



**Председателю Центрального Банка
Российской Федерации**

НАБИУЛЛИНОЙ Э.С.

Уважаемая Эльвира Сахипзадовна!

Эксперты Ассоциации региональных банков России проанализировали представленный Центральным банком Российской Федерации в Государственную Думу проект Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов. Замечания и предложения к данному проекту приведены в приложении.

Приложение: Экспертное заключение Ассоциации «Россия» по проекту Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов, на 9 л.

С уважением,

Президент Ассоциации «Россия»,
Депутат Государственной Думы РФ

А.Г. Аксаков



Экспертное заключение Ассоциации региональных банков России по проекту Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов

I. Общий обзор Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов

Подготовленный Банком России проект «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 г. и период 2015 и 2016 г.» (далее - «Основных направлений...») содержит ряд важных новых положений, отличающих его от аналогичных документов предшествующих лет.

1. Переход от установки диапазонов целевых значений годовой инфляции (ИПЦ) к «точечным» целевым ориентирам (5.0% в 2014 г., 4.5% в 2015 г. и 4.0% в 2016 г.). Банк России полагает, что это будет способствовать «однозначному пониманию цели денежно-кредитной политики экономическими агентами (стр. 14)». При этом Банк России оговаривает допустимость колебаний значений инфляции вокруг точечных целевых значений в масштабе +/-1.5 проц.п. в случае, если такие колебания связаны с краткосрочными шоками, а не с действием фундаментальных факторов.

2. Изменение системы процентных инструментов денежно-кредитной политики:

- в качестве основного индикатора, определяющего направленность процентной политики, введена ключевая ставка Банка России, равная минимальной ставке по недельным аукционам прямого РЕПО и максимальной ставке по недельным депозитным аукционам. При этом ставка рефинансирования Банка России признается второстепенной и будет приведена к значению ключевой ставки к 01.01.2016. Это решение является важным шагом к созданию механизма, позволяющего Банку России влиять на уровень процентных ставок в экономике. Недельные аукционы прямого РЕПО Банка России, в отличие от кредитов «овернайт» (единственный инструмент, по которому Банк России предоставлял ресурсы по ставке рефинансирования) действительно оказывают значимое влияние на ценообразование рынка коротких межбанковских кредитов;

- упрощается вся система процентных инструментов Банка России. С февраля 2014 г. предполагается отказ от регулярных аукционных операций на открытом рынке по инструментам сроком менее 1 недели, а также прекращение проведения операций постоянного действия на срок свыше 1 дня;

- планируется разработка механизма единого аукциона по операциям рефинансирования (на одинаковые сроки, с различными видами залоговых активов), подразумевающая также создание единого пула обеспечения. Упрощение процедур рефинансирования может способствовать снижению административных издержек для заемщиков в сегменте кредитования под залог нерыночных активов. В настоящий момент, согласно Положению Банка России № 312-П, получение кредита при

первичном обращении банка (оформление генерального кредитного договора или соглашения о поручительстве) занимает около месяца.¹

3. Акцент на развитии рынка межбанковского кредитования. Согласно документу, «основную роль в перераспределении ликвидности между участниками рынка должно играть межбанковское кредитование» (стр.22). При этом «проводя операции по регулированию ликвидности банковского сектора Банк России будет стремиться к поддержанию однодневных ставок денежного рынка на уровне ключевой ставки» (там же).

4. Введение механизма таргетирования остатка средств на едином счете Федерального казначейства в Банке России (стр. 23). Подобный механизм может способствовать сглаживанию колебаний ликвидности в течение года.

II. Ключевые аспекты и предложения

1. Переход к таргетированию инфляции и политике свободного курса рубля.

А) Переход к точечному целевому ориентиру по инфляции (5% ИПЦ на следующий год) при одновременном объявлении широкого диапазона допустимых колебаний вокруг этого точечного значения (+/- 1,5 проц.п.) вместо заявленного повышения определенности целей ДКП может привести, наоборот, к повышению неопределённости.

