Маским ОРЕШКИН,
руководитель аналитического департамента по России и СНГ в управлении по операциям на российских финансовых рынках, «КРЕДИ АГРИКОЛЬ КИБ» ЗАО

В большинстве современных экономик денежный рынок является фундаментом финансовой системы. Именно здесь регуляторы управляют процентными ставками, которые затем распространяются на всю остальную экономику, именно здесь находят ресурсы фонды, обеспечивающие ликвидностью мировые финансовые рынки. Такой своей ролью денежный рынок обязан кардинальному изменению в характере монетарной политики в сторону инфляционного таргетирования, произошедшему в 90-е годы. Вслед за Новой Зеландией, ставшей в 1990 году пионером в этом вопросе, данную политику взяли на вооружение многочисленные развитые и развивающиеся страны, и за последние 20 лет она завоевала бесспорную популярность. Россия в последние годы активно движется в сторону инфляционного таргетирования, что, как и во всем мире, способствует росту важности денежного рынка для финансовой системы.

Цель оправдывает средства

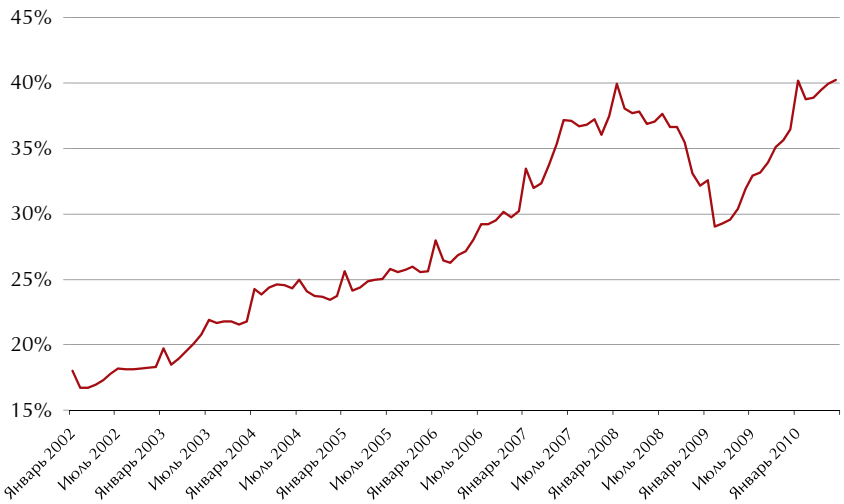
Основным инструментом, используемым регуляторами по всему миру и позволяющим достигать поставленных инфляционных целей, в настоящее время является управление краткосрочными процентными ставками денежного рынка. События на нем находят отражение и в общей экономической динамике через так называемый трансмиссионный механизм монетарной политики. В результате определенных мер центральных банков (обычно это операции на открытом рынке) краткосрочные ставки рынка МБК достигают своего целевого значения. Затем влияние политики регулятора распространяется на рынок публичных долговых инструментов, а после и на рынок банковских кредитов. Изменение реальных процентных ставок в экономике непосредственно воздействует на динамику кредитования и денежных агрегатов, а следовательно, и на инфляционные тенденции. Не стоит, впрочем, забывать о том, что значительную роль играет динамика инфляционных ожиданий и ожиданий дальнейших действий регулятора, на базе которых и формируются долгосрочные процентные ставки в экономике.

Банк России вслед за приходом Сергея Игнатьева на пост председателя Банка России пришел к выводу о необходимости трансформации монетарной политики в России и уже в 2005 году явно озвучил цель перехода к политике инфляционного таргетирования. Однако окончательно эта цель в настоящий момент не достигнута.

