрессового макроэкономического сценария, когда «существенное снижение цен на нефть будет новым шоком для российской экономики и приведет к более глубокому и продолжительному падению выпуска. Инфляция будет снижаться медленнее, что обусловит необходимость проведения более жесткой денежно-кредитной политики по сравнению с базовым сценарием" (стр. 4) В этих условиях достижение публично объявленной цели по инфляции, что выступает конституирующим принципом модели полнофункционального инфляционного таргетирования, будет поставлено под сомнение.

Сценарии экономического развития на 2016-2018 гг., разработанные Банком России, различаются лишь заложенными в них ценами на нефть и не предусматривают активной роли денежно-кредитной или государственной экономической политики. Базовый сценарий предполагает, что восстановление выпуска в стране начнется лишь в 2017 г., при этом темпы экономического роста в 2017 г. составят от 0 до 1%. Три разработанных сценария отличаются заложенными в них ценами на нефть. Базовый сценарий предполагает сохранение цен на уровне 50 долл. за баррель в ближайшие 3 года, оптимистичный – постепенное восстановление цен до 80 долл. за баррель к 2018 г., а стрессовый – падение цен ниже 40 долл. за баррель и их сохранение на этом уровне в течение трех лет. Вместе с тем, в тексте документа представлены прогнозы значений ключевых макроэкономических показателей только по базовому и оптимистичному сценариям, а ожидания масштабов падения ВВП по стрессовому сценарию Банк России в тексте не представил, ограничившись фразой о «более глубоком и продолжительном падении выпуска». Вместе с тем, именно в рамках описания стрессового сценария Банк России указывает на то, что в этом случае потребуется ужесточение денежно-кредитной политики.

В тексте «Проекта» Банк России ссылается на то, что ситуация в российской экономике и на финансовых рынках в ближайшие три года будет зависеть от внешних факторов – изменения структуры нефтяного рынка, перспектив экономического роста в Китае и денежно-кредитной политики в странах – эмитентах резервных валют, а также от того, насколько российская экономика будет способна адаптироваться к возможным внешним шокам. Кроме того, Банк России указывает на то, что экономический рост в стране сдерживается, помимо внешних, структурными факторами, такими как «неблагоприятная демографическая ситуация, высокий уровень износа основных фондов и низкий коэффициент их обновления, институциональные ограничения, снижающие в краткосрочном периоде потенциал роста производительности труда». Таким образом, среди факторов, от которых будет зависеть развитие российской экономики, не упоминаются ни денежно-кредитная политика самого Банка России, ни проводимая им политика по развитию банковского, страхового и фондового рынков.

Одним из значимых условием устойчивого развития отечественной экономики является достаточное денежное предложение в экономике и доступность кредита для широкого круга хозяйствующих субъектов, испытывающих потребность в финансировании программ капитальных вложений и оборотного капитала. Между тем, последние шаги Банка России, связанные с регулированием банковской деятельности, не в полной мере обеспечивают соблюдение указанного условия. Банк России продолжает пересматривать подходы, применяемые к регулированию деятельности кредитных организаций, в сторону усложнения. В частности, для обсуждения банковскому сообществу представлен проект изменений в Инструкцию Банка России 139-И от 3.12.2012 «Об обязательных нормативах банков».

«Проект» предполагает развитие ранее сформировавшейся тенденции к увеличению объема раскрываемой кредитными организациями отчетной информации, касающейся достаточности их капитала. В настоящее время банки уже осуществляют расчет нормативов достаточности базового капитала, основного капитала и собственных средств вместо ранее использовавшегося единого норматива достаточности капитала. Между тем, «Проект» предполагает использование дополнительных надбавок к перечисленным выше нормативам.

Кредитные организации будут вынуждены отвлекать ресурсы для решения задач, связанных с подготовкой отчетных документов, значимость которых с точки зрения обеспечения стабильности отечественной банковской системы представляется неочевидной. Порядок определения предлагаемых значений надбавок из текста Проекта неясен. Представляется, что указанные значения, создающие для кредитных организаций значительные дополнительные требования по капитализации, устанавливаются произвольно.