Если ЦБ РФ будет реально ориентироваться на новый широкий диапазон допустимых колебаний (суммарно 3 проц.п вместо прежнего коридора в 1 проц.п.), это будет означать его фактическое самоустранение от вообще какого-либо регулирования. Ведь в такой диапазон при отсутствии экстраординарных шоков (типа нового мирового кризиса) впишется практически любая инфляция. Тогда становится непонятным, чем будет руководствоваться ЦБ? Курс он уже не регулирует, поддерживать экономический рост (способами, отличными от снижения инфляции) отказывается, инфляцию тоже де-факто отказывается серьезно регулировать.

Если же ЦБ всерьез будет бороться за выполнение именно точечного ориентира, то возникает опасность сверхжесточения ДКП в следующем году. Замораживание тарифов позволит снизить уровень инфляции примерно на 1 проц.пункт, но есть ещё проблема слабого платежного баланса (что своим прогнозом на 2014 г. признает сам ЦБ) и соответственно, вероятного заметного ослабления рубля в условиях плавающего курса. Т.к. изменение курса очень значительно влияет на уровень ИПЦ, то общий инфляционный фон в следующем году будет хуже, чем в текущем даже, несмотря на замораживание регулируемых тарифов.

В этих условиях, чтобы снизить ИПЦ с 6% в 2013 г. до 5% в 2014 г. придется еще более жестко ограничивать рост денежного предложения (эмиссию), что будет вести к снижению ликвидности банковской системы.

¹ В дальнейшем эти сроки сокращаются до 1 дня для краткосрочных кредитов и до сроков принятия необходимых активов в обеспечение (5-10 дней) для долгосрочных кредитов.

Предложение: придерживаться варианта, где реальным ограничителем ИПЦ является 3%-й коридор по ИПЦ, а точечные целевые показатели по годам обозначают середину этого коридора, но с модификацией. Действия ЦБ внутри этого широкого коридора обуславливаются определенным правилом, «правилом денежно-кредитной политики» (типа правила Тейлора), учитывающем в т.ч. и экономический рост (так, например, поступает Банк Норвегии, который тоже практикует инфляционное таргетирование). Тогда логика действий ЦБ будет понятна рынку, будет обеспечено примирение целей поддержки экономического роста и снижения инфляции в краткосрочной перспективе, будет обеспечен приоритет цели снижения инфляции в среднесрочной перспективе (имеются в виду цели ДКП).

Б) Установленные количественные ориентиры по инфляции (2014 г. 5%, 2015 г. 4,5% и 2016 г. 4,0%) исторически были недостижимы для российской экономики. Есть существенные риски, что они будут превышены, прежде всего, за счет факторов, непосредственно не зависящих от политики ЦБ, в частности:

- вероятное ослабление рубля (с учетом перехода к плавающему курсу и ожидаемого ЦБ снижения сальдо по текущим операциям) и связанный с этим рост импортных цен,

- внешние инфляционные шоки,

- индексация тарифов на уровень инфляции с 2015 г. для всех категорий, кроме населения и на уровень 0,7*инфляция – для населения,

- рост цен на бензин в результате повышения акциза и «налогового маневра», другие факторы увеличения инфляции издержек, возникающие вследствие изменений в регулировании и/или недостаточно конкурентной экономической среды.

В Основных направлениях оговаривается, что «ЦБ не будет изменять параметры ДКП в ответ на отклонения инфляции от целевого уровня, если эти отклонения не препятствуют достижению целей по инфляции в среднесрочной перспективе. В то же время возникновение факторов, приводящих к отклонению от целевых значений инфляции в среднесрочной перспективе вне зависимости от их природы будет основанием для изменения ДКП».

Таким образом, если, по мнению ЦБ, возникнет угроза невыполнения среднесрочных целей по инфляции, ему придется ужесточать ДКП вне зависимости от факторов, вызвавших инфляционные риски, и вне зависимости от рисков такого ужесточения для экономического роста. Нет уверенности, что установленные среднесрочные цели по инфляции (рекордно низкие за постсоветскую историю России) в принципе достижимы с учетом структуры российской экономики – низкой конкуренции, высоких издержек на ведение бизнеса, высокой доли продовольствия и регулируемых услуг в структуре потребления, высокой доли импортных товаров в потребительском и инвестиционном спросе. В условиях ожидаемо невысоких темпов роста экономики попытка добиться достижения цели по инфляции любой ценой может привести к избыточному ужесточению ДКП, снижению доступности денег, и еще больше подорвать рост экономики.

