**РЕЗОЛЮЦИЯ**

**Совета по финансовому регулированию денежно-кредитной политике Ассоциации региональных банков России по итогам заседания на тему «Проект Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов», прошедшего в Государственной Думе 12 октября 2015г.**

Представленный проект «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов» (далее по тексту «Проект») по формальным параметрам соответствует требованиям ст. 45 ФЗ «О Центральном Банке Российской Федерации (Банке России)» В документе раскрываются цели и принципы денежно-кредитной политики, дан анализ основных мер и условий ее реализации, а также содержится раздел, посвящённый сценариям макроэкономического развития и развитию системы инструментов денежно-кредитного регулирования экономики на ближайшую перспективу.

Подготовка проекта «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов» (далее по тексту «Проект») проводилась Банком России в сложных для страны геополитических и макроэкономических условиях. 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 потребовали 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)

В то же время 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 полноценного инфляционного таргетирования. 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)

Согласно «Проекту» 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 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 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).

В «Проекте» представлено описание стандартной модели, основанной на «правилах» инфляционного таргетирования, однако на практике Банк России 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. Это прямо вытекает не только из пресс-релизов Банка России по вопросам ключевой ставки и выступлений его руководителей, но и из текстов «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики» за последние три года. В «Проекте» подчеркивается: ***«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).

 С формальной точки зрения Банк России придерживается политики таргетирования инфляции, т.е. безусловного приоритета ценовой стабильности и низкой инфляции. Однако с учетом 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 политика может быть в чистом виде реализована на практике. Косвенно это признает и Банк России, указывая вторую цель - обеспечение финансовой стабильности, которая непосредственно связана с макроэкономической стабильностью. В условиях спада ВВП, снижения платежеспособности населения и инвестиционной активности устойчивость финансового сектора оказывается под угрозой. В «Проекте» подчеркивается: ***"В этих условиях Банк России проводил денежно-кредитную политику, соблюдая баланс между необходимостью снижения инфляции и недопущения чрезмерного охлаждения экономической активности при сохранении финансовой стабильности"*** (стр. 13).

Однако в планах на ближайшую перспективу Банк России возвращается к однозначному приоритету инфляционного таргетирования. Вновь ставится целевой ориентир по инфляции 4 проц. в 2017 г., который представляется практически невыполнимым, особенно в случае реализации представленного в «Проекте» стрессового макроэкономического сценария, при котором «***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 отложено на неопределенную перспективу.

По факту Банк России реализует нестандартную политику таргетирования финансовой стабильности, которая включает в себя комбинацию элементов таргетирования инфляции, таргетирования ВВП и таргетирования реального эффективного курса рубля. Множественность целей денежно-кредитной политики определяется нестандартностью ситуации в экономике и необходимостью использования «ручного управления» в кризисных условиях.

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. Для сравнения: в Норвегии (как и Россия – крупный экспортер углеводородного сырья), осуществляющей с 1999 года. инфляционное таргетирование, среднее отклонение фактической инфляции от целевых значений за последние 15 лет составило всего лишь 0,6 процентного пункта.

Еще более ограниченными являются возможности для применения в России инструментария таргетирования ВВП. При сохранении высоких темпов инфляции монетарное и фискальное стимулирование ВВП оборачивается, в конечном счете, усугублением дисбалансов и финансовой нестабильности, что еще больше вовлекает экономику в стагфляционную спираль. Достаточно сказать, что за период с сентября 2013 по январь 2015 гг. валовый кредит Банка России кредитным организациям вырос с 3,4 до 9,9 млрд руб. Однако это не решило проблем восстановления экономического роста и сопровождалось усилением инфляции и резко возросшей нестабильностью курсовой динамики рубля.

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 « Проекте» прямо говорится: ***«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) Более того, предполагается наращивание 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.34-37), а не к прогнозным оценкам спроса на деньги.

Под этим углом зрения 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 игнорируется 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 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.

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.

Возросшая конфликтность целей денежно-кредитной политики и объективная необходимость реализации нестандартных мер при ее проведении предъявляет повышенные требования к транспарентности Банка России и публичности принимаемых решений. Необходимо закрепить наметившийся в последние годы прогресс в этом направлении с учетом лучшей мировой практики.

**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 2016 год и период 2017 и 2018 годов» рекомендует:**

1. Предложить Правительству и Банку России при подготовке окончательного варианта «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов» учесть вышеприведенные замечания и отразить в тексте документа, что при реализации денежно-кредитной политики в сложившихся геополитических и макроэкономических условиях приходится решать многофакторную оптимизационную задачу (снижение инфляции, сглаживание колебаний валютного курса и обеспечение финансовой стабильности).

2. С учетом этого рекомендовать Банку России при доработке «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов» в разделе «Цели и принципы денежно-кредитной политики» раскрыть содержание нестандартной модели денежно-кредитного регулирования и показать особенности ее реализации, в том числе под углом взаимосвязи денежно-кредитной и макропруденциальной политики в интересах формирования условий сбалансированного и устойчивого экономического роста.

3. В целях снижения девальвационных и инфляционных ожиданий Банку России рассмотреть целесообразность использования в качестве временной меры элементы таргетирования реального эффективного курса и внести соответствующие коррективы в операционную процедуру проводимой денежно-кредитной политики.

4. Правительству совместно с Банком России проработать вопрос о повышении ответственности за нарушение валютного контроля в рамках действующего законодательства без введения прямых валютных ограничений.

5. Целевые ориентиры по инфляции устанавливать в рамках доверительного интервала с разбивкой по кварталам. Отражать промежуточные результаты их выполнения в квартальных «Докладах о денежно-кредитной политике» с объяснением причин попадания или непопадания в установленный диапазон.

6. 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.

7. Заслушивать регулярные отчеты о выполнении публично объявленных целевых ориентиров по инфляции на профильном комитете Госдумы. Предусмотреть ответственность руководства Банка России за их выполнение.

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

9. Банку России в целях повышения эффективности процентного канала денежно-кредитной политики и усиления его прозрачности:

- 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).

10. Рекомендовать Банку России прекратить проведение с коммерческими банками убыточных депозитных операций постоянного действия.

11. 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 вопросов денежно-кредитной политики (не позднее чем через месяц после заседания);

- к раскрытию содержания экономико-математических моделей, используемых при принятии решений в области денежно-кредитной политики;

- к ежеквартальной публикации целевых ориентиров и сценарных прогнозов (в форме веерных диаграмм) основных макроэкономических агрегатов, включая показатели денежно-кредитной статистики;

- к налаживанию по примеру большинства центральных банков публикации на сайте Банка России результатов научно-исследовательских работ по денежно-кредитной политике и финансовому сектору в форме рабочих документов (Working Papers) и дискуссионных документов (Discussion Papers).