

Специальный комментарий

Ликвидность и процентные ставки: равновесие в макроэкономической гиперплоскости

- ① В первой половине января напряжение на денежном рынке было минимальным за последние полгода, однако подобная ситуация, видимо, противоречит целевым установкам монетарных властей. К концу месяца чистая ликвидная позиция стабилизировалась вблизи отметки -RUB0.4 трлн. Ключевым вопросом для рынка является: будет ли регулятор осуществлять дальнейшие чистые изъятия денег из системы с целью достижения годового уровня инфляции в 6%?
- ① Банк России таргетирует инфляцию, воздействуя на отдельные компоненты денежной массы, которая обратно взаимосвязана с темпами прироста чистой ликвидной позиции через денежный мультипликатор. Механизм формирования денежной массы в стране остается неизменным со времен господства «кудриномики»: рублевая ликвидность в стране создается на основе притока экспортной валютной выручки и иностранных инвестиций.
- ① С сентября 2011 г. ЦБ выстраивал свою тактику таким образом, чтобы избыточная ликвидность стерилизовалась приростом его совокупных обязательств. Проведенный нами анализ взаимосвязей инфляции и параметров монетарной политики показал, что в интересах инфляционного таргетирования регулятору недостаточно руководствоваться только процентными ставками и лимитами по операциям.
- ① Валютные интервенции могут крайне неоднозначно сказаться на состоянии чистой ликвидной позиции. Существует достаточно узкая полоса валютных интервенций (от -USD1.3 млрд. до +USD0.7 млрд. в месяц), которой соответствует единственное равновесие денежного рынка. Чистая ликвидная позиция при этом заключена в интервале +RUB0.4–0.5 трлн.
- ① На основе специальной макроэконометрической модели мы рассчитали, что оптимальный диапазон чистой ликвидной позиции, который способствует умеренной волатильности денежного рынка, но при этом позволяет удержать инфляцию в пределах таргетируемого уровня в 7% (ориентир ЦБ в 2011 г.) заключен в пределах интервала RUB0.13–0.29 млрд.

Иван Синельников
+7 495 786-35-36
ivan.sinelnikov@trust.ru

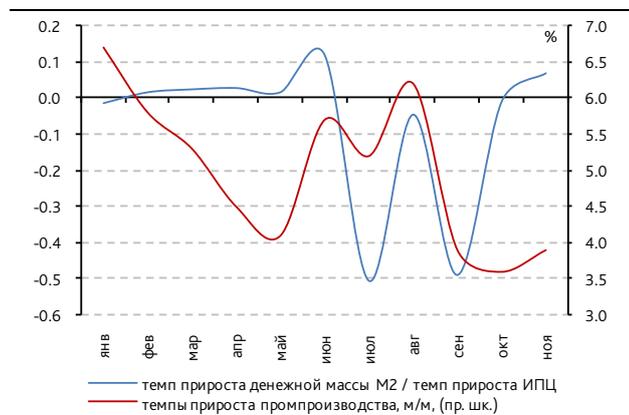
ЧИСТАЯ ЛИКВИДНАЯ ПОЗИЦИЯ И ИНФЛЯЦИЯ: ГДЕ СВЯЗЬ?

Январь 2012 г. оказался для денежного рынка достаточно проблематичным месяцем, хотя в первые две недели большинство участников не испытывали проблем с ликвидностью. С 11 по 16 января чистая ликвидная позиция впервые за три месяца вышла в положительную область. Отметим, что чистая ликвидная позиция рассчитывается как разница между суммой ликвидных активов (корсчета, депозиты в ЦБ, ОБР) и общей величиной обязательств банков перед ЦБ (более подробно о методике расчета см. [«Ликвидность в ЗК 2011: риски – в деталях»](#) от 03.08.2011 г.).

В начале 2012 г. все еще сказывался эффект бюджетных расходов, которые активно исполнялись в конце прошлого года. При этом денежно-кредитные и фискальные власти в течение всего месяца производили чистое изъятие ликвидности из системы с целью стабилизации общего объема денежных средств банковского сектора и минимизации инфляционных рисков. Ситуация, при которой основным каналом трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики являются количественные ограничения по операциям ЦБ, а не ключевые процентные ставки, достаточно типична для развивающихся стран.