В той ситуации, которая складывалась на внутреннем финансовом рынке до кризиса 2008–2009 гг., возможность управления краткосрочными процентными ставками на денежном рынке со стороны регулятора была крайне ограничена. Отсутствие свободно плавающего курса рубля и ограничений на движение трансграничного капитала сделали независимую монетарную политику Банка России невозможной. Уровень процентных ставок на внутреннем рынке складывался исходя из факторов, слабо контролируемых Банком России: с одной

Рисунок 1

Уровень монетизации российской экономики, % ВВП



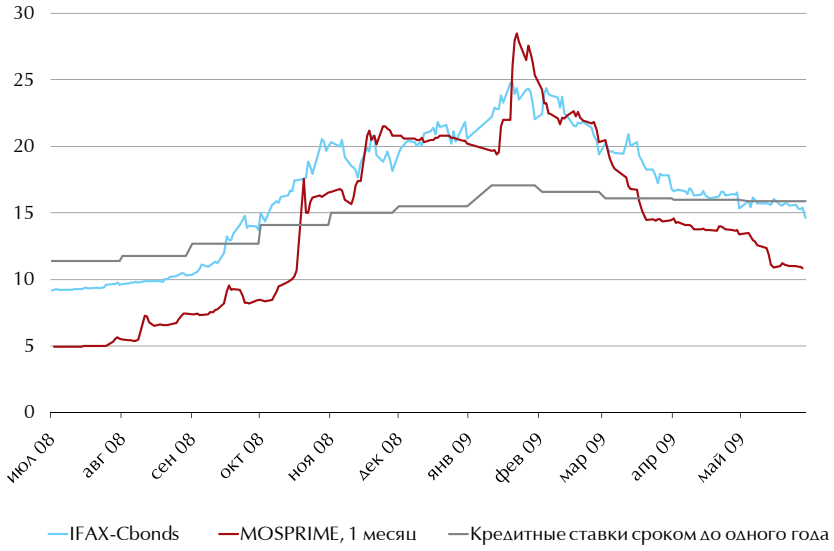
Источники: Банк России, ФСГС

стороны, обьемов рублевых интервенций регулятора на валютном рынке (в условиях де-факто фиксированного валютного курса он определялся в основном динамикой цен на сырьевые товары), а также размера бюджетного профицита, выступавшего главным инструментом стерилизации избыточной рублевой ликвидности.

Но стоит отметить, что влияние краткосрочных процентных ставок и ситуации на денежном рынке на экономическую динамику вряд ли могло быть значимым вплоть до периода 2007–2008 гг. Только к этому времени мы стали свидетелями значительного роста кредитного мультипликатора, монетизации российской экономики и, как следствие, роста важности монетарной политики для развития экономики в целом.

Однако глубокий кризис на внутреннем финансовом рынке, начавшийся в 2008 году, продемонстрировал неэффективность сложившейся на тот момент системы. Закрытие международных финансовых рынков, резкий рост потребности в приобретении иностранной валюты (для выравнивания глубоко дефицитной инвестиционной позиции российской банковской системы и компаний), а также схлопывание межбанковского кредитного рынка привели к глубочайшему кризису ликвидности. Политика «плавной» девальвации (в комбинации с выдачей беззалоговых кредитов, направленной на сохранение банковской системы и предотвращение массовых банковских банкротств) способствовала резкому росту стоимости ресурсов на денежном рынке (ставки MOSPRIME o/n достигали в максимуме 25% годовых). Эта шоковая волна через трансмиссионный механизм потом нашла отражение и на долговом, и на кредитном рынках.

Экономика, уже привыкшая жить по новым правилам, испытала глубочайший шок. Резкая остановка роста кредита в экономике и последовавшее сокращение кредитных портфелей банков и стало основной причиной чрезвычайной глубины российского экономического кризиса. Более 6% падения ВВП РФ в 2009 году из 7.9% пришлось на изменение уровня запасов в экономике и было вызвано резким ростом стоимости оборотного капитала для предприятий, а сокращение обьемов розничного кредитования (на фоне ужесточения условий кредитования со стороны банковской системы) явилось одной из причин сжатия потребительского спроса.



