

Резолюция Совета по денежно-кредитной политике Ассоциации региональных банков России

**по итогам обсуждения денежно-кредитной политики на 2010 год и период
2011 и 2012 годов, прошедшего в Государственной Думе 15 октября 2009 г.**

1. Макроэкономические диспропорции в российской экономике и среднесрочные задачи денежно-кредитной политики

1.1. Стабилизация выпуска продукции, наблюдаемая в России последние несколько месяцев, практически полностью обеспечена благоприятными внешними факторами. Их доминирование создает определенные ограничения и угрозы будущему экономическому развитию. Угрозы состоят в экзогенности (нерегулируемости) стабилизирующих факторов. В частности, колебания международной конъюнктуры могут достаточно быстро изменить направление воздействия на отечественную экономику с позитивного на негативное. Ограничения состоят в постепенности и длительности восстановления глобальной экономики, что для России означает фактически период экономической стагнации или, в условиях низкой эффективности мер налогово-бюджетной политики, продолжения рецессии.

1.2. В текущих условиях Основные направления денежно-кредитной политики на период до 2012 года должны выступать в качестве **программного документа**, содержащего набор стабилизирующих и поддерживающих мероприятий, а также основные параметры пост-кризисного развития. В этом контексте существует несколько групп задач, подходы к решению которых должны быть отражены в Проекте:

- устранение **структурных диспропорций**, накопленных в период форсированного экономического роста в 2006-2008 гг.;
- создание **новых условий и конфигурации**, позволяющих выступать финансовой системе не ограничителем, а поддержкой и стимулом для экономического роста.

1.3. Текущий восстановительный рост российской экономики, обеспечиваемый благоприятными внешними условиями, не может быть поддержан банковским кредитованием. Политика «дорогих» денег, проводимая в первой половине 2009 г., привела к усугублению проблемы, состоящей в усилении разрыва в цене кредитных ресурсов, запрашиваемой нефинансовым сектором, с одной стороны, и предлагаемыми процентными ставками кредитными организациями, с другой стороны. Проблема состоит **в системном разрыве между спросом на кредиты и их предложением**. Системность проблемы определяется принципиальным разрывом между **возможностью** банковского сектора предоставлять финансовые ресурсы и **способностью** нефинансового сектора эффективно использовать и обслуживать их. Со стороны предложения стоимость кредитов зависит от цены привлеченных средств и высокими рисками заемщиков. Со стороны спроса на кредит выступают такие факторы, как низкая рентабельность, отрицательная динамика прибыли, падение совокупных доходов предприятий и населения.

1.4. Проблема системного разрыва между спросом на кредиты и их предложением **не может быть ликвидирована в короткие сроки**. Ее решение займет достаточно

длительное время - по оценкам членов Совета от шести месяцев до года. Конвергенция процентных ставок по спросу и предложению будет определяться как восстановлением экономики (повышением рентабельности и увеличением номинальных доходов), так и снижением инфляции, стабилизации курса рубля и ростом сбережений нефинансового сектора.

1.5. Период форсированного роста банковского сектора в 2006-2007 гг., когда совокупные активы возросли на 44% в год, закономерно обусловил **формирование структурных диспропорций** в финансовой сфере. Ключевыми из них, существенно затрудняющими проведение стабилизационных мероприятий, выступают:

- **значительный разрыв** между объемом банковских кредитов нефинансовому сектору и располагаемыми сбережениями предприятий и населения (так называемая «кредитная яма»);
- **сегментация** банковского сектора в сочетании с накопленными высокими рисками, порождающими вероятность возникновения кризиса ликвидности и банкротств отдельных банков.

1.6. Современный финансовый кризис усилил негативное воздействие структурных диспропорций как на банковский сектор и финансовые рынки, так и на реальный сектор. Более того, существуют все основания ожидать, что комплекс правительственных антикризисных мер может лишь **временно нивелировать их негативное воздействие сегодня и отложить решение на завтра**. Новая серия стабилизационных и восстановительных мер может оказаться существенно дороже и сложнее, а также выступить в качестве ограничений поступательного экономического развития.

1.7. Совет считает, что в условиях макроэкономической нестабильности управление банковским сектором как **единым целым** осуществляться не может. В случае ухудшения внешних условий, колебаний уровня ликвидности, валютного курса рубля, денежного предложения финансовые параметры каждой из групп банков будут меняться различно, вплоть до кризисных и дефолтных.

1.8. Влияние российского банковского сектора на экономический рост в последние три года принципиально возросло. Если в 2005 году вклад банковского кредитования в расширение совокупного спроса составлял 20%, то в 2006-2008 гг. – уже 34%. В условиях финансового кризиса поддержка внутреннего спроса (сегодня данная задача выдвигается в качестве ключевой) во многом будет определяться развитием банковского сектора. Представляется, что **среднесрочный прогноз** должен содержать мероприятия, нацеленные на решение следующих задач в финансовой сфере:

- меры по снижению инфляции, инфляционных и девальвационных ожиданий;
- сохранение стабильно функционирующего банковского сектора и финансовых рынков при любом сценарии развития внешней среды;
- максимальная концентрация усилий на устранении структурных диспропорций в финансовой сфере, возможно в ущерб темпам спада или роста экономики и банковского сектора;
- стимулирование сбережений населения и предприятий.

Решение перечисленных задач предполагает определенные параметры проводимой финансовой политики, различающихся в рамках предложенных властями отдельных сценариев. Однако важно, чтобы **данные параметры присутствовали в прогнозе**, что позволяет оценить направление и эффективность регулирующих воздействий, а также их последствия для национальной экономики в целом.

1.9. Среднесрочная денежно-кредитная и налогово-бюджетная политики должны учитывать уроки форсированного роста российской экономики в 2006-08 гг. Главный урок заключается в том, что такие понятия, как «увеличение валовых экономических показателей» и «качественный (устойчивый к внешним шокам и опирающийся на рост конкурентоспособности) рост экономики», **могут не совпадать**. По этой причине представляется достаточно реалистичной угроза того, что приоритет инвестиционного и инновационного роста может остаться лишь декларацией не только сейчас, но и после завершения кризиса. Совет считает такое развитие событий весьма вероятным, если сегодня не осуществлять аналитическую разработку и практическую реализацию стратегии на будущее.

2. Количественные ориентиры денежно-кредитной политики и денежная программа

2.1. Денежная программа Банка России на 2009 год и период 2010 и 2011 годов разработана исходя из предположения о росте чистых международных резервов как основном источнике увеличения денежной базы. Это фактически означает **отход от объявленной годом ранее политики Банка России**, в которой акцент переносится с внешних на внутренние источники монетизации.

2.2. Преобладание внешних источников формирования денежного предложения уменьшает возможность превращения процентных ставок в реально действующий механизм денежно-кредитной политики, что ранее планировалось Банком России. Меры, содержащиеся в проекте «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики», предполагают более активное участие Банка России на валютном рынке, что не соответствует ставящимся задачам по формированию условий для перехода к свободному плаванию курса рубля. Сохранение прежнего подхода консервирует экспортно-сырьевую ориентацию российской экономики, отход от которой ставится как важная системная задача. Кроме того, следует учитывать долгосрочные системные риски, возникающие вследствие опоры на внешнее фондирование банковского и нефинансового секторов в условиях международной финансовой нестабильности.

2.3. Совет считает важным осуществить постепенный перенос центра тяжести при формировании денежного предложения на **внутренние механизмы и рычаги** с учетом потребностей как реальной экономики, так и финансового сектора. Для этих целей могут комплексно использоваться механизмы рефинансирования, валового кредита банкам и бюджетные каналы монетизации.

