



Александр Морозов

Главный экономист по России и странам СНГ
HSBC

10 ЛЕТ ПОСЛЕ КРИЗИСА 1998 ГОДА И НОВЫЕ ПЕРЕКРЕСТКИ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

В данной статье анализируется макроэкономическая ситуация и макроэкономическая политика в России. В качестве введения стоит сказать несколько слов о взаимоотношениях между инфраструктурой финансовых рынков и макроэкономической политикой. Здесь можно провести аналогию с гонками «Формулы-1». Развитие финансовой инфраструктуры очень похоже на развитие гоночных машин F-1. Для того чтобы быстро и успешно ездить, нужно постоянно обновлять эти машины. Но этого недостаточно. Нужны соответствующие гоночные треки и хорошо подготовленные пилоты, способные управлять ими. В этом отношении страна может получить преимущество от развития финансовой инфраструктуры и финансовых рынков (машин F-1) только тогда, когда макроэкономическая ситуация стабильна (имеются современные «треки») и проводится адекватная макроэкономическая политика (есть подготовленные «пилоты»).

1999–2007 ГОДЫ – ГОДЫ ВПЕЧАТЛЯЮЩИХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ РЕЗУЛЬТАТОВ, НО НАСКОЛЬКО ОНИ УСТОЙЧИВЫ?

Сначала поговорим о ретроспективе, обсудим, откуда Россия начала свое поступательное экономическое развитие и где Россия находится сейчас с точки зрения макроэкономических показателей. Затем рассмотрим несколько ключевых вопросов, касающихся макроэкономической политики, связанных с важными вызовами, которые стоят перед нами. В заключение представим ожидаемые последствия этих макроэкономических вызовов для процентных ставок и курса рубля.

Сравним состояние российской экономики 10 лет назад, в 1998 г., и ситуацию последнего времени – Россию 2007 г. и ожидаемые результаты текущего года. По ключевым макроэкономическим показателям Россия 2007 г. выглядит совершенно другой – гораздо более

развитой и стабильной страной. Не имеет большого смысла обсуждать каждый показатель, но очень важно отметить, что объем ВВП начиная с 1998 г. практически удвоился в реальном выражении, а в долларовом отношении увеличился примерно в 5 раз. С точки зрения темпов экономического роста картина тоже радикально поменялась. До кризиса Россия переживала затяжной спад, а после кризиса начался сильный экономический рост. В среднем он составлял примерно 7% в год. Очень важно отметить, что совсем недавно, в прошлом году, начался очень быстрый рост инвестиций в основные фонды. Это также является очень позитивным моментом.

С точки зрения инфляции ситуация также на сегодняшний день значительно лучше, чем ситуация, которая была 10 лет назад. Несмотря на то что инфляция в последнее время ускорилась, она остается существенно более низкой, чем тогда. Тем не менее если инфляция продолжит ускоряться и (или) останется высокой в течение длительного времени, это, конечно, создаст проблемы для средне-

срочной макроэкономической устойчивости.

Обменный курс – одна из основных характеристик состояния экономики – отличался достаточно высоким уровнем стабильности на протяжении последних 10 лет, постепенно укрепляясь по отношению к доллару США. Состояние государственного бюджета, еще одного индикатора состