

Влияние политики Банка России на функционирование финансовых рынков

© 2015 Грачев Григорий Владимирович
Санкт-Петербургский государственный университет
199034, Санкт-Петербург, Университетская наб., д. 7-9
E-mail: grigory.grachev@gmail.com

Рассматривается воздействие денежно-кредитной политики Банка России на динамику колебания российских финансовых рынков, прежде всего фондового рынка. Оценивается степень воздействия изменений ключевой ставки Центрального банка на движение биржевых котировок, способность Банка России воздействовать на рыночную конъюнктуру и ожидания инвесторов.

Ключевые слова: Банк России, денежно-кредитная политика, экономический рост, ключевая ставка, кредитование, рефинансирование, рынок ценных бумаг.

Центральный банк Российской Федерации проводит политику, направленную на стимулирование экономики, обеспечение приемлемых темпов экономического роста, повышение общего уровня благосостояния российских граждан. Политика Банка России, в том числе денежно-кредитная, осуществляется в рамках общей государственной денежно-кредитной политики. Банк России заявляет основным параметром успеха своей денежно-кредитной политики достижение стабильно низких уровней инфляции (ценовой стабильности) путем использования режима таргетирования¹. В то же время изменения в политике Банка России оказывают не только долгосрочное, но и краткосрочное влияние. В центре такого влияния - финансовые рынки и крупные институциональные инвесторы. Экономическая теория предполагает, что инвесторы на финансовых рынках априори реагируют на изменения политики Центрального банка, однако степень такого влияния следует рассмотреть подробнее.

Банк России стремится обеспечить нормальное функционирование экономической системы и достижение адекватных производственному потенциалу темпов экономического роста, однако не имеет и не устанавливает специальных количественных ориентиров по этим показателям. В соответствии с представлениями Банка России политика таргетирования инфляции также способствует стимулированию экономики и увеличению темпов экономического роста, поскольку в долгосрочной перспективе повышает уровень определенности для экономических субъектов, что является одним из базовых параметров при принятии решения об осуществлении инвестиций². Такая точка зрения становится господствующей как для практиков денежно-кредитной политики Центрального банка³, так и для представителей экспертной среды, научного сообщества⁴.

Политика Банка России оказывает прямое воздействие на экономику, однако на разные рынки, в частности на реальный сектор, промышленность, производство, это воздействие производится с определенным лагом. Именно поэтому Банк России осуществляет денежно-кредитную политику, ориентируясь на долгосрочные макроэкономические прогнозы и обращая минимальное внимание на текущее состояние рынков и всей экономической системы⁵. Базовые параметры долгосрочного прогноза закладываются Центральным банком в основных документах, определяющих основы его политики в средне- и долгосрочном периодах. Такими документами являются «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики» на соответствующий период, а также ежеквартальный «Доклад о денежно-кредитной политике», подготавливаемый Банком России. В то же время влияние тех или иных изменений в политике Банка России на финансовые рынки должно оказываться практически мгновенно.

Для достижения своих целей Банк России использует систему инструментов, главным из которых является ключевая ставка Банка России⁶. Решение как о размере ключевой ставки, так и связанные с использованием иных инструментов политики Центрального банка принимаются советом директоров Банка России. Ключевая ставка - это процентная ставка, по которой Центральный банк предоставляет кредиты коммерческим банкам сроком на одну неделю. Такая ставка в среднесрочном периоде оказывает влияние на инфляционные параметры и стоимость фондирования для банков. Впервые ключевая ставка была обозначена как инструмент денежно-кредитной политики в сентябре 2013 г.⁷, заменив практически не использовавшуюся по своему прямому назначению ставку рефинансирования.

Любое изменение ключевой ставки, производимое Банком России, воздействует на состояние краткосрочного денежного рынка, что, в свою очередь, транслирует изменения в долгосрочные процентные ставки в экономике.

Заседания совета директоров Банка России, на которых будет рассматриваться процентная политика Банка, в частности точное значение ключевой ставки, проводятся в соответствии с заранее намеченным планом. В 2015 г. Центральный банк провел 8 таких заседаний с периодичностью полтора месяца: 30 января, 13 марта, 30 апреля, 15 июня, 31 июля, 11 сентября, 30 октября, 11 декабря. На 5 из этих 8 заседаний значение ключевой ставки было изменено Банком России, на 3 - оставлено на прежнем уровне.

на движение котировок ценных бумаг на фондовом рынке (а также доходность облигаций, ставку предложения на денежном рынке и т.д.). Такая ситуация характерна для денежного рынка, однако степень влияния этой информации на фондовый рынок следует рассмотреть подробнее.

Фондовый рынок представляет собой совокупность экономических взаимоотношений между инвесторами и эмитентами, связанную с эмиссией и обращением ценных бумаг. Фондовый рынок, помимо прочего, можно рассматривать и как определенный инструмент развития, предоставляющий необходимые инвестиции заинтересованным представителям бизнеса и способствующий стимулированию экономического роста.

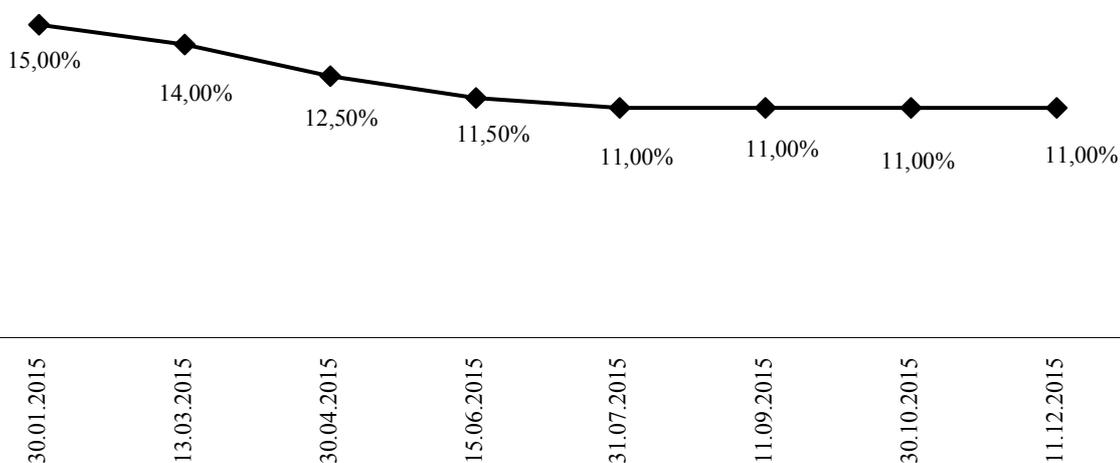


Рис. 1. Ключевая ставка Банка России в 2015 г., %

Источник. Процентные ставки по операциям Банка России. URL: http://cbr.ru/dkp/print.aspx?file=standart_system/rates_table_15.htm&pid=dkp&sid=ITM_49976.

На графике (см. рис. 1) представлены колебания ключевой ставки за последний год и даты, в которые Банк России выпускал пресс-релиз, сообщающий новые параметры процентной политики. В соответствии с принципами информационной открытости, используемыми Банком России: «Основными каналами раскрытия информации по вопросам денежно-кредитной политики служит официальный сайт Банка России (пресс-релизы и публикации)»⁸. В случае с объявлением информации о параметрах процентной политики Банк России размещает соответствующий пресс-релиз на своем официальном сайте в день заседания совета директоров Банка России в 13 часов 30 минут по московскому времени.

Очевидно, что, учитывая скорость распространения информации и быстроту принятия решений трейдерами на финансовых рынках, информация распространяется моментально и практически мгновенно должна начать оказывать влия-

Главным индикатором состояния финансового рынка, безусловно, является фондовый индекс, представляющий собой синтезированный показатель, базирующийся на курсовой стоимости определенной группы ценных бумаг, входящих в состав рассматриваемого индекса. При первом расчете индекса задается базовое значение, после чего дальнейшие колебания рыночных котировок приводят к изменению индекса. Для рассмотрения индекса на долгосрочном интервале главное значение приобретают не конкретные значения индекса, а направление его изменения. На основе этой информации можно определять общее направление движения цен активов, входящих в расчет индекса, несмотря на волатильность отдельных ценных бумаг.