3. Перспективы политики управления валютным курсом рубля

- 3.1. В предстоящий период Банк России предполагает завершить создание условий для применения режима инфляционного таргетирования и перехода к свободному плаванию курса рубля. Однако Совет полагает, что режим свободного плавания, необходимый для инфляционного таргетирования, **не является устойчивой политикой при текущем вкладе сырьевого экспорта в платежный баланс и федеральный бюджет**. При разных сценариях макроэкономического развития на период 2010-12 годов и прогноза платежного баланса денежные власти не смогут игнорировать колебания реального эффективного курса рубля, что предопределяет необходимость контроля за ним.
- 3.2. В краткосрочной перспективе Совет рекомендует сосредоточить внимание денежно-кредитного регулятора на выработке правил проведения **политики управляемого валютного курса** (без predetermined его динамики по методологии МВФ – «Managed floating with no pre-determined path for the exchange rate») на базе текущего правила («мягкого» плавающего коридора) или других. Необходимым условием перехода к свободному курсу является дефицит нефтяного бюджета (без учета трансфертов) не более 3% ВВП либо низкое сальдо несырьевых текущих операций. В условиях существенной зависимости счета текущих операций платежного баланса от сырьевого экспорта, доля которого составляет более 70% от экспорта товаров и услуг, проведение политики свободного плавания приведет к контрцикличности курса рубля и цен на нефть. Учитывая низкую долю несырьевого экспорта, а также невысокую эластичность импорта к курсу рубля (которую члены Совета оценивают не более 0,5), обменный курс будет более волатильным, чем цены на нефть даже в условиях стабильного счета операций с капиталом и финансовыми инструментами. Кроме того, операции валютных спекулянтов будут усиливать воздействие экспортных поступлений на курс, а не уравнивать их.
- 3.3. Для смягчения воздействия колебаний цены на нефть на обменный курс рубля Совет считает необходимым перевести все платежи в федеральный бюджет, связанные с внешней торговлей (в том числе налог на добычу полезных ископаемых и пошлины) **на иностранную валюту**. Эти меры отчасти приблизят режим управляемого плавления Банка России к политике квази-свободного плавления Банка Норвегии (когда часть валютной выручки «изымается» с валютного рынка и направляется в зарубежные инвестиции). Переход на платежи в иностранных валютах будет способствовать формированию рыночного курса рубля, меньше зависящего от сырьевого экспорта.
- 3.4. Члены Совета выражают убеждение в том, что реализовать **долгосрочную политику свободного курса рубля невозможно** до тех пор, пока не будут устранены структурные противоречия и дисбалансы, связанные с высокой долей сырьевого сектора в доходах федерального бюджета и его влияния на текущий счет платежного баланса. В противном случае, де-юре декларируя приверженность свободному плавлению, Банк России невольно будет вынужден де-факто предпочитать управляемое плавление с негласным целевым диапазоном.
- 3.5. В среднесрочной перспективе Совет считает **необходимым введение режима свободного плавления рубля**, подразумевающего вмешательство Банка России на

валютном рынке только для сглаживания колебаний обменного курса. Длительное сохранение текущего режима управляемого плавления консервирует экспортно-сырьевую ориентацию российской экономики. Ориентация денежно-кредитной политики на внешние задачи, в том числе поддержание стабильного обменного курса, не будет способствовать качественному и устойчивому к внешним шокам росту экономики. Кроме того, в долгосрочном периоде операционное таргетирование бивалютной корзины поощряет инфляцию и поддерживает высокие процентные ставки, что не позволяет нарастить потенциальный ВВП и диверсифицировать экономику.

- 3.6. Для перехода к плавающему курсу Совет считает возможным постепенный сдвиг Банка России к целеполаганию **нулевого несырьевого текущего счета платежного баланса** (то есть за вычетом воздействия на текущий счет «сверхвыручки» сырьевых отраслей¹). Это предполагает некоторое укрепление рубля до уровня, когда его обменный курс определяется не торговым балансом, а счетом операций с капиталом и финансовыми инструментами. Сокращение сальдо несырьевого текущего счета платежного баланса со временем приведет к отходу от денежной эмиссии через валютный канал. Вместо покупки иностранной валюты Банк России будет производить денежную эмиссию через валовой кредит банкам. Это увеличит чувствительность процентных ставок по банковским кредитам и курса рубля к процентной политике Банка России (ставке рефинансирования). В конечном счете, целеполагание нулевого счета будет способствовать росту независимости денежно-кредитной политике Банка России по отношению к внешним задачам.
- 3.7. В то же время Совет предостерегает против **избыточного укрепления и девальвации рубля**. Совет считает избыточной девальвацией рубля в условиях нетто-оттока капитала уровень курса рубля, при котором положительный текущий счет платежного баланса превышает уровень, необходимый для балансирования движения капитала. Избыточное укрепление представляется как достижение уровня курса рубля, при котором складывается отрицательное сальдо несырьевого счета текущих операций. В целом, состояние платежного баланса должно оказывать нейтральное влияние на международные резервы Банка России. Международные резервы должны сберегаться для стабилизации внезапного оттока капитала.
- 3.8. По предложению представителей Банка России, участвовавших в обсуждении, члены Совета произвели оценку максимально допустимого укрепления бивалютной корзины с точки зрения поддержания баланса внешних платежей (сальдо текущего счета должно покрывать нетто-отток капитала, что обеспечивает стабильность курса рубля). По расчетам членов Совета, **пороговый уровень укрепления** бивалютной корзины на конец 2010 г. оценивается в 25 рублей за корзину (при условии цены на нефть не менее \$70 за баррель, притока капитала +\$5 млрд., инфляции в 9% и обменном курсе в 1,5 USD/EUR). Это на

¹ Часть валютной выручки от экспорта, полученной за счет более высоких, чем некоторый «равновесный» уровень мировых цен на сырье. Банк России может в целях статистического учета устанавливать и публиковать «равновесный» уровень мировых цен на сырье (воспользовавшись методологией базовой инфляции в части выявления долгосрочной устойчивой тенденции) или, как минимум, использовать цену «отсечения» на нефть, рассчитываемую в целях налогово-бюджетной политики.

один рубль меньше текущей нижней границы коридора допустимых значений стоимости бивалютной корзины. При реализации оптимистичного сценария (где ключевыми параметрами являются \$80 за баррель и приток капитала +\$35 млрд.) предельный уровень укрепления рубля составляет 24 рубля за бивалютную корзину. При сохранении неблагоприятных условий (\$50 за баррель нефти и отток капитала минус \$50 млрд.) безопасное значение бивалютной корзины не может быть ниже 33 рублей (при текущем значении 36 рублей на октябрь 2009 г.).

4. Предотвращение избыточного притока краткосрочного капитала, укрепления рубля и инфляционного давления

4.1. Совет полагает, что в предстоящие годы высока вероятность **массивного притока иностранного капитала** на внутренний рынок, следствием чему будет риск избыточного укрепления рубля, быстрого расширения денежного предложения и роста инфляции. По свидетельствам МВФ, развивающиеся и формирующиеся экономики в период экономического бума 2000-07 гг. **успешно применяли контроль над движением международного капитала** для предотвращения перегрева экономики и смягчения инфляционного давления. Из-за слабого трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, издержек стерилизации и негативных эффектов, производимых высокими процентными ставками, национальные власти предпочитали вводить различные формы ограничений на приток иностранного капитала. В частности, активно применялись обязательные резервные требования по внешним обязательствам перед нерезидентами (Хорватия, Сербия, Украина, Колумбия, Перу, Уругвай), а также ограничения на кредитный портфель (Китай, Болгария, Хорватия). Контроль над движением капитала позволял сдерживать перегрев финансового сектора, приток краткосрочного капитала и кредитный бум.

4.2. Для противодействия негативным последствиям притока капитала Совет считает необходимым введение для кредитных организаций **дифференцированных обязательных резервов** в разбивке по категории резидент/нерезидент. По любым долговым обязательствам перед нерезидентами сроком до трех лет должны быть установлены высокие нормы резервирования, препятствующие чрезмерному накоплению краткосрочного внешнего долга.

4.3. В связи с введением полной конвертируемости рубля валютные ограничения не могут распространяться на нефинансовый сектор. Однако меры по предотвращению притока капитала и избыточному укреплению рубля могут реализовываться посредством налогово-бюджетной политики. Совет считает необходимым введение **регрессивного налога на внешние кредиты и займы для корпораций** (в размере 15% до года, 10% до 3 лет, 5% до 5 лет, 0% свыше). Налоговые отчисления должны поступать не в федеральный бюджет (что может привести к сохранению высоких темпов роста денежного предложения и инфляционному давлению), а в Фонд национального благосостояния. Кроме того, целесообразно ввести налогообложение доходов нерезидентов от прироста курсов акций российских предприятий. Налоговая ставка должна определяться в зависимости от срока инвестиций в российские активы. Для устранения арбитража между банковским и

нефинансовым сектором потребуется унификация параметров обязательных резервов и налогообложения нефинансового сектора.

5. Процентная политика Банка России

5.1. Реализация политики управления процентными ставками требует перехода к более свободному плаванию обменного курса рубля, чтобы снизить влияние валютных интервенций Банка России на денежное предложение и процентные ставки. Основным негативным последствием перехода на управление денежным рынком посредством процентных ставок является укрепление реального курса рубля, ведущее к снижению ценовой конкурентоспособности российских экспортеров. При этом негативные последствия (укрепление рубля) станут проявляться сразу после начала реализации такой политики, а позитивные (снижение процентных ставок) смогут проявиться существенно позднее. Трудности реализации политики управления процентными ставками связаны с необходимостью для Банка России принимать на себя значительный объем кредитных рисков, связанный с расширением валового кредита, и оперативным управлением ставками межбанковского рынка. Представляется, что в текущих условиях **дилемма между управляемым курсом рубля и процентными ставками** разрешается в пользу политики, направленной на предотвращение укрепления избыточного курса рубля. Предпосылки для перехода к политике управления процентными ставками возникнут только для после выхода экономики на устойчивую траекторию роста, то есть предположительно в перспективе ближайших двух лет.

5.2. Для модернизации процентной политики Банка России и приведения ее в соответствие с международными нормами Совет рекомендует:

- обнародовать график встреч Комитета по денежно-кредитной политике и Совета директоров Банка России по теме рефинансирования и ключевым вопросам денежно-кредитной политики;
- публиковать результаты внутренних обсуждений (стенограмм и протоколов с задержкой во времени от месяца до квартала);
- расширить открытые комментарии для обоснования процентной политики (развернутые пресс-релизы с обоснованием причин, количественной оценкой последствий и рисков);
- принимать решения в области процентной политики чаще и изменять процентную ставку на меньшую величину в периоды, рынок переживает финансовую нестабильность;
- принять комплекс мер по улучшению сбора и качества макроэкономической и финансовой статистики для своевременного принятия решений вплоть до целевого финансирования программы развития статистики за счет бюджета Банка России;
- раскрывать макроэконометрические модели, используемые Банком России при принятии решений в области денежно-кредитной политики.

5.3. Совет считает необходимым обнародовать **публичные официальные прогнозы ставки рефинансирования и базовой инфляции** в форме вероятностных распределений (веерных диаграмм). Раскрывая прогноз ставки рефинансирования и базовой инфляции, регулятор тем самым будет способен воздействовать на ожидания будущих процентных

ставок, инвестиционное проведение корпораций и потребление домохозяйств. Формируя текущую конъюнктуру денежного рынка и ожидания, центральный банк сможет управлять долгосрочными ожиданиями и процентными ставками. Кроме того, публичный прогноз делает денежно-кредитную политику более ответственной.

5.4. Принимая во внимание достижение целевого ориентира по инфляции, стабильной курс рубля и неустойчивый экономический рост, Совет считает, что в краткосрочной перспективе ставка рефинансирования может быть снижена до уровня в 6,3-7,7%. В долгосрочной перспективе при планомерном снижении инфляции до среднемирового уровня среди развивающихся стран (около 4%) ставка рефинансирования может быть опущена до уровня, позволяющего развиваться отраслям и секторам с низкой добавленной стоимостью. По оценкам членов Совета, долгосрочные кредитные процентные ставки должны быть не более 5-7%, что обеспечит диверсификацию отечественной экономики, а также сформирует условия для сбалансированного устойчивого роста.