Предложение: предусмотреть действия ЦБ в случае, если выполнение цели по инфляции становится тормозом для экономического роста (например, корректировки цели по инфляции).

В) По мнению Банка России, выбор индекса потребительских цен в качестве целевого индикатора обусловлен тем, что общий индекс лучше характеризует изменение стоимости жизни и его динамика влияет на формирование инфляционных ожиданий субъектов экономики. При этом базовый индекс потребительских цен менее волатилен и в большей степени поддается воздействию мер денежно-кредитной политики.

В ситуации неопределенности с тарифами естественных монополий, а также непредсказуемости мировых цен на товарных рынках, по нашему мнению, целесообразно таргетировать базовую инфляцию, что позволило бы полностью исключить неверное толкование цели Центрального банка и обеспечить ее однозначное понимание, причем без дополнительных допустимых отклонений инфляции.

В то же время введенный трехпроцентный диапазон по отклонению инфляции от целевого уровня, по нашим оценкам, покрывает расхождение базовой инфляции и инфляции в целом по всем товарам, вызванное действием непредвиденных факторов (как правило, это связано либо с изменением цен на мировых рынках, либо с индексацией тарифов естественных монополий).

2. Сценарии макроэкономического развития

А) Банк России рассмотрел четыре сценария, соответствующих различным внешним условиям и ценам на российскую нефть марки Urals на уровнях 75–76 долл./барр. в 2014–2016 гг. (вариант 1), 100–101 долл./барр. (вариант 2а и 2б) и 125–126 долл./барр. (вариант 3). Развилка во втором варианте обусловлена различными оценками скорости восстановления внутреннего спроса, а также оценками темпов роста потенциального выпуска (сценарий «б» в этом плане является более оптимистичным и соответствует первому варианту прогноза Правительства). Два крайних сценария предусматривают отклонение среднегодовой цены нефти на 25 долл. в меньшую и большую сторону. В отношении внутренних условий во всех вариантах делается предположение о сохранении инерционного развития российской экономики.

Ни один из представленных вариантов сценарного прогноза при заданных внешних и внутренних предпосылках в среднесрочной перспективе не предполагает опережающий рост российской экономики относительно мировой, даже при увеличении нефтяных цен до 126 долл./барр.

При этом в наихудшем первом сценарии, согласно проекту Основных направлений, возможен всего лишь краткосрочный кризис в 2014г. - ВВП в реальном выражении сокращается на 1%. Такой прогноз отражен в сценарии, когда среднегодовые цены Urals падают немногим меньше по сравнению с кризисом 2009 г. Напомним, тогда среднегодовые цены на российскую нефть упали на треть, а российская экономика – на 7,8%.

Результаты официального макроэкономического прогноза означают, что чувствительность российской экономики к нефтяным ценам резко снизилась. При

разбросе нефтяных цен в диапазоне 75–125 долл./барр. рост ВВП в 2015–2016 гг. укладывается в узкий коридор 1,8–4%. По нашему мнению, столь сильное снижение эластичности экономического роста к нефтяным ценам может быть связано с неверными предпосылками, как минимум, относительно внешнего спроса. Резкое ухудшение ситуации в мировой экономике и более быстрое (по сравнению с базовым сценарием) ее восстановление в вариантах 1 и 3 неминуемо ведут к соответствующему падению и росту внешнего спроса на товары российского экспорта.

Б) Предлагается установить регулярность (периодичность), формат и способ обнародования макроэкономических прогнозов ЦБ РФ (в том числе с целью формирования ожиданий). В документе необходимо отразить эту политику подробнее, поскольку сейчас там исключительно упоминание о том, что ЦБ это планирует делать.