Кредитные организации по-прежнему лишены возможности в полной мере использовать механизм предоставления Банком России кредитов под залог прав требования банков к заемщикам, регулируемый Положением Банка России 312-П. Указанный документ предъявляет неоправданно жесткие формальные требования к финансовому положению заемщиков (устойчивая операционная прибыльность на промежуточные отчетные даты в течение календарного года без учета фактора сезонности, недопустимость значимых разовых неоперационных расходов, например, обусловленных изменением валютных курсов).

В «Проекте» недостаточно подробно представлены планы Банка России относительно использования так называемых специальных инструментов рефинансирования. Специальные инструменты рефинансирования (СИР) обеспечивают предоставление средств банкам по льготным процентным ставкам и на длительные сроки для кредитования отдельных направлений экономической деятельности. К данным инструментам рефинансирования относятся, в частности, программы поддержки финансирования инвестиционных проектов, кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства и экспортно-ориентированных отраслей экономики, а также ипотечного кредитования в рамках программы «Военная ипотека». Такие инструменты поддержки экономики были введены еще в 2014 г. В «Проекте» Банк России, с одной стороны, заявляет о своих планах по продолжению использования СИР в 2016 – 2018 гг. С другой стороны, Банк России по-прежнему будет ограничивать объемы предоставления средств в рамках данных программ, поскольку реализация данных программ может помешать выполнению заявленных целей по инфляции. В связи с тем, что в представленном документе не содержится никаких оценок относительно эффективности использования СИР и, соответственно, никаких предложений по совершенствованию данных инструментов, создается впечатление, что Банк России планирует постепенно сворачивать использование СИР вне зависимости от реально достигнутых результатов.

**Комиссия РСПП по банкам и банковской деятельности рекомендует:**

1. Предложить Правительству РФ и Банку России при подготовке окончательного варианта «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов» раскрыть в разделе «Цели и принципы денежно-кредитной политики» содержание нестандартной модели денежно-кредитного регулирования и показать особенности ее реализации в текущих макроэкономических и геополитических условиях.

2. Целевые ориентиры по инфляции устанавливать в рамках доверительного интервала с разбивкой по кварталам. Заслушивать регулярные отчеты о выполнении публично объявленных целевых ориентиров по инфляции на профильном комитете Госдумы. Предусмотреть ответственность руководства Банка России за их выполнение.

3. Возросшая конфликтность целей денежно-кредитной политики и объективная необходимость реализации нестандартных мер при ее проведении предъявляет повышенные требования публичности принимаемых решений. Необходимо закрепить наметившийся в последние годы прогресс в этом направлении с учетом лучшей мировой практики. В целях повышения эффективности информационного канала и обеспечения транспарентности в деятельности Банка России перейти с 2016 года:

- к публикации протоколов и сокращенных стенограмм заседаний Совета директоров в части, касающейся решений по ключевой процентной ставке и другим вопросам денежно-кредитной политики;

- усилить публичный характер целевых ориентиров по инфляции и хода их выполнения, в том числе через разъяснения в популярной форме при помощи пресс-релизов и специальных ежеквартальных пресс-конференций руководства Банка России.

4. В целях стабилизации и последовательного снижения девальвационных и инфляционных ожиданий Банку России рассмотреть целесообразность более активного использования в системе нестандартных мер элементов таргетирования реального валютного курса рубля и внести соответствующие коррективы в операционную процедуру проводимой им денежно-кредитной политики.

5. Банку России в целях повышения эффективности использования процентного канала в качестве операционной процедуры денежно-кредитной политики и анализа особенностей механизма денежной трансмиссии:

- подготовить предложения по дальнейшему развитию системы рефинансирования кредитных организаций и межбанковского рынка;

- разработать стандарты раскрытия информации об инструментах, индикаторах, объемах и уровне концентрации совершаемых операциях в сегменте «овернайт» денежного рынка (без указания конкретных участников).

- провести сравнительные эмпирические расчеты эффективности процентного и курсового каналов в механизме денежной трансмиссии и представить их экспертному сообществу для открытого обсуждения.

6. Под углом взаимосвязи денежно-кредитной и макропруденциальной политики в интересах формирования условий сбалансированного и устойчивого экономического роста вызывает сомнения обоснованность позиции Банка России, направленной на скорейшее обеспечение соответствия отечественной банковской системы требованиям Базельского комитета. С учетом текущей экономической ситуации и наличия проблем в поддержании финансовой устойчивости в банковском секторе, в том числе из-за санкций, представляется обоснованным продление сроков внедрения стандартов Базель II и Базеля III российскими кредитными организациями.