Источники: НВА, Cbonds, Банк России

Рисунок 2

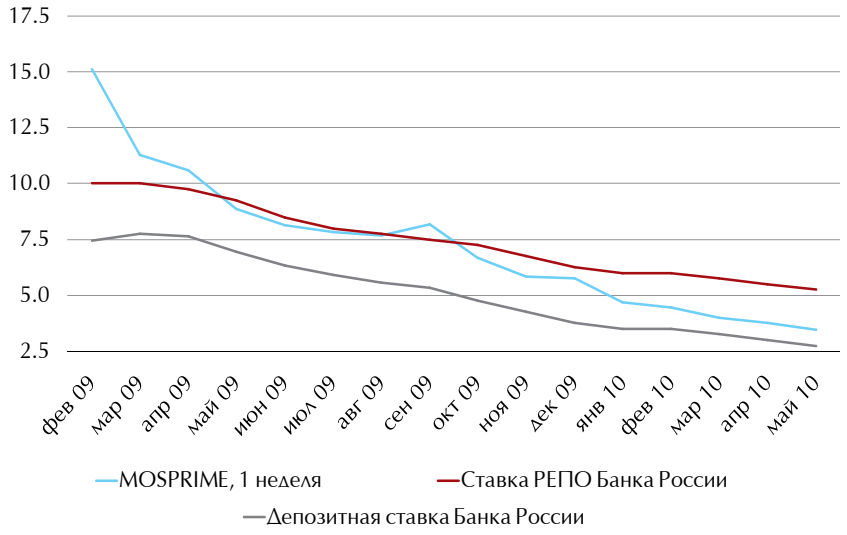
Распространение кризисной волны с денежного рынка на облигационный и кредитный рынки

Одним из положительных результатов кризиса 2008–2009 гг. стало значительное усиление роли денежного рынка для российской финансовой системы. Банк России ускорил движение в направлении политики инфляционного таргетирования, допустив больше свободы в изменении валютного курса рубля и тем самым повысив его непредсказуемость. Формирование избыточных резервов в банковской системе позволило регулятору установить прочный контроль над краткосрочными процентными ставками на денежном рынке через механизм депозитных операций.

Повышению важности процентной политики Банка России и денежного рынка с точки зрения влияния на общеэкономическую динамику также способствовал рост обьемов первичных размещений на облигационном рынке на фоне увеличения доли активов банковской системы, размещенных в рублевых публичных долговых инструментах, после кризиса. В структуре инвесторов на долговом рынке доминируют банки, при этом они зачастую (в особенности это касается мелких и средних банков) используют денежный рынок для фондирования своих позиций (на фоне рекордного наклона кривой доходности рублевого рынка).

К настоящему моменту на денежном рынке сложилась такая система, в рамках которой управление ставками со стороны регулятора происходит посредством механизма, который можно назвать процентным коридором. Ключевыми ставками в рамках данной схемы являются депозитные ставки (определяют ситуацию на денежном рынке в случае избытка ликвидности в финансовой системе) и ставки по операциям прямого

ОДНИМ ИЗ ПОЛОЖИТЕЛЬНЫХ РЕЗУЛЬТАТОВ КРИЗИСА 2008–2009 ГГ. СТАЛО ЗНАЧИТЕЛЬНОЕ УСИЛЕНИЕ РОЛИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА ДЛЯ РОССИЙСКОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ. БАНК РОССИИ УСКОРИЛ ДВИЖЕНИЕ В НАПРАВЛЕНИИ ПОЛИТИКИ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ, ДОПУСТИВ БОЛЬШЕ СВОБОДЫ В ИЗМЕНЕНИИ ВАЛЮТНОГО КУРСА РУБЛЯ И ТЕМ САМЫМ ПОВЫСИВ ЕГО НЕПРЕДСКАЗУЕМОСТЬ



Источники: НВА, Банк России

Рисунок 3

Процентный коридор и ставки денежного рынка, % годовых

РЕПО (определяют ситуацию на денежном рынке в случае недостатка ликвидности в финансовой системе).

Учитывая, что денежный рынок является той частью финансовой системы, через которую регулятор претворяет в жизнь свою монетарную политику, дальнейшие шаги Банка России будут определяющими для развития денежного рынка. Во второй половине июня Алексей Улюкаев — заместитель председателя Банка России — дал обширное интервью, посвященное настоящему и будущему монетарной и валютной политик Банка России. Продолжение плавного перехода к инфляционному таргетированию будет приводить к:

· **Росту ликвидности и количества инструментов денежного рынка и рынка производных финансовых инструментов.** Алексей Улюкаев в своем интервью отметил, что одним из факторов, затрудняющих введение инфляционного таргетирования в России, является недостаточный уровень развития финансовый системы, не позволяющий участникам рынка (как финансовым, так и нефинансовым) полноценно хеджировать свои процентные и валютные риски. На этом фоне в ближайшие годы мы будем наблюдать (и уже наблюдаем в настоящий момент) дальнейший рост важности инструментов денежного рынка, который будет сопровождаться взрывным ростом рынка производных финансовых инструментов, позволяющих хеджировать валютные и процентные риски. Рост ликвидности будет способствовать снижению неэффективности рынков, что, в конечном счете, приведет к более эффективной аллокации ресурсов в экономике.

· **Дальнейшему снижению краткосрочной волатильности ставок денежного рынка.** Широкий спред между кредитными и депозитными ставками несет в себе потенциальную угрозу повышенной волатильности ставок денежного рынка в рамках процентного коридора. Текущая ситуация не позволяет Банку России однозначно определять ситуацию на денежном рынке и приводит к повышенной неопределенности процентной политики регулятора. Выход из данной ситуации, по мнению Улюкаева, состоит в сужении процентного коридора.

· **Изменению механизма влияния Банка России на краткосрочные ставки денежного рынка.** Очевидно, что конечной целью регулятора являются переход к политике нулевых депозитных ставок и управление краткосрочными ставками денежного рынка через операции на открытом рынке и механизмы рефинансирования. Стоит отметить, что данная цель трудновыполнима в ближайшие годы, так как она потребует значительного роста координации политики Банка России и снижения влияния операций Минфина России на динамику ликвидности финансовой системы и монетарную политику в целом. Эта цель также потребует значительного роста обьема рынка внутреннего госдолга.

Стоит также упомянуть еще один фактор, который окажет влияние на развитие денежного рынка и рост популярности операций хеджирования. После долгого периода дезинфляции России еще ни разу не удавалось переживать полноценного периода управляемого роста краткосрочных ставок денежного рынка: сначала этому мешала неразвитость российской финансовой системы, а затем, в 2007–2008 гг., когда казалось, что этот процесс начался, в ситуацию вмешался мировой финансовый кризис, полностью дестабилизировавший обстановку.

В ближайшие годы российской экономике предстоит пережить полноценный цикл роста процентных ставок и впервые столкнуться с инвертированной кривой процентных ставок, сложившейся в стабильной экономической ситуации, а не в условиях финансово-экономического стресса. Все это будет способствовать дальнейшему развитию инструментов денежного рынка, а также производных инструментов, позволяющих участникам рынка хеджировать свои риски. На этом фоне денежный рынок будет все сильнее укрепляться в роли фундамента российской финансовой системы, а его состояние будет ключевым для оценки дальнейших перспектив развития экономики.

«В БЛИЖАЙШИЕ ГОДЫ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ ПРЕДСТОИТ ПЕРЕЖИТЬ ПОЛНОЦЕННЫЙ ЦИКЛ РОСТА ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК И ВПЕРВЫЕ СТОЛКНУТЬСЯ С ИНВЕРТИРОВАННОЙ КРИВОЙ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК, СЛОЖИВШЕЙСЯ В СТАБИЛЬНОЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ, А НЕ В УСЛОВИЯХ ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО СТРЕССА»

400+ УЧАСТНИКОВ ЕЖЕГОДНО!