3. Платежный баланс

По прогнозу Банка России, в трех сценариях из четырех платежный баланс можно назвать сбалансированным – по крайней мере, в части счета текущих операций (СТО). Сальдо СТО составляет 14–19 млрд. долл. в 2014 г., 2–12 млрд. долл. в 2015 г. и от -12 до +11 млрд. долл. в 2016 г. В сценарии высоких нефтяных цен профицит СТО в этот период сокращается с 54 млрд. долл. до 22 млрд. долл.

С одной стороны, сжатие профицита СТО является позитивным моментом – избыток нефтедолларов не будет толкать рубль в сторону укрепления. С другой стороны, исторический опыт показывает, что уровень профицита СТО в 1% ВВП является предвестником сильного ослабления рубля. Этому уровню соответствуют все варианты сценарного прогноза, кроме последнего (высокие нефтяные цены) в 2014-2015 гг., что ведет к резкому росту валютных рисков.

Неустойчивости прогнозу добавляет тот факт, что сохранение слабого профицита или дефицита СТО опирается на замедление роста импорта товаров и услуг. Если брать крайние сценарии низких и высоких цен на нефть, то выявляется более слабая (чем в предыдущие годы) реакция импорта на динамику нефтяных цен. Так, в первом сценарии, при падении нефтяных цен почти на четверть в 2014г., импорт сокращается на 13%, тогда как в схожей ситуации в 2009 г. он сократился на 40%. В случае сильного роста стоимости барреля нефти импорт растет на 10%, хотя даже в текущем году при стабильных ценах рост импорта, согласно прогнозу Банка России, составит 6%. Конечно, динамика импорта определяется не только движением нефтяных цен, но и валютным курсом. Но в третьем варианте валютные резервы растут и можно предположить, что рыночная ситуация будет способствовать укреплению рубля и, соответственно, росту импорта.

Чистый отток капитала в современных условиях прогнозировать сложно. Характерный пример: в этом году отток капитала не только не сократился (до 10 млрд. долл. в соответствии с ОНДКП прошлого года), но даже может увеличиться до 62 млрд. долл. по сравнению с 54 млрд. долл. в 2012 г. В прогнозе платежного баланса финансовые потоки частного сектора получены остатком исходя из СТО и финансовых операций госсектора. В результате, с одной стороны, в 2014 г. сохраняется, хотя и значительно меньший, чем в 2012–2013 гг. чистый отток капитала частного сектора – до

20 млрд. долл. (за исключением первого варианта), который полностью сходит на нет к 2016 г. (как и в предыдущих Основных направлениях).

По нашему мнению, за столь короткий срок невозможно ожидать реальной отдачи от структурных реформ и кардинального улучшения инвестиционного климата в стране, тем более что в отношении внутренних условий во всех вариантах делается предположение о сохранении инерционного развития российской экономики. Это означает, что на фоне отставания в темпах роста российской экономики от мировой, прогноз чистого притока частного капитала в Россию в 2016 г. крайне маловероятен.

4. Совершенствование механизмов управления ликвидностью

А) Одной из главных новаций проекта Основных направлений является реформа процентной политики Банка России и замена ключевой ставки ЦБ вместо неработающих (ставка рефинансирования реально определяющая стоимость только овернайт в ЦБ) на работающие инструменты рефинансирования (недельное прямое РЕПО). Данная мера выглядит разумной (хотя и сильно запоздалой), ибо в существующем виде ставка рефинансирования выглядит явным анахронизмом.

Однако несколько настораживает перенос всей тяжести системы рефинансирования на недельное РЕПО, в то время как, по замыслу авторов ОНДКП, кредиты овернайт практически должны изжить себя в связи с активизацией межбанковского рынка. При этом остаётся абсолютно непонятным, что же произойдёт такого, что банки станут охотнее давать деньги друг другу в долг за исключением прогноза о высвобождении части ценных бумаг, находящихся в настоящее время в залоге у Банка России.