5.5. В последние годы проекты «Основных направления единой государственной денежно-кредитной политики» содержат очень расплывчатое определение того, что Банк России понимает под созданием «условий для применения режима инфляционного таргетирования». Совет рекомендует Банку России обнародовать **более четкий план (программу)** по переходу к активному использованию процентного канала и канала внутреннего кредитования трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики для таргетирования инфляции.

6. Банковский надзор и разрешение текущих проблем банковского сектора

6.1. Текущей главной проблемой российского банковского сектора выступают проблемные активы. Эта тема почти не затрагивается в планах Банка России на период до 2012 года. Совет считает необходимым формирование механизмов, призванных решать задачи по смягчению давления проблемных активов на банковский и нефинансовый сектора, которые способны, как минимум, дать следующие эффекты:

- снизить кредитные риски;
- разблокировать «тромбы» между банковским сектором и его заемщиками;
- создать предпосылки для улучшения рентабельности и платежеспособности корпоративных заемщиков.

6.2. Совет рекомендует использовать весь набор возможных **инструментов для работы с проблемными активами**:

- стимулирование управления просроченными долгами под эгидой инвестиционных компаний и фондов с обязательным привлечением стратегических инвесторов (крупные промышленные группы и нефинансовые компании) по отраслевому принципу;
- поощрение списания безнадежной задолженности (в случае бесперспективности бизнеса заемщиков) и предотвращение списания задолженности, которая может быть возвращена в среднесрочной перспективе;
- внедрение государственной системы страхования кредитов для малого и среднего бизнеса.

Внедрение системы эффективного мониторинга просроченных банковских кредитов:

- переход на методологию, близкую к западному «NPL» - non-performing loans (а не просроченной задолженности по отечественным стандартам) по всей банковской системе; раскрытие информации (со стороны Банка России) о резервировании под разные типы продуктов, в т.ч. классифицировав их по уровню риска;
- улучшение системы отраслевого мониторинга кредитных рисков со стороны Банка России (в том числе отдельно по ВЭБу);
- проведение оценки забалансовых кредитных рисков (где используются разные схемы с привлечением аффилированных структур).

Оценка и страхование залогов по корпоративным кредитам:

- создание системы мониторинга (в т.ч. на государственном уровне) аудита качества и ликвидности корпоративных залогов;
- формирование государственного механизма страхования стоимости определенных типов ликвидных залогов, которые минимизировали бы риски резких ценовых колебаний на данные виды активов (особенно в условиях дефляции залогов).

Управление рисками на рынке ценных бумаг:

- проведение мониторинга рисков муниципальных и корпоративных облигаций, чтобы передавать их в управление наряду с «плохими» кредитами;
- более эффективное регулирование и страхование рисков банковских инвестиций в ценные бумаги: резервы, переоценка, нормативы, рейтинги и т.п.

Заключение: принципы денежно-кредитной политики в период смены фазы экономического цикла

Совет считает необходимым переход от *ad hoc* разработки денежно-кредитной политики (т.е. анализа и разработки мер исходя из текущих макроэкономических условий) к разработке мер денежно-кредитной политики при *качественно различных значениях* сальдо текущих операций и счета операций с капиталом и финансовыми инструментами, источников их дисбалансов и фазы экономического цикла. В зависимости от сочетания макроэкономических и финансовых условий денежно-кредитная политика должна различаться, что в настоящее время из проекта политики на 2010 год и период 2011 и 2012 годов не следует. Банку России необходимо развивать полноценный сценарный подход, учитывающий стресс-сценарии как положительного, так и отрицательного характера. Во-первых, это даст экономическим агентам представление о вероятных действиях органа денежно-кредитного регулирования в различных экономических условиях. Во-вторых, комплексный подход позволит выявить желаемое сочетание макроэкономических и финансовых условий, благоприятствующих достижению установленных целевых ориентиров политики и реализации выбранного режима таргетирования. Кроме того, сценарный подход позволит в рамках денежно-кредитной политики перейти от решения текущих проблем (предотвращение избыточного укрепления рубля, экономическое восстановление, сохранение стабильности банковской системы и др.) к долгосрочным целям в плане снижения инфляции, свободного плавания рубля и устойчивого сбалансированного экономического роста.