7. В целях снижения рисков для экономического роста целесообразно сохранить использование специальных инструментов рефинансирования. Банку России подготовить программу их использования и включить в текст документа при его доработке.

8. Плавающий курс в условиях недиверсифицированного экспорта и необходимость импорта как продовольственных, так и непродовольственных товаров вызывает у экономических агентов желание хеджировать валютные риски

путем повышения маржинальности торговли. Это усиливает инфляционные ожидания. Спотовый рынок, являющийся индикатором цен на сырьевой экспорт, по факту, определяет индекс инфляции. Чтобы этого не было необходимо развитие срочного валютного рынка, на что Банк России указывал, когда постулировал переход на режим плавающего валютного курса. Однако появление срочного рынка в объемах торговли, превышающий спотовый, так и не произошло.

В этих условиях необходимо обеспечить форсированное формирование срочного рынка для снижение волатильности на спотовом рынке и, соответственно, снижения инфляционных ожиданий, либо публично проводить политику таргетирования валютного курса, которая по факту и сейчас уже реализуется на практике (валютные РЕПО и свопы, организованные Банком России для поддержания стабильности курса рубля, среднесрочная программа пополнения международных резервов)

9. Падение курса привело к удорожанию импорта и резкому снижению импорта. Особенно сильно сократился импорт товаров инвестиционного спроса. В «Проекте» ничего не говорится о том, что одной из целей валютной политики должно быть поддержание импорта. Падение импорта ошибочно рассматривать только с одной точки зрения: снижение импорта более высокими темпами чем снижение стоимостного объема экспорта позволяет сохранить и даже увеличить положительное сальдо текущего счета платежного баланса. При доработке «Проекта» целесообразно изложить комплекс мер по поддержке импорта.

10. Банком России рассматривается стрессовый сценарий, в котором «цены на нефть на протяжении трех лет остаются ниже 40 долларов США за баррель» (с.4). При этом на с. 39-40 излагаются лишь отдельные характеристики результатов, полученных в результате оценки стрессового сценария. Приведенные комментарии не позволяют сформировать представление о потенциальных макроэкономических последствиях шокового сценария, о тех шагах и мерах, которые Банк России будет предпринимать в условиях стресса. С учетом текущего уровня и диапазона волатильности цен на нефть целесообразно в качестве стрессового сценария рассматривать уровень цен на нефть в диапазоне 25-35 долл. США/барр. Кроме того, было бы полезно более точно идентифицировать масштабы ожидаемых внешних шоков.

11. В «Проекте» подробно обсуждается взаимосвязь фискальной и денежно-кредитной политики в части влияния операций Федерального казначейства на ликвидность банковского сектора. Тем не менее, более значимым на наш взгляд является макроэкономическое влияние консервативной фискальной политики. На это прямо указывается в тексте представленного документа: «оптимизации расходов предприятий на оплату труда, принятое решение об отмене индексации заработной платы в секторах, финансируемых из федерального бюджета, на фоне высокой инфляции обусловили в 2015 году сокращение заработной платы в реальном выражении» (с.19). В настоящее время к внесению на рассмотрение Государственной думы готовится предложение о продлении моратория на индексацию заработных плат госслужащих до конца 2016 г., снижение коэффициента индексации пенсий до 1,04 по сравнению с рассматриваемым ранее коэффициентом - 1,055. При этом расходы бюджета увеличатся лишь на 0,6 трлн рублей, что приведет к их сокращению в реальном выражении.

С учетом значительного промежутка времени, который отделяет решение об изменении уровня ключевой ставки и воздействие этого решения на экономику следует учитывать растущую жесткость фискальной политики. Совокупное влияние указанных факторов продолжит оказывать давление на рост реальных доходов домохозяйств, ограничит роста их спроса и темп роста цен. Нормализация уровня ключевой ставки позволила бы избежать избыточного ужесточения финансовых условий.

12. На с.20 «Проекта» Банк России приводит декомпозицию инфляции на вклады ее компонент. В 2015 г. общая инфляция оказывается выше суммы вкладов всех компонент. Следует либо разъяснить расхождение, либо скорректировать изображение.