Ставка на саморазвитие рынка межбанковского кредитования (МБК) как естественного следствия реформы системы инструментов рефинансирования ЦБ выглядит неоправданным романтизмом. В условиях полумонополистического положения Сбербанка на данном рынке этого, скорее всего, не произойдет. Необходимы меры по стимулированию конкуренции на данном рынке (например, путем предоставления ЦБ гарантий частичного возмещения потерь банкам-маркетмейкерам данного рынка – как это было в кризис 2008-2009 гг.)

Предлагаемая реформа системы инструментов рефинансирования ЦБ представляется незавершённой и может привести вместо повышения управляемости процентными ставками к обратному эффекту.

Отказ от регулярных операций ЦБ на открытом рынке (аукционов) по инструментам сроком менее 1 недели (планируется с февраля 2014) и переход почти исключительно к операциям постоянного действия расширит пределы колебаний ставок по коротким МБК (овернайт). Известно, что ЦБ развитых стран регулируют ставки коротких МБК именно при помощи объемов операций на открытом рынке, а ЦБ РФ отказывается от этого важнейшего инструмента. Непонятно, как в этом случае «проводя операции по регулированию ликвидности банковского сектора Банк России будет стремиться к поддержанию однодневных ставок денежного рынка на уровне ключевой ставки» (стр. 22 ОНЕГДКП).

Отмена операций ЦБ постоянного действия на срок более 1 недели (также планируется с февраля 2014) и переход только к операциям на открытом рынке (аукционы РЕПО) убирает естественные ограничители роста ставок по аукционам (такие ограничители могут быть востребованы в условиях шоковых ситуаций).

Предложение: взамен «попавших под сокращение» инструментов регулирования ликвидности более активно применять относительно новые – связанные с прямой покупкой/продажей Банком России финансовых активов (а не с предоставлением кредитов под залог этих активов).

Что-то подобное и зафиксировано на стр.23 ОНЕГДКП: «В качестве дополнительного инструмента регулирования ликвидности банковского сектора Банк России может использовать покупки или продажи активов – ценных бумаг, золота...». Необходимо в документе дать более четкое разъяснение (а затем это реализовать в жизни), что в условиях постепенного исчерпания возможностей предоставления банкам ликвидности в долг Банк России начнет более активно использовать инструменты прямого регулирования уровня ликвидности.

В свою очередь для смягчения ситуации устойчивого дефицита ликвидности такое повышение разнообразия механизмов денежной эмиссии ЦБ просто необходимо. Ведь в рамках операций по покупке/продаже государственных ценных бумаг на вторичном рынке вброс/вывод денег из оборота инициируется самим Банком России, а в рамках рефинансирования - наоборот, «вытягивается» из регулятора банками.

Б) Создание действительно эффективного и стройного механизма рефинансирования банковской системы невозможно без разработки и внедрения прозрачной системы индивидуальных лимитов на каждый коммерческий банк по образцу лимитов, устанавливаемых банками друг на друга. Данная мера сможет в существенной степени как снизить объём спекулятивных операций, совершаемых кредитными организациями с использованием средств Банка России, так и снять остроту структурного дефицита ликвидности.

В документе следует отразить установление лимитов и политики превышения лимитов на каждый банк по финансированию под залог любых активов (ломбардного списка и нерыночных). ЦБ РФ предлагается создать систему годовых лимитов под свои инструменты рефинансирования для каждого банковского сегмента в зависимости от размера активов. При этом можно применять сегментацию, используемую самим ЦБ:

- Первые 5
- с 6 по 20
- с 21 по 50
- с 51 по 200
- с 201 по 500
- с 501

Годовые лимиты должны иметь силу «финансового закона» и их перебор (со стороны ЦБ) должен иметь чёткое экономическое и юридическое (возможно по решению Госдумы или по согласованию с Правительством) обоснование.

В) По оценкам экспертов Ассоциации «Россия», объемы рефинансирования банковской системы и количество допущенных к ней банков увеличиваются, расширяется и состав залоговой базы, однако доступность рефинансирования ЦБ пока остается привилегией в основном крупнейших банков.