ВСЕМ ЧИТАТЕЛЯМ СКИДКА 10%*!
При регистрации укажите код BR16CBNAD

САММИТ ФИНАНСОВЫХ ДИРЕКТОРОВ РОССИИ

CFO

THE RUSSIAN CFO SUMMIT

Adam Smith CONFERENCES

7-ая ежегодная конференция Института Адама Смита

САММИТ ФИНАНСОВЫХ ДИРЕКТОРОВ РОССИИ

ГЛАВНАЯ ВСТРЕЧА ВЕДУЩИХ ФИНАНСОВЫХ РУКОВОДИТЕЛЕЙ В РОССИИ

Основной саммит – 26 – 28 октября 2010 г.

Углубленный семинар «Управление рисками казначейства для финансовых директоров» – 25 октября 2010 г.

Мариотт Гранд Отель, Москва

50+ ДОКЛАДЧИКОВ, ВКЛЮЧАЯ:

Дмитрий Анисимов
Заместитель генерального директора по финансам
Почта России

Шамиль Курмашов
Заместитель генерального директора по финансам и инвестициям
Аэрофлот

Олег Лобанов
Вице-президент по финансам и экономике
АВТОВАЗ

Алексей Куличенко
Заместитель генерального директора по финансам и экономике
Северсталь

Андрей Ильин
Директор по финансам и экономике
ЕвроХим

Сара Кейлаарс
Вице-президент по финансам
Shell E&P Russia

Владимир Преображенский
Главный финансовый директор
СУЭК

Дэвид Эггерс
Заместитель генерального директора по экономике и финансам
Лаборатория Касперского

Дмитрий Мильштейн
Финансовый директор
Евросеть

Наталья Горбунова
Финансовый директор
Группа компаний «Русское море»

Александр Лукин
Директор Финансового департамента
Базовый Элемент

Александр Лагутин
Первый заместитель Председателя Правления по финансам
MIRAX GROUP

ОСОБЕННОСТИ САММИТА 2010

- **Гостевую экономическую лекцию 2010 прочтет Сергей Гуриев**, Ректор, **Российская экономическая школа**
- **Гала вечер с награждением лучших финансовых директоров 2010**
- **Отраслевые дискуссии за круглым столом**
- **50+ уникальных примеров корпоративной практики**
- **Интерактивная дискуссия CFO**

PREMIER SPONSOR: KPMG

LEAD SPONSORS: Nordea, SAP

SPONSORS: HSBC The world's local bank, BearingPoint Management & Technology Consultants, RBS The Royal Bank of Scotland, Cisco Capital, Raiffeisen BANK, ING, ФИНЭКСПЕРТИЗА АУДИТОРСКО-КОНСАЛТИНГОВАЯ ГРУППА

EXHIBITORS: Связь Банк, 1С-Рарус

LEAD PUBLICATION: Финанс Business Magazine

ANALYTICAL INFORMATION PARTNER: FINMARKET.RU группа интерфакс

PROFESSIONAL ASSOCIATION OF THE SUMMIT: ACCA

INFORMATION PARTNERS: InvestFunds группа Cbonds, Financial Cbonds Information, Cbonds review, CFO RUSSIA, ALT INVEST cfin.ru, Harvard Business Review, bne businessneweurope, Templeton Thorf, Аналитический банковский журнал, РЦБ Рынок ценных бумаг

*скидка не действительна для лиц, уже зарегистрировавших своё участие в конференции и/или семинарах. Любая из скидок предоставляется только на момент регистрации и не может быть совмещена с другими предложениями по скидкам. Все скидки подлежат дополнительному рассмотрению при регистрации.

Tel. +44 (0)20 7017 7444 | cfo@adamsmithconferences.com | Fax +44 (0)20 7017 7447 | www.cfosummit-russia.com