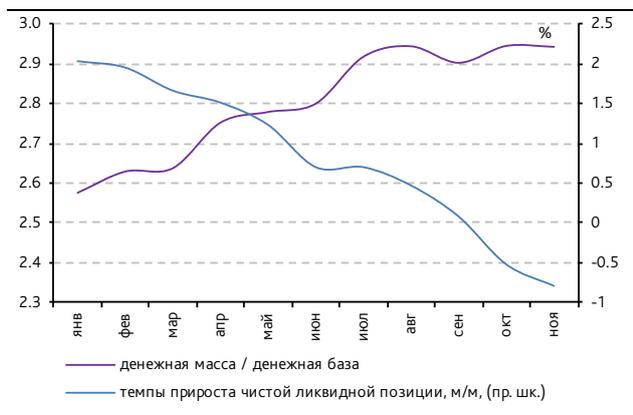
Исходя из тех позиций, что Банк России придерживается на данном этапе тактики гибкого инфляционного таргетирования (при приоритете целей по инфляции), мы поставили задачу моделирования оптимального уровня чистой ликвидной позиции, при котором ставки денежного рынка не испытывают высокой волатильности, и в то же время инфляционные риски приемлемы с точки зрения годового ориентира. Тезис о том, что чистая ликвидная позиция может выступать в качестве передаточного механизма импульсов от монетарных властей реальному сектору, подтверждается следующими фактами. В теории известно, что при формировании монетарной программы ЦБ устанавливает объем предложения, который уравнивает денежный и товарный рынки. Но в действительности такой строгой зависимости не наблюдается. Однако мы эмпирически установили, что фактическая динамика отношения темпов прироста денежной массы и цен хорошо аппроксимирует поворотные точки в динамике промышленного производства (см. диаграмму 1).

ДИАГРАММА 1. ВЗАИМОСВЯЗЬ ДИНАМИКИ ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ С ПОКАЗАТЕЛЯМИ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА, 2011



Источник: ЦБ РФ, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. ВЗАИМОСВЯЗЬ ЧИСТОЙ ЛИКВИДНОЙ ПОЗИЦИИ И ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ, 2011



Источник: ЦБ РФ, НБ «Траст»

Чистая ликвидная позиция и денежная масса также не находятся в прямой зависимости друг от друга, более того, в течение всего 2011 г. они были подвержены совершенно разным тенденциям. Тем не менее связь между ними существует. Она опосредована динамикой денежного мультипликатора (см. диаграмму 2), который отрицательно коррелирует с темпами изменения чистой ликвидной позиции. Следовательно, Банк России, воздействуя на отдельные компоненты денежной массы (прежде всего денежную базу) и прирост чистой ликвидной позиции (посредством количественных параметров по ключевым операциям ЦБ), имеет в распоряжении эффективный инструмент инфляционного таргетирования и стимулирования промпроизводства.

ДЕЙСТВУЮЩИЙ МЕХАНИЗМ ФОРМИРОВАНИЯ ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ: НЕ ВСЕ КАК У ЛЮДЕЙ

Вопрос дефицита ликвидности, остро вставший во 2П 2011 г., продолжает сохранять свою актуальность и по сей день. В прошлом году произошел разворот тенденции роста денежной массы (в т.ч. и денежной базы в широком определении). Несмотря на значительный приток денежных средств на счета банков в конце 2011 г., обусловленный как возросшими госрасходами, так и высокими экспортными доходами, многие продолжают сомневаться в достаточности денег в российской экономике. Риски ликвидности действительно имеют большое значение для национальной банковской системы, особенно в связи с изменением подходов денежно-кредитных властей к инфляционному таргетированию. Оценивая данные риски, необходимо прежде всего понимать механизм формирования денежной массы в стране. Существует мнение, что денежный рынок России сильно зависит от внешнеэкономических факторов и эта связь со временем только усиливается. В рамках данного подхода можно выделить две противоположно направленные тенденции.

С одной стороны, в 2009–2010 гг. в динамике накопления внешнего долга частных корпораций наступил короткий перерыв. Но уже к началу 2011 г. экономика вновь стала стремиться к докризисным показателям в части внешнего долга. Налицо некоторые структурные изменения (см. диаграммы 3 и 4), которые, возможно, будут способствовать «смягчению» последствий для России в случае внезапного внешнего негативного шока.

ДИАГРАММА 3. ДИНАМИКА ВНЕШНЕГО ДОЛГА БАНКОВСКОГО СЕКТОРА, 2006–2011



Источник: ЦБ РФ, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 4. ДИНАМИКА ВНЕШНЕГО ДОЛГА НЕФИНАНСОВЫХ КОРПОРАЦИЙ, 2006–2011



Источник: ЦБ РФ, НБ «Траст»

Доля краткосрочных инвестиций и кредитов в структуре внешнего долга банковского сектора сократилась с 30% в 2008 г. до 27% в 2011 г. В течение 2009 г. эта цифра опускалась ниже 20%, однако по мере восстановления экономики банковский сектор всячески пытался «реставрировать докризисную архитектуру». Более заметные сдвиги произошли в секторе нефинансовых корпораций, где краткосрочный внешний долг за три года снизился практически вдвое (с 15% до 8%).

ДИАГРАММА 5. ЗАВИСИМОСТЬ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ M2 ОТ ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИХ ФАКТОРОВ, 2010–2011



Источник: ЦБ РФ, НБ «Траст»

С другой стороны, механизм формирования денежной массы в стране остается прежним еще с тех пор, когда была спроектирована т.н. «кудриномика». Рублевая ликвидность в стране создается на основе притока экспортной валютной выручки и иностранных инвестиций. Перспективы роста добавленной стоимости, производимой внутри страны для удовлетворения внутренних потребностей, фактически в расчет не принимаются. Адекватные механизмы замещения иностранного финансирования денежно-кредитными властями практически не используются. На диаграмме 5 продемонстрирована зависимость темпов прироста денежной массы M2 от дифференциала темпов изменения стоимостных объемов экспорта и валютного курса USD/RUB.

Дифференциал темпов прироста экспорта и номинального курса доллара США хорошо аппроксимирует динамику фактической денежной массы, особенно на последнем участке кривой (2П 2011 г.). Это свидетельствует о справедливости сделанных предположений относительно высокой зависимости денежной массы от внешнеэкономических факторов. Кроме того, проведенный нами анализ причинности показал, что со временем эта зависимость действительно только усиливается. Важным следствием данного процесса является эскалация целевого уровня мировых цен на нефть, при котором достигается нулевое сальдо федерального бюджета.

«Кудриномика» в нынешних условиях имеет свои позитивные и негативные последствия. К первым относятся снижение общего уровня инфляции, повышение управляемости финансовой системой со стороны ЦБ, относительное снижение спекулятивной активности (что в определенных пределах может благоприятно сказаться на экономике). Дополнительно появляется возможность санации банковского сектора вследствие ухода с рынка наиболее слабых участников, которым не под силу пережить «разрыв ликвидности».

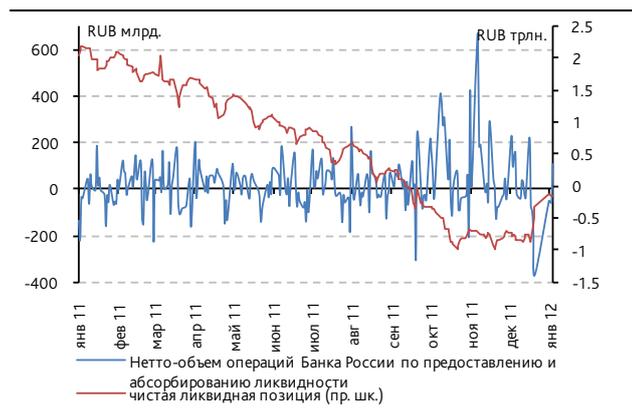
Отрицательные последствия во многом являются продолжением положительных. В частности, в экономике, испытывающей перманентный дефицит ликвидности, усиливаются риски стагнации и дефляции. Политика «дорогих денег» снижает экономические стимулы, а возможности извлечения прибыли становятся все более узкими (особенно на фоне снижения склонности населения к сбережению). Банки сталкиваются с необходимостью применения все более структурированных финансовых продуктов, которые дороже обходятся их клиентам. В подобной ситуации ощутимый выигрыш могут получить лишь глобальные игроки, которые имеют соответствующий опыт и возможности реализации сложных сделок, в т.ч. с использованием эксклюзивного доступа на международные рынки капитала. Отечественные банки, как правило, такими опциями не располагают и вынуждены мириться с теми «остатками», которые не интересны глобальным участникам.

Кроме того, «разрыв ликвидности» может затронуть не только банки второй и третьей сотни, но и крупные системообразующие финансовые институты. Если подобный риск реализуется, то потери ЦБ, сопряженные с «тушением пожаров», значительно перевесят все возможные бонусы проводимой политики.

ИНФЛЯЦИЯ И РИСКИ ЛИКВИДНОСТИ: В ПОИСКАХ ОПТИМУМА

Высшее руководство Банка России неоднократно заявляло, что при формировании денежно-кредитной политики в 2012 г. они будут исходить из принципов таргетирования инфляции, а не валютного курса или денежной массы. При этом мы допускаем, что регулятор применяет т.н. «гибкое» инфляционное таргетирование, определяя не только точечные значения ключевых процентных ставок, но и всю траекторию операций ЦБ на финансовых рынках, которая должна стабилизировать инфляцию в окрестности некоторого «нормального» уровня. Ранее объявлялось, что целевой ориентир по инфляции на 2012 г. составляет 7%, мы полагаем, регулятор сфокусируется на показателе 6%, что и будет определять логику всех его действий.

