

РЕЗОЛЮЦИЯ

Совета по финансовому регулированию и денежно-кредитной политике Ассоциации региональных банков России по итогам заседания на тему «Проект Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов», прошедшего в Государственной Думе 17 октября 2016 года

Вынесенный на обсуждение проект «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов» (далее - «ОН ДКП») подготовлен в соответствии с требованиями, установленными в ст.45 Федерального закона «О Центральном Банке Российской Федерации (Банке России)». В представленном документе раскрываются цели и принципы денежно-кредитной политики на среднесрочную перспективу, рассматриваются основные меры и инструменты ее реализации, а также описываются вероятные сценарии развития российской экономики в 2017-2019 годах, которые будут определять условия реализации проводимой Банком России денежно-кредитной политики.

Проект «ОН ДКП» предусматривает, что в среднесрочной перспективе Банк России будет действовать в рамках стратегии таргетирования инфляции и политики плавающего валютного курса рубля. Обозначенный целевой ориентир по инфляции - 4% предполагается достигнуть к концу 2017 года. При этом в документе подчеркивается: *«Действия Банка России и в дальнейшем будут направлены на поддержание внутренней экономической стабильности, в первую очередь – на замедление инфляции и сохранение ее на уровне около 4%, а также на стимулирование сбережений домашних хозяйств, их защиту от инфляционного обесценения и создание условий для трансформации сбережений в инвестиции, что является важной составляющей новой модели роста экономики»* (с.3).

Банк России отмечает, что экономический рост возможен и в условиях высокой инфляции, но он не будет устойчивым, усиливая диспропорции и социальную напряженность. С учетом особенностей ценообразования и структуры российской экономики оптимальные значения уровня инфляции определяются в проекте «ОН ДКП» (см. с. 6-7) на уровне примерно 4%. Такой выбор объясняется необходимостью минимизации, с одной стороны, рисков усиления инфляционных ожиданий, а с другой – минимизации рисков возникновения дефляционных тенденций на рынках отдельных товаров. Обоснованность позиции Банка России по этому вопросу в полной мере подтверждается мировой практикой, которая дает убедительные доказательства негативных последствий как высокой инфляции, так и дефляционного сжатия экономики.

Особого внимания заслуживает то, что впервые за всю историю подготовки «ОН ДКП» в представленном документе поставлен принципиальный вопрос о

важности сохранения реальных процентных ставок в области положительных значений. Разъясняя свои действия при принятии решений по ключевой ставке в 2016 году, Банк России подчеркивает, что они были направлены на дальнейшее снижение инфляционных ожиданий и сохранение положительных реальных процентных ставок. При этом он считает необходимым, **«чтобы снижение рыночных процентных ставок в номинальном выражении не опережало замедление инфляции и инфляционных ожиданий, поддерживая сберегательную активность и одновременно сдерживая склонность к заимствованию в экономике, в том числе ограничивая нежелательное повышение долговой нагрузки (расходов на обслуживание кредитной задолженности относительно доходов заемщиков) на уровне отдельных секторов и компаний»** (с.18). Этот тезис дает основания полагать, что наряду с таргетированием инфляции и инфляционных ожиданий Банк России предполагает через канал ожиданий активизировать свое воздействие на поведение процентных ставок по привлечению и размещению денежных средств.

В качестве основного канала влияния на денежно-кредитные условия в экономике и инфляцию Банк России, как и прежде, предполагает использовать процентные ставки. Посредством изменения ключевой ставки регулятор воздействует на краткосрочные ставки денежного рынка, а через них – на весь спектр процентных ставок в финансовом секторе экономики (от процентных ставок по рыночным облигациям до ставок по депозитам и кредитам банков). Наряду с этим в проекте «ОН ДКП» декларируется приверженность принципам проводимой политики обменного курса, поскольку **«применяемый с конца 2014 г. режим плавающего валютного курса позволяет не только сохранить валютные резервы, но и формирует стимулы к правильной реакции всех участников экономических отношений на изменение внешних условий, обеспечивая оптимальную подстройку к ним экономики»** (с.8).