Из более 900 банков на 01.09.2013 г. кредиты ЦБ привлекали 222 банка на общую сумму 2,76 трлн руб., из них 104 банка – за пределами топ-200 по активам (рейтинг банки.ру). Из общей суммы кредитов 47% приходится на Сбербанк, 67,7% - на Сбербанк, группу ВТБ (ВТБ, БМ, ВТБ24), Газпромбанк и Россельхозбанк, 87% - на топ 50 банков.

На 01.01.2012 г. кредиты ЦБ привлекли 104 банка на общую сумму 1,2 трлн. руб., количество банков за пределами топ 200 – 40. Доля Сбербанка также составляла 47%, а на топ 50 банков приходилось 90% от общей суммы кредитов.

Предложение: продолжить расширение перечня активов, принимаемых ЦБ в залог для рефинансирования (при ограничении принимаемых кредитных рисков).

Г) В последнее время сроки рефинансирования постепенно сдвигаются в сторону увеличения, однако оно все еще остается краткосрочным инструментом (до 1 года).

Предложение: предусмотреть инструменты с более длительным сроком рефинансирования (за пределами 1 года) по плавающим ставкам, привязанным к ключевой ставке ЦБ. Это помогло бы обеспечить банкам доступ к ресурсам для целевого финансирования долгосрочных проектов, прошедших предварительное одобрение ЦБ.

Д) Следует подробнее остановиться на вопросе формирования залоговой базы для предоставления ликвидности банковскому сектору через механизм ломбардного кредитования (под ликвидные активы ломбардного списка) и через механизм 312-П. В том числе вопросы дальнейших изменений формирования этой массы, прогнозов объема и распределения этих активов, оценки кредитного качества бумаг компаний в ломбардном списке не на основе вхождения в список стратегических предприятий России (а на основе анализа кредитного качества), расширения ломбардного списка за счет включения ценных бумаг с рейтингами российских РА на уровне, аналогичным требуемым по рейтингам иностранных агентств.

Е) Необходимо отдельно указать сценарии экстренной поддержки ликвидности как элемента "шоковой" ДКП в случае реализации наиболее неблагоприятных сценариев. В том числе перспективы "размораживания" беззалогового кредитования (кредитов без обеспечения) от ЦБ.

Ж) Центральный банк в своих оценках денежной программы исходит из предпосылки сохранения структурного дефицита ликвидности, то есть, ещё раз подтверждая дальнейшее продвижение по пути перехода к плавающему курсу путём отказа от покупки иностранной валюты на рынке за исключением проведения интервенций и приобретения валюты под пополнение Минфином Резервного фонда. Таким образом, основным инструментом пополнения банковской ликвидности будет являться кредитование со стороны Банка России. Однако параметры денежной программы Банка России, приведенной в проекте Основных направлений, заставляют

предположить, что в нее (в неартикулированной форме) заложено существенное ужесточение денежной политики. Так, если в текущем году Банк России ожидает 100%-ный прирост чистого кредита банковской системе, что составляет чуть менее 1,5 трлн. руб., то в последующие три года эта величина снижается до 730, 690 и 650 млрд. руб. соответственно. Такое – сокращение интенсивности прироста кредита банковской системе со стороны Центрального банка при ускорении экономического роста – в принципе возможно, но для этого банковская система должна резко повысить свои трансформационные мощности и добиться ускорения роста кредитования. Пока же, скорее, наблюдается обратный процесс.

6. Другие предложения

А) Необходимо дополнить проект Основных направлений разделом оценки регулирующего воздействия по всем элементам ДКП, в том числе в части управления процентными ставками и рефинансированием банков.

Б) Банк России не включил в проект Основных направлений потребность в своевременной идентификации и оценке системных рисков в банковском секторе и, в частности, в дальнейшем совершенствовании дифференцированного режима надзора за отдельными кредитными организациями в зависимости от их системной значимости, уровня прозрачности, сложности бизнеса и степени соблюдения регулятивных норм.

По нашему мнению, данное направление деятельности Банка России желательно обозначить в ОНДКП в целях прояснения его позиции в сохранении финансовой стабильности банковской системы. В отношении системно значимых банков необходимы дополнительные механизмы регулирования и контроля.