ДИАГРАММА 6. ЧИСТОЕ ПРЕДОСТАВЛЕНИЕ (ИЗЪЯТИЕ) ЛИКВИДНОСТИ ЦБ, 2011



Источник: ЦБ РФ, НБ «Траст»

Процентные ставки, устанавливаемые ЦБ, пока что еще не играют роль высокоэффективного инструмента регулирования рынка, поэтому денежные власти предпочитают непосредственно воздействовать на уровень ликвидности, производя, по сути, чистые изъятия денег из системы (см. диаграмму 6). Об этом также свидетельствует сравнительная динамика чистой ликвидной позиции и совокупных обязательств банковского сектора перед ЦБ и Минфином (см. диаграмму 7).

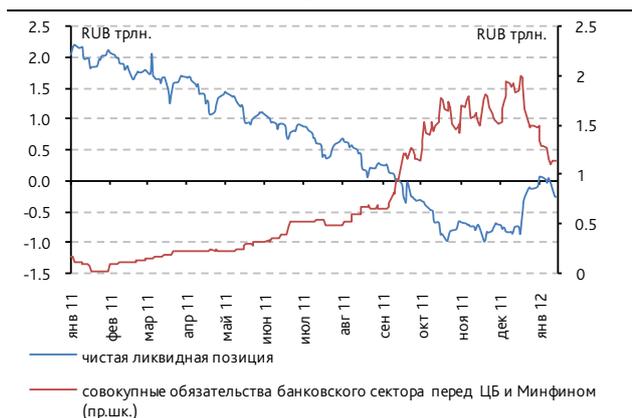
Со 2П 2011 г. монетарные и фискальные власти выстраивали свою тактику таким образом, чтобы избыточная ликвидность банковского сектора стерилизовалась приростом его совокупных обязательств, что также принималось в расчет при установлении лимитов по операциям ЦБ. Фактически регулятор вынуждал банки активнее использовать ресурсы межбанковского кредитования, либо предлагал обращаться к дорогостоящим и/или длинным инструментам рефинансирования.

С позиций инфляционного таргетирования наиболее важным является вопрос об оптимальном уровне (диапазоне) чистой ликвидной позиции, который, с одной стороны, способствовал бы достижению целевых ориентиров по инфляции, а с другой, не приводил бы к нагнетанию избыточного давления на процентные ставки денежного рынка. Решение подобной задачи определяется текущим положением банковского сектора в «макроэкономической гиперплоскости». При рассмотрении подходов к нахождению «оптимума» чистой ликвидной позиции ограничимся следующими «проекциями»:

- инфляция;
- процентные ставки ЦБ – лимиты по операциям ЦБ;
- приток валюты – валютный курс;
- госрасходы – размещение средств Минфином.

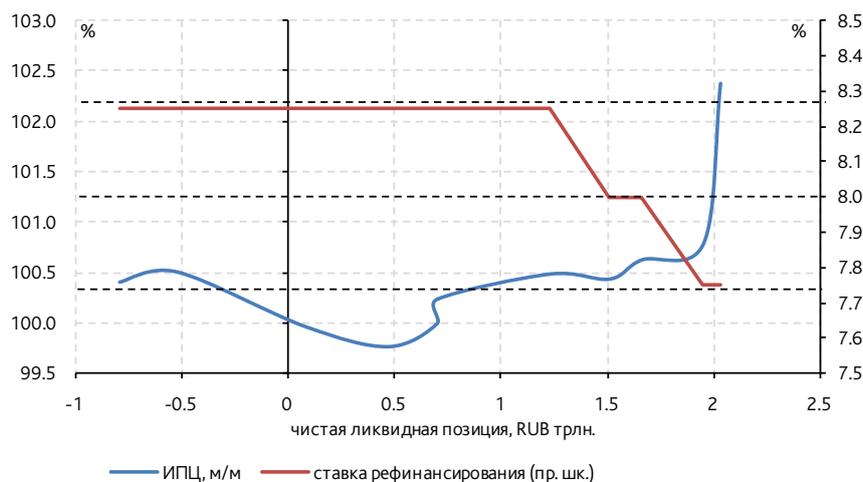
Ориентируясь на данные 2011 г., мы выделили несколько «коридоров» значений чистой ликвидной позиции для разных уровней ставки рефинансирования (см. диаграмму 8).

ДИАГРАММА 7. ДИНАМИКА ЧИСТОЙ ЛИКВИДНОЙ ПОЗИЦИИ И СОВОКУПНЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ БАНКОВ ПЕРЕД ЦБ И МИНФИНОМ, 2011



Источник: ЦБ РФ, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 8. ЦЕЛЕВЫЕ ДИАПАЗОНЫ ИНФЛЯЦИИ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ СТАВКИ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ И ЧИСТОЙ ЛИКВИДНОЙ ПОЗИЦИИ, 2011