Существует ряд фондовых индексов, отражающих направление движения фондового рынка в зависимости от типа активов, являющихся базовыми для рассматриваемого индекса. Такими

активами может быть определенный тип бумаг (акции, облигации и т.д.), определенный сектор рынка (банковский, металлургия и т.д.), определенные специфические признаки ценных бумаг (10 крупнейших по капитализации предприятий страны), географический или экономический признак (акции российских компаний, акции компаний стран БРИКС) и т.д.

Основным индикатором состояния российского фондового рынка выступают индексы⁹: ММВБ, рассчитываемый с 22 сентября 1997 г. (базовое значение 100 пунктов, основа - ценные бумаги российских компаний, номинированные в российских рублях), и РТС, рассчитываемый с 1 сентября 1995 г. (базовое значение 100 пунктов, основой которого также являются ценные бумаги российских компаний, но номинированные в долларах США). Наиболее индикативным является индекс ММВБ, не обремененный наличием валютной составляющей, а значит, более корректно отражающий влияние изменения рублевых процентных ставок Банком России на состояние фондового рынка в России. Индекс ММВБ представляет собой композитный фондовый индекс, включающий 30 наиболее ликвидных акций, торгуемых на Московской бирже.

Для рассмотрения влияния изменений ключевой ставки Банка России на состояние российского фондового рынка необходимо рассмотреть колебания индекса ММВБ в моменты объявлений результатов заседаний совета директоров Банка России. В качестве индикативных случаев следует рассмотреть волатильность и динамику российского фондового рынка после изменения ключевой ставки Банком России (последнее за-

седание - 31 июля 2015 г.) и в случае, когда ключевая ставка оставалась неизменной (последнее заседание - 11 декабря 2015 г.).

Снижение ключевой ставки Центральным банком предполагает удешевление стоимости фондирования для коммерческих банков, а значит, делает денежный ресурс более дешевым¹⁰. Согласно базовым экономическим теориям низкие ставки привлечения фондирования коммерческими банками являются основой для политики “дешевых денег”, способствующей стимулированию экономики. Удешевление фондирования позволяет коммерческим банкам предлагать более дешевый финансовый ресурс для реального сектора, способствует росту инвестиций, развитию бизнеса. Улучшение внешнего макроэкономического фона, снижение ставок привлечения кредитного ресурса является фактором стимулирования инвестиций, что приводит к возникновению спекулятивного спроса на ценные бумаги. Такая ситуация характерна для подавляющего большинства развитых стран с рыночной экономикой и эффективно функционирующим фондовым рынком.

31 июля 2015 г. Банк России принял решение о снижении ключевой ставки на 0,5 % - с 11,5 % до 11 %. В момент объявления результатов пересмотра процентной политики Банком России (13:30) произошло незначительное изменение индекса ММВБ, представленное на графике (рис. 2).

Более того, если рассмотреть более значительный временной интервал (старший таймфрейм), становится очевидным, что российский рынок акций никак не отреагировал на решение