В 2016 году условия реализации проводимой денежно-кредитной политики во многих отношениях оказались сложнее, чем за два предшествующие года. Сохранился режим санкций, повысилась геополитическая напряженность и ухудшились условия торговли в результате снижения цен на основные экспортные товары. За 9 месяцев 2016 года средняя цена на нефть марки «Юралс» была почти в 2 раза ниже, чем это предусматривалось даже базовым сценарием в прогнозе Банка России. Несмотря на то, что российская экономика частично адаптировалась к негативным последствиям внешних шоков, все еще на низком уровне остается инвестиционная активность и покупательная способность населения. В силу этого стратегия инфляционного таргетирования не имеет другой разумной альтернативы. И в этой связи Банк России делает обоснованный вывод, что **«в текущих условиях при накопившихся структурных дисбалансах и негативном воздействии внешних факторов денежно-кредитная политика по сути выполняет функцию стабилизатора экономики»** (с.11).

Стабилизация темпа роста инфляционных ожиданий и поддержание финансовой стабильности продолжают оставаться важной предпосылкой для перехода к новой модели экономического роста, ориентированной в большей мере на рост инвестиций, расширение производственных возможностей и увеличение производительности труда. Однако решение всего круга задач, связанных со сменой парадигмы экономического роста, выходит за рамки законодательных и функциональных полномочий Банка России. Трудно не согласиться с тезисом, который содержится в проекте «ОН ДКП»: ***«Вектор развития России будет зависеть от готовности как органов государственного управления, так и всех членов общества перейти к инвестиционно-инновационной модели экономического роста, приложить усилия к формированию его внутреннего потенциала и созданию благоприятной среды для экономической деятельности»*** (с.3).

Представленный Банком России проект «ОН ДКП» заслуживает в целом положительной оценки. Однако при этом он нуждается в определенной доработке. Одна часть формулируемых ниже замечаний имеет характер рекомендаций, а другая больше касается редакционных правок.

1. В проекте «ОН ДКП» обоснованно отмечается возросшая потребность в более тесной координации действий различных органов государственной власти. Особенно это касается взаимодействия органов денежно-кредитного регулирования в лице Минфина и Банка России. В представленном документе подчёркивается, что реализация бюджетной политики служит важным фактором формирования внутренних экономических условий (см. с. 32-33). Однако в тексте учёт влияния этого фактора на проведение денежно-кредитной политики связывается только с консервативным подходом к планированию бюджета и с влиянием расходования средств суверенных фондов на ликвидность в банковском секторе.

Между тем проектом бюджета Российской Федерации предусматривается дефицит бюджета в 2017 году в размере 2,75 трлн. руб., или 3,2% ВВП, а 2018 и 2019 годах соответственно - 1,99 трлн. руб. и 1,14 трлн. руб. С учётом этого Минфин предполагает увеличить программу внешних заимствований в 2017 году до 7 млрд. долл., а в 2018-2019 годах - по 3 млрд. долл. Объём внутренних государственных заимствований составит по 1,05 трлн. руб. в 2017-2019 годах.

В контексте ситуации с бюджетом не вполне понятным представляется намерение Банка России выпускать облигации, что нашло отражение в прогнозе основных показателей по счетам органов денежно-кредитного регулирования (показателей денежной программы), который размещен в проекте «ОН ДКП» на с.46. Известно, что облигации Банка России являются конкурентным продуктом на рынке облигационных займов и их размещение может привести к снижению спроса на облигации Минфина и повышению их доходности, а это усилит бремя обслуживания внутреннего государственного долга. Более того, нельзя исключить и того варианта, что в случае обострения геополитической ситуации и ухудшения

социально-экономических условий внутри страны Банку России может быть предложено проводить операции на вторичном рынке по приобретению пакета государственных ценных бумаг. Из этого можно сделать вывод, что представленный проект «ОН ДКП» не был в должной мере согласован с Минфином.

2. Согласно утвердившейся традиции проект «ОН ДКП» охватывает трехлетний горизонт, что продиктовано не только повышенными требованиями к транспарентности проводимой Банком России денежно-кредитной политики, но и необходимостью её синхронизации с налогово-бюджетной политикой государства. Правильность такого подхода не подлежит сомнению. Однако статья 45 Федерального закона «О Центральном Банке Российской Федерации (Банке России)» предусматривает следующее: «Банк России ежегодно не позднее срока внесения в Государственную Думу Правительством Российской Федерации проекта федерального закона о федеральном бюджете на очередной финансовый год и плановый период представляет в Государственную Думу проект основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на **предстоящий год** и не позднее 1 декабря - основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на **предстоящий год**».

С учетом сказанного целесообразно либо изложить упомянутую статью федерального закона в новой редакции, законодательно закрепив горизонт «ОН ДКП» до 3-х лет, либо сохранить уже принятую конструкцию, но при рассмотрении основных мер денежно-кредитной политики и характеристике её инструментов на трехлетний период всё-таки делать акцент на задачах именно **предстоящего года** с детализацией подходов к их решению на квартальной основе. Наряду со сценариями макроэкономического развития на среднесрочную перспективу в тексте «ОН ДКП» целесообразно давать поквартальные в пределах предстоящего года прогнозы и оценки не только общей экономической ситуации, но и ориентиры выполнения целевого ориентира по инфляции, а также ключевых показателей денежной программы (по счетам органов денежно-кредитного регулирования), прогноза состояния ликвидности в банковском секторе и ряда других переменных. Благодаря этому информационная открытость Банка России будет еще более содержательной и повысится эффективность сигнальной функции денежно-кредитной политики, что позволит улучшить управление инфляционными ожиданиями. В результате, закрепятся условия для повышения доверия к действиям центрального банка и все более полного использования потенциала канала ожиданий.

3. Возросшая конфликтность целей денежно-кредитной политики и объективная необходимость реализации нестандартных мер при ее проведении предъявляют повышенные требования к транспарентности Банка России и публичности принимаемых решений. В проекте «ОН ДКП» обоснованно отмечается: *«Принимая меры и просчитывая их ожидаемые последствия, Банк России придерживается взвешенного подхода, придавая большое значение*

сбалансированности своих решений. Это обеспечивается в том числе через разработку макроэкономического прогноза на три года вперед, в рамках которого проводится всесторонний анализ факторов и перспектив экономического развития с учетом последних тенденций, заявленных мер макроэкономической политики и потенциальных источников рисков» (с. 11). Однако в этом важном и программном по своей сути положении не содержится информации о том, через какие индикаторы Банк России предполагает оценивать потенциальные источники рисков.

В этой связи целесообразно предусмотреть публикацию в тексте «ОН ДКП» диапазона допустимых значений экономических индикаторов (например, разрыва между потенциальным и реальным темпом роста ВВП, инвестиций, потребления, уровня безработицы), в рамках которого Банк России будет действовать по принятой им стратегии инфляционного таргетирования. В случае выхода (или угрозы выхода) значений экономических индикаторов за пределы допустимого диапазона фиксируется ситуация «переохлаждения» (или в каких-то случаях «перегрева») экономики, что должно включать процедуру временной корректировки мер денежно-кредитной политики, а также согласование плана действий с другими органами государственного управления.

4. Текст проекта «ОН ДКП» начинается словами: **«События последних лет показывают, что назрела необходимость смены модели экономического развития России. Для того чтобы обеспечить сбалансированный экономический рост и устойчивое повышение благосостояния общества, важно снизить уязвимость экономики к изменению внешних условий, решить глубокие внутренние структурные проблемы»** (с.3). Но это пока больше лозунг. В реальной жизни основные параметры всех сценариев прогноза Банка России на период до 2019 года продолжают привязываться к цене на нефть марки «Юралс». Это означает, что в среднесрочной перспективе Банк России не предполагает каких-либо изменений в действующей экономической модели. Кроме того, такая привязка закрепляет статус российского рубля как сырьевой валюты и сохраняет психологию поведения участников валютного рынка, основанную на привязке курсовой динамики рубля к ценам на нефть. Между тем достаточно открыть ст. 45 Федерального закона «О Центральном Банке Российской Федерации (Банке России)», чтобы убедиться в том, что в ней содержится несколько иная формулировка. В ней, в частности, указывается, что «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на предстоящий год», помимо прочего включают: **«сценарный (состоящий не менее чем из двух вариантов) прогноз развития экономики Российской Федерации на предстоящий год с указанием цен на нефть и другие товары российского экспорта, предусматриваемых каждым сценарием».**