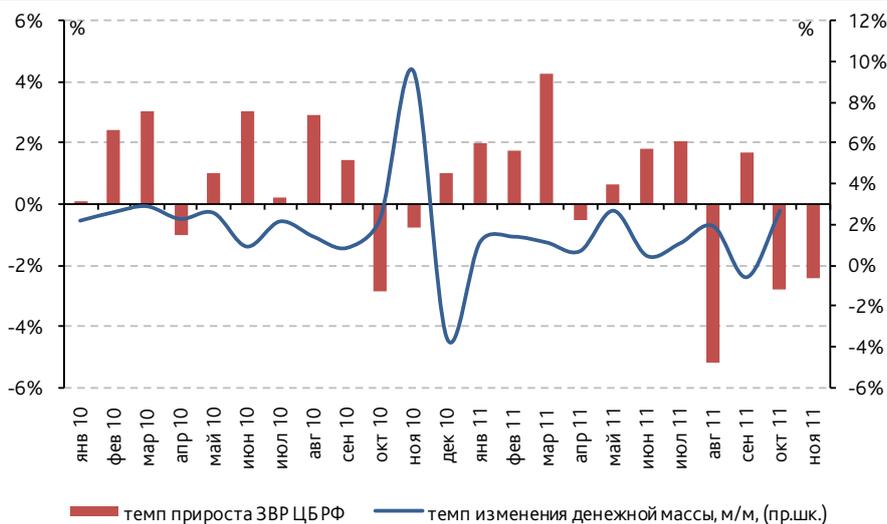
Источник: Минфин РФ, НБ «Траст»

Анализ диаграммы 8 позволяет заключить, что психологически приемлемому для ЦБ уровню месячной инфляции в 0.0–0.5% при ставке рефинансирования в 8.25% соответствует достаточно широкий диапазон чистой ликвидной позиции: от –RUB0.7 трлн. до +RUB1.25 трлн. Для ставки 8.00% этот интервал значительно уже (+RUB1.25–1.6 трлн.), и если уровень избыточной ликвидности превышает +RUB1.6 трлн., то инфляция резко уходит вверх. При этом возможно множественное равновесие, в одной из точек которого сейчас как раз находится российская экономика (судя по последним статданным): ставкам рефинансирования, равным 8.00% и 8.25% соответствует один и тот же диапазон чистой ликвидной позиции, при котором достигается месячная инфляция, равная 0.4% (с учетом календарного и сезонного факторов). Следовательно, в интересах инфляционного таргетирования регулятору недостаточно руководствоваться только процентными ставками и лимитами по операциям, необходимо учитывать и другие факторы.

ВЛИЯНИЕ ВАЛЮТНОЙ ПОЛИТИКИ ЦБ НА ЧИСТУЮ ЛИКВИДНУЮ ПОЗИЦИЮ

2011 г. ознаменовался изменением приоритетов Банка России в части формирования международных резервов. Регулятор отошел от практики накопления валюты, что сказалось соответствующим сокращением денежной эмиссии (см. диаграмму 9). С одной стороны, это объясняется целенаправленной политикой перехода к более гибкому плавающему курсу, а с другой, является следствием усиления чистого оттока капитала частного сектора, который компенсировал дополнительные поступления валюты от внешнеэкономической деятельности.

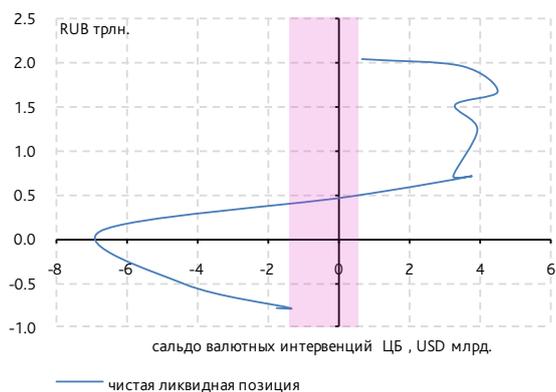
ДИАГРАММА 9. ДЕНЕЖНАЯ МАССА И ЗОЛОТОВАЛЮТНЫЕ РЕЗЕРВЫ, 2010–2011



Источник: Минфин РФ, НБ «Траст»

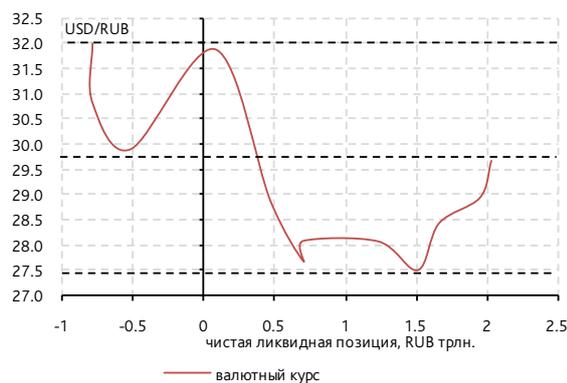
Среди инструментов, имеющих в распоряжении ЦБ и способных оказать влияние на ликвидность, операции на внутреннем валютном рынке. Данные 2011 г. подтверждают, что валютные интервенции могут крайне неоднозначно сказаться на чистой ликвидной позиции (см. диаграмму 10). Как правило, одному и тому же уровню сальдо операций ЦБ на внутреннем валютном рынке соответствует несколько значений целевого показателя.

ДИАГРАММА 10. ВЛИЯНИЕ ВАЛЮТНЫХ ИНТЕРВЕНЦИЙ БАНКА РОССИИ НА ЧИСТУЮ ЛИКВИДНУЮ ПОЗИЦИЮ



Источник: ЦБ РФ, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 11. СООТВЕТВИЕ ВАЛЮТНОГО КУРСА ИНТЕРВАЛАМ ЧИСТОЙ ЛИКВИДНОЙ ПОЗИЦИИ



Источник: ЦБ РФ, НБ «Траст»

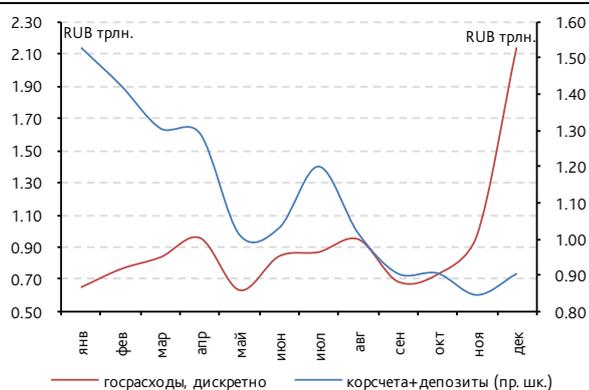
При этом существует достаточно узкая полоса, в которой равновесие единственно, она относится к диапазону от $-USD1.3$ млрд. до $+USD0.7$ млрд. В 2011 г. этим значениям соответствовал уровень чистой ликвидной позиции, заключенный в промежутке $+RUB0.4-0.5$ трлн. Валютный курс при этом варьировался в пределах 28.7–29.5 рублей за доллар США (см. диаграмму 11), которые не попадают в операционный интервал невмешательства ЦБ на валютном рынке. При этом нахождение макроэкономических показателей в данном диапазоне несет в себе риски дефляции, что достаточно хорошо видно из диаграммы 8.

ЛИКВИДНОСТЬ И РАСХОДЫ ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА: ВЗАИМНОЕ ПРИТЯЖЕНИЕ

Прошедший год отмечен переходом федерального бюджета от дефицита к профициту (около 2% ВВП), что в конечном итоге привело к стерилизации денежных средств на бюджетных счетах. Впрочем, влияние госрасходов на чистую ликвидную позицию не столь очевидно, как может показаться на первый взгляд.

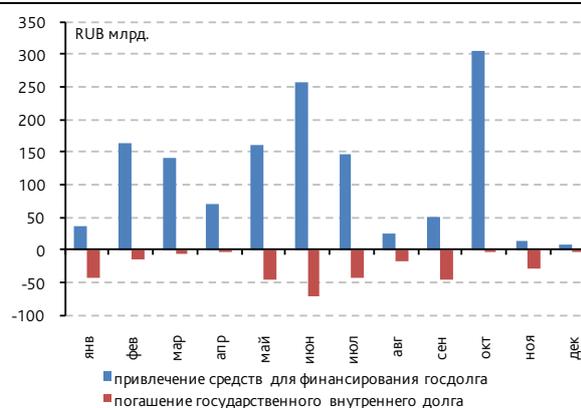
С одной стороны, чем активнее исполняется расходная часть госбюджета, тем больше денег поступает в экономику и тем ощутимее уровень избыточной ликвидности, доступный банковскому сектору. С другой стороны, всплеск госрасходов побуждает ЦБ и Минфин обращаться к практике чистого изъятия денег из системы. Примечательно также, что в периоды активного расходования бюджетных средств увеличиваются валютные интервенции ЦБ. Как правило, фактическая динамика госрасходов сказывается на состоянии корсчетов и депозитов коммерческих банков в ЦБ. Однако, судя по итогам 2011 г., такая связь не является устойчивой и ярко выраженной (см. диаграмму 12).

ДИАГРАММА 12. ДИНАМИКА ГОСРАСХОДОВ И ОСТАТКОВ НА КОРСЧЕТАХ И ДЕПОЗИТАХ, 2011



Источник: Минфин РФ, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 13. ПРИВЛЕЧЕНИЕ И ПОГАШЕНИЕ ГОСДОЛГА, 2011



Источник: Минфин РФ, НБ «Траст»

Все дело осложняется стремлением монетарных властей к стерилизации избыточной ликвидности денежного рынка. В этой связи всплеск госрасходов в декабре 2011 г. привел к накоплению запаса денежных средств, который стремительно «рассосался» системой уже во второй половине января 2012 г. При этом среди всех компонентов денежной базы быстрее всех росли именно корсчета и депозиты, которые компенсировали сжатие денежной массы осенью прошлого года.