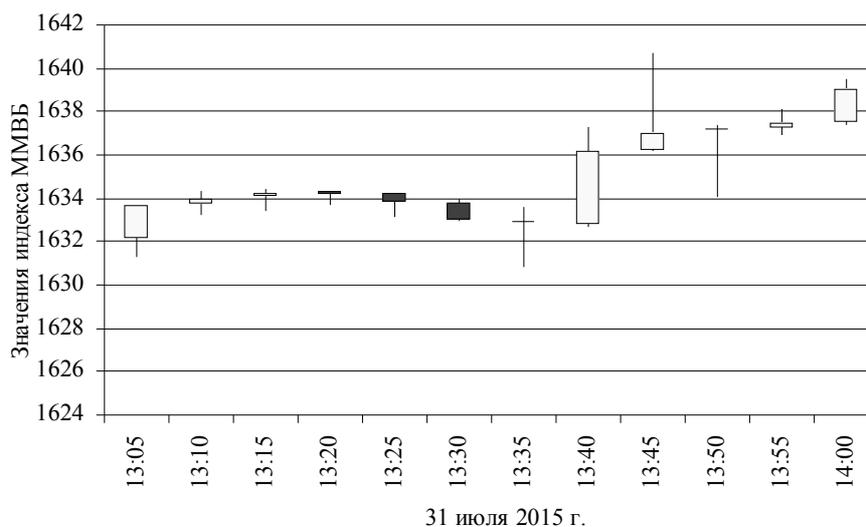


Рис. 2. Динамика индекса ММВБ 31 июля 2015 г. до 14.00, пунктов

Источник. Архив значений индекса ММВБ. URL: <http://moex.com/ru/index/MICEXINDEXCF/archive/#/from=2015-11-10&till=2015-12-11&sort=TRADEDATE&order=desc>.

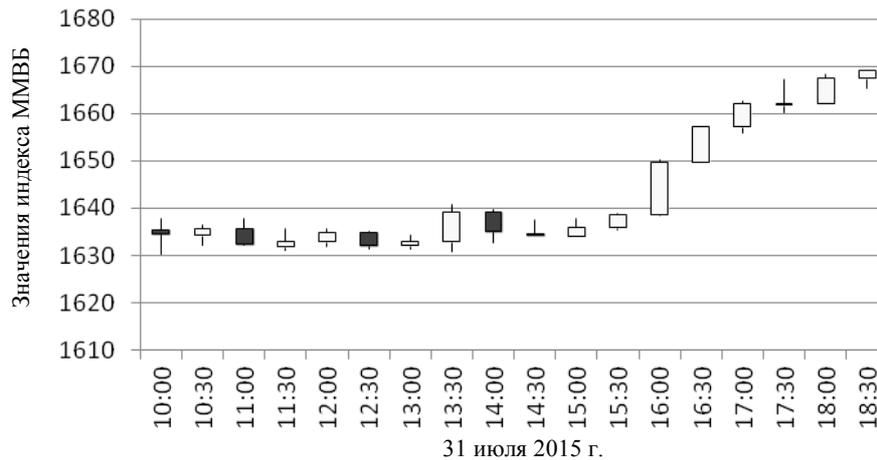


Рис. 3. Динамика индекса ММВБ 31 июля 2015 г. до 18.30, пунктов

Источник. Процентные ставки по операциям Банка России. URL: http://cbr.ru/dkp/print.aspx?file=standart_system/rates_table_15.htm&pid=dkp&sid=ITM_49976.

совета директоров Банка России (колебания в пределах 0,5 % после опубликования решения).

Индекс ММВБ завершил торги 31 июля 2015 г. ростом на 2,5 %, однако большую часть дня динамика индекса была нейтральной, рост начался после 16:00, что, безусловно, нельзя связать с решением об изменении процентной политики Банка России (рис. 2, 3). Наиболее вероятной причиной, оказавшей влияние на рынки, стала публикация макроэкономической статистики на западных рынках в 16:00.

Сохранение ключевой ставки на прежнем уровне предполагает сохранение базовых сценариев процентной политики Банком России. В то же время для значительной группы инвесторов, ожидающих дальнейшего снижения процентных ставок на фоне замедления российской эконо-

мики, стагнационных процессов, такое сохранение ставок является негативным фактором. Более того, в текущих условиях хрупкого восстановления европейских экономик, отягощенных долговыми проблемами периферийных стран, замедления темпов роста экономики Китая, оказывающей давление на своих основных внешне-торговых партнеров, большинство мировых центральных банков придерживается политики предоставления дешевого финансирования¹¹.

Банк России в противовес данным ожиданиям на протяжении полугода сохраняет ключевую ставку на прежнем уровне в 11 %, что было подтверждено на заседании совета директоров Банка России 11 декабря 2015 г. Динамика индекса ММВБ в момент объявления результатов заседания совета директоров приведена на графике (рис. 4).