Таким образом, при разработке основных параметров сценариев макроэкономического прогноза Банк России не в полной мере выполняет требования, установленные ст. 45 Федерального закона «О Центральном Банке

Российской Федерации (Банке России)». Принимая во внимание колоссальный опыт Банка России в построении эконометрических и статистических моделей, можно ожидать, что в уже в ближайшее время могут быть внесены уточнения в методологию расчета сценарных прогнозов Банка России.

5. Эффективность проводимой денежно-кредитной политики в первую очередь определяется работой трансмиссионного механизма, который через определенные каналы устанавливает связь между действиями центрального банка и динамикой ВВП, цен и занятости. Банк России в качестве операционной процедуры выбрал процентный канал. И против этого нет каких-либо возражений. Тем более, что инфляционное таргетирование действительно делает этот канал наиболее подходящим для передачи импульсов, исходящих от Центрального Банка. Но это не означает, что он эффективен по определению. Об этом, в частности, говорит опыт ряда промышленно развитых стран при проведении политики близких к нулевым (и даже отрицательных) процентным ставкам. Имеются также исследования, которые показывают, что в условиях высокой степени олигополизации и даже монополизации внутреннего денежного рынка процентный канал функционирует не надлежащим образом и не всегда способен адекватно обеспечивать выполнение возложенных на него задачи. Тогда его функции частично берут на себя другие каналы – валютный, банковский и др. Вместе с тем нельзя исключить того, что на практике неформальное таргетирование обменного курса оказывает более существенное воздействие на динамику цен, нежели использование процентного канала в качестве операционной процедуры. Таким образом, трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики продолжает работать, но в значительной мере по принципу «черного ящика», что отражается, в частности, на эффективности проводимой Банком России.

Операционная процедура в денежно-кредитной политике – это не просто декларация, а гипотеза, которая подтверждается эмпирически. Под этим углом зрения в целях обеспечения транспарентности денежно-кредитной политики и повышения эффективности коммуникационной политики Банка России было бы целесообразно не только проводить эмпирические расчеты эффективности основных каналов денежной трансмиссии, но и публиковать их основные результаты в приложении к «ОН ДКП».

6. В преамбуле проекта «ОН ДКП», в частности, подчеркивается: *«Действия Банка России и в дальнейшем будут направлены на поддержание внутренней экономической стабильности, в первую очередь – на замедление инфляции и сохранение ее на уровне около 4%, а также на стимулирование сбережений домашних хозяйств, их защиту от инфляционного обесценения ...»* (с.3). Однако на с.10 текста можно прочитать следующий пассаж: *«Значительная часть российского населения практически не имеет сбережений, а наиболее состоятельные семьи в современных реалиях склонны к формам накопления богатства, не способствующим экономическому развитию страны (в основном*

в виде вкладов в зарубежных банках, приобретения дорогой недвижимости за границей и импортных предметов роскоши)».

Стимулировать и защищать от инфляционного обесценения можно только то, что уже имеется. В этой связи формулировка на с.10 нуждается в редакционной правке.

7. Проект «ОН ДКП» начинается следующими словами: **«События последних лет показывают, что назрела необходимость смены модели экономического развития России»** (с.3). О необходимости смены модели экономического развития России начали говорить, как минимум, 10 лет назад. События 2008-2009 годов вынесли этот вопрос на уровень бытового сознания. Сейчас 2016 год и говорить о «событиях последних лет» можно только с очень большой натяжкой. И под эти углом зрения тезис о необходимости смены модели экономического развития России звучит подобно «прописной истине».

Совет по финансовому регулированию денежно-кредитной политике Ассоциации региональных банков России по итогам заседания на тему «Проект Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов» положительно оценивает представленный Банком России проект «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов» с учетом сделанных выше замечаний и рекомендаций.