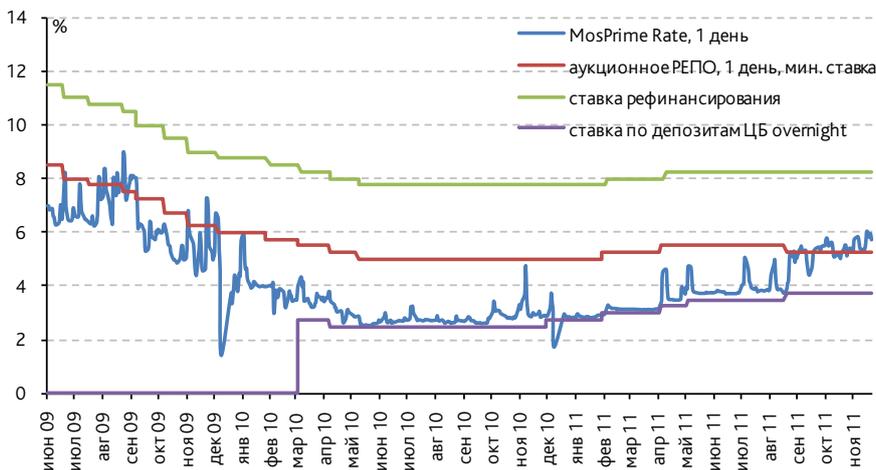
Дефицит госбюджета является важным фактором, оказывающим двойственное влияние на ликвидность банковского сектора. Так, всплеск объемов привлечения средств для финансирования госдолга (в формах аукционов ОФЗ, приватизации, доходов от операций с активами и других) в октябре 2011 г. (см. диаграмму 13) послужил триггером устойчивого перехода чистой ликвидной позиции в отрицательную область.

В то же время абсорбирование ликвидности с помощью ОФЗ является своего рода «отложенным спросом», поскольку в отдельные периоды именно погашения по госдолгу оказывают существенную поддержку денежному рынку. Разумеется, последнее справедливо, если выполняются условия устойчивости долга: темп роста государственных заимствований с учетом процентного обслуживания не превышает темпы роста реального ВВП.

ЧИСТАЯ ЛИКВИДНАЯ ПОЗИЦИЯ И СТАВКИ MONEY MARKET: КЛЮЧ К ТАРГЕТИРОВАНИЮ ИНФЛЯЦИИ

Результирующим показателем денежно-кредитной политики ЦБ являются равновесные процентные ставки, которые устанавливаются на рынке с учетом внешних и внутренних факторов экономики. Так, благодаря действиям монетарных властей, по итогам 2011 г. ставки money market существенно выросли. Более того, они стали определяться верхней границей ключевых процентных ставок ЦБ, в то время как в 2010 г. ситуация была прямо противоположной (см. диаграмму 14).

ДИАГРАММА 14. ДИНАМИКА MOSPRIME RATE, 1 ДЕНЬ И КЛЮЧЕВЫХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК БАНКА РОССИИ

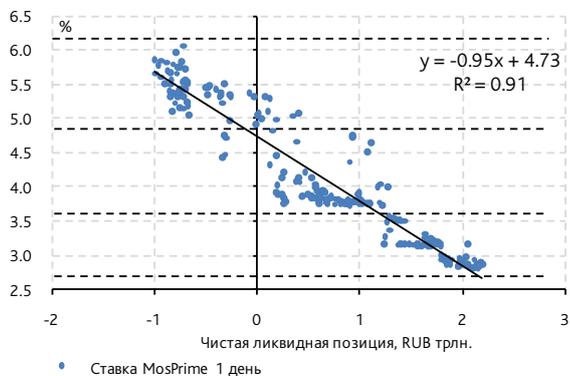


Источник: Минфин РФ, НБ «Траст»

Этому способствовало общее сжатие денежной массы и повышение зависимости банковской системы от предложения со стороны монетарных властей. Денежный мультипликатор существенно вырос за анализируемый период, что объясняется отставанием денежной базы от спроса на деньги. С учетом того, что механизм формирования денежной массы в России в меньшей степени ориентирован на внутренний товарный рынок, вполне естественным представляется сдвиг процентных ставок денежного рынка в сторону «потолка», устанавливаемого регулятором.