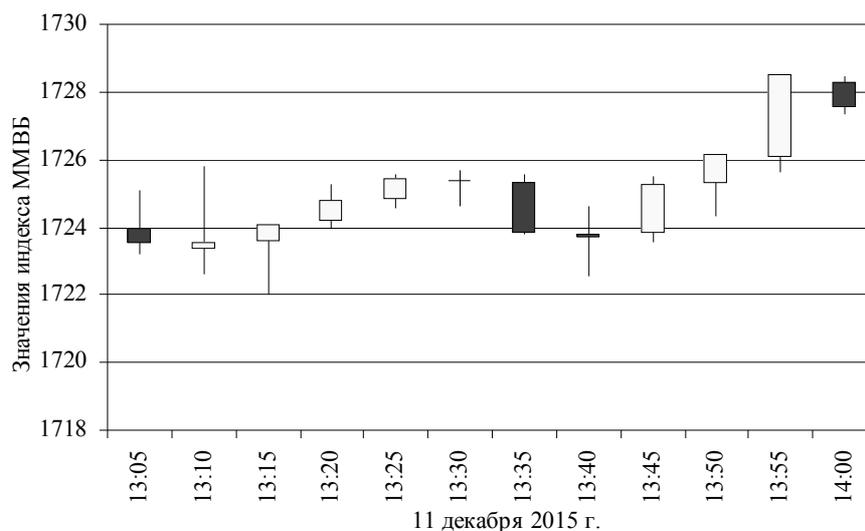


Рис. 4. Динамика индекса ММВБ 11 декабря 2015 г. до 14.00, пунктов

Источник. Процентные ставки по операциям Банка России. URL: http://cbr.ru/dkp/print.aspx?file=standart_system/rates_table_15.htm&pid=dkp&sid=ITM_49976.

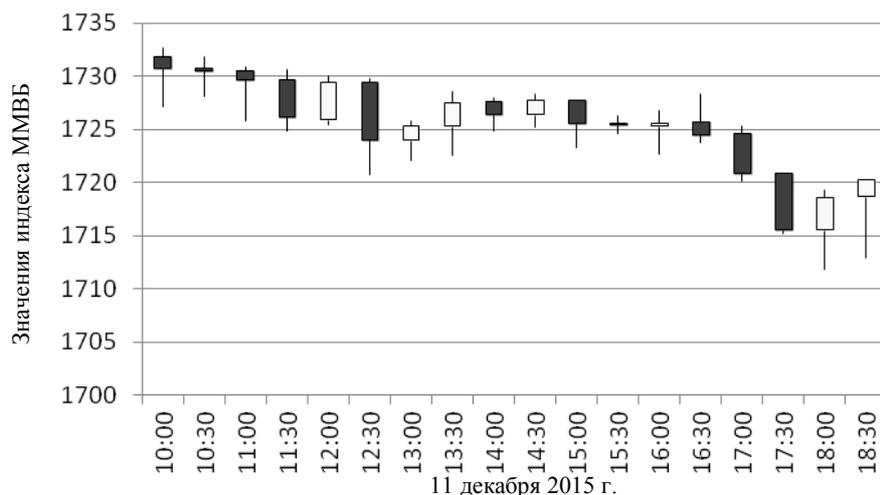


Рис. 5. Динамика индекса ММВБ 11 декабря 2015 г. до 18.30, пунктов

Источник. Процентные ставки по операциям Банка России. URL: http://cbr.ru/dkp/print.aspx?file=standart_system/rates_table_15.htm&pid=dkp&sid=ITM_49976.

В момент объявления данных Банком России был краткосрочный разворотный импульс, однако долгосрочная реакция рынка на третье подряд сохранение ключевой ставки на прежнем уровне была нейтральной, что подтверждает обращение к более крупному временному интервалу.

Индекс ММВБ завершил торги 31 июля 2015 г. снижением на 1,15 %, однако большую часть дня динамика индекса была нейтральной, основное снижение произошло после 17.00 (рис. 4, 5), что также не представляется возможным связать с решением о сохранении процентной политики Банка России.

Итак, следует сделать вывод о полной независимости динамики колебаний курсовой стоимости российских ценных бумаг по отношению к изменению процентной политики Банком России. Ключевая ставка является основным параметром регулирования денежного рынка. Резкие изменения ключевой ставки оказывают влияние на формирование стоимости заемных ресурсов как для индивидуальных, так и для корпоративных клиентов банковского сектора, меняют условия привлечения и обслуживания средств, направленных на развитие новых инвестиционных проектов.