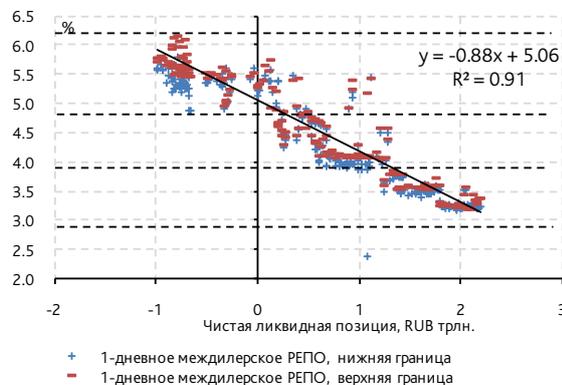
Исследование зависимости процентных ставок (MosPrime Rate 1 день и 1-дневного междилерского РЕПО под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона) от изменения чистой ликвидной позиции банковского сектора подтвердило наличие отрицательной статистически значимой связи между этими показателями (см. диаграммы 15 и 16).

ДИАГРАММА 15. ЗАВИСИМОСТЬ СТАВКИ MOSPRIME 1 ДЕНЬ ОТ ЧИСТОЙ ЛИКВИДНОЙ ПОЗИЦИИ, 2011



Источник: ЦБ РФ, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 16. ЗАВИСИМОСТЬ СТАВОК 1-ДНЕВНОГО МЕЖДИЛЕРСКОГО РЕПО ОТ ЧИСТОЙ ЛИКВИДНОЙ ПОЗИЦИИ, 2011



Источник: ЦБ РФ, НБ «Траст»

Подводя итог нашему анализу, мы предлагаем следующий подход к определению «оптимального» уровня чистой ликвидной позиции банковского сектора. Если исходить из тех позиций, что денежно-кредитная политика должна, в том числе сглаживать напряжение денежного рынка, то вполне разумно таргетировать денежную базу, тем самым воздействуя на чистую ликвидную позицию, с целью снижения излишней волатильности процентных ставок money market. Для определения «оптимального» уровня ликвидности, который не приводит к волатильности процентных ставок и одновременно способствует удержанию инфляции в пределах диапазона, таргетируемого ЦБ, мы разработали специальную эконометрическую модель. При построении модели мы использовали высокочастотные данные о динамике процентных ставок на рынке 1-дневного междилерского РЕПО, валютного курса, чистой ликвидной позиции и недельной инфляции. В качестве инструментальной основы нами был выбран метод Монте-Карло для марковских цепей.

Результатом модели являются пороговые значения чистой ликвидной позиции, разграничивающие режимы слабой, умеренной и сильной волатильности динамики процентных ставок 1-дневного междилерского РЕПО. При этом полученные показатели являются суперкраткосрочными опережающими индикаторами, которые предсказывают ситуацию с процентными ставками за 5 дней до реализации события.

Главный вывод, полученный с помощью нашей модели, заключается в следующем. Уровень чистой ликвидной позиции, находящийся ниже RUB0.13 трлн. приводит к волатильности ставок денежного рынка, но способствует удержанию низкой инфляции. Среднее значение ставок при этом тяготеет к верхней границе, задаваемой фиксированной ставкой РЕПО с ЦБ. В случае если чистая ликвидная позиция выше уровня в RUB0.29 трлн., то рост ставок является гладким, при этом их матожидание тяготеет к нижней границе, определяемой процентными ставками по депозитным операциям Банка России. Оптимальный диапазон чистой ликвидной позиции, который способствует умеренной волатильности денежного рынка, но при этом позволяет удержать инфляцию в пределах таргетируемого уровня в 7% (ориентир ЦБ в 2011 г.) заключен в пределах интервала RUB0.13–0.29 млрд.

Отметим, что мы не проводили статистических экспериментов для годового ориентира по инфляции в 6%, поскольку данному уровню соответствует уникальный набор макроэкономических параметров, который еще не наблюдался в российской экономике. В то же время, проводя экспертную корректировку результатов модели для 6%-ой инфляции, мы полагаем, что оптимальный диапазон чистой ликвидной позиции должен сдвинуться вниз на 20–25%, т.е. к интервалу RUB0.10–0.23 млрд. На конец января 2012 г. чистая ликвидная позиция колебалась вблизи отметки –RUB0.4 трлн., что существенно ниже рассчитанного нами «оптимального» диапазона. Отсюда следует важный вывод: ЦБ в практике регулирования общего уровня ликвидности банковского сектора ориентирован на политику «сжатой денежной массы», пренебрегая стабильностью денежного рынка и оставляя все меньше возможностей для устойчивого экономического роста.

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru

Руководитель управления торговли

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru**Иван Синельников**

+7 495 786-35-36

ivan.sinelnikov@trust.ru

Руководитель управления продаж

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Управление продаж

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru

Кредитный анализ

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru**Петр Макаров**

+7 495 647-25-77

petr.makarov@trust.ru

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и принимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данному ценному бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.