Несмотря на прямую экономическую взаимосвязь, инвесторы на фондовом рынке не воспринимают изменение стоимости денег как значимый фактор изменения собственных краткосрочных инвестиционных предпочтений. Политика Банка России, безусловно, находится в фокусе внимания инвесторов со всего мира, поскольку влияет на положение дел в российской экономике, а значит, и на общий макроэкономический ландшафт развивающихся экономик.

Изменения основ валютной политики в конце 2014 г., переход к плавающему курсу национальной валюты оказали существенное влияние на динамику движения российского фондового рынка. Снижение курса национальной валюты стало существенным конкурентным преимуществом для большого числа экспортно-ориентированных компаний, работающих на конкурентных международных рынках. Снижение курса рубля дало дополнительные преимущества для части экспортеров (компании нефтяного сектора смогли сохранить рублевую выручку, несмотря на давление внешней макроэкономической конъюнктуры) и позволило получать дополнительную прибыль другой части экспортеров (прежде всего, в сфере металлургии, существенно снизив их рублевые издержки на фоне сохранения валютных цен на мировом рынке), сделало привлекательными многие инвестиционные проекты внутри России (преимущественно в областях “импортозамещения”, из-за роста цен на импортные товары).

Гораздо более значимыми параметрами для инвесторов являются внешний макроэкономический фон, состояние дел в ключевых экономиках, выступающих реципиентами основной части продукции, производимой российскими компаниями. Огромное значение приобретают политические факторы, оказывающие негативное влияние на рынок, санкционное давление, закрытие определенных рынков капитала и рынков привлечения ресурсов для многих компаний. В конечном счете ключевое влияние оказывают и деловой климат внутри страны, простота и легкость ведения бизнеса, способность государства взаимодействовать с бизнесом.

¹ Цели денежно-кредитной политики Банка России. URL: http://cbr.ru/DKP/print.aspx?file=dkp.htm&pid=dkp&sid=itm_31087.

² Хэммонд Д. Практика инфляционного таргетирования : русская версия / Центр исследований деятельности центральных банков при Банке Англии. Систем. Требования: AdobeReader. URL: http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccshb29_ru.pdf.

³ Юдаева К.В. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации // Вопросы экономики. 2014. □ 9. С. 4-12.

⁴ Ордов К.В. Модернизация денежно-кредитной политики Банка России и конкурентоспособность российских компаний // Экономические науки. 2011. □ 4 (77). С. 216-219.

⁵ Малинина Е.В. Денежно-кредитные механизмы повышения конкурентоспособности экономики России // Экономические науки. 2007. □ 10 (35). С. 337-339.

⁶ Доклад о денежно-кредитной политике Банка России, декабрь 2015 г. Систем. требования: AdobeReader. URL: http://cbr.ru/publ/ddcp/2015_04_ddcp.pdf.

⁷ О системе процентных инструментов денежно-кредитной политики Банка России : сообщение Банка России от 13 сент. 2013 г. URL: http://www.cbr.ru/pw.aspx?file=/DKP/130913_13504271.htm.

⁸ Принципы информационной открытости Банка России. URL: http://www.cbr.ru/DKP/print.aspx?file=dkp.htm&pid=dkp&sid=itm_31087.

⁹ Основные индексы акций Московской биржи URL: <http://moex.com/ru/index/MICEXINDEXCF>.

¹⁰ Файзуллаев З.Я. Рефинансирование Центрального банка как источник “длинных” денег // Вопросы экономики и права. 2011. □ 2. С. 215.

¹¹ Обзор центра макроэкономических исследований Сбербанка России. URL: <http://www.sberbank.ru/ru/about/analytics/macroeconomics/article?newsID=2d8a4bc8-9312-43f2-b33a-1d32fd96e61b&blockID=11004089®ionID=78&lang=ru&type=NEWS>.

Поступила в редакцию 14.11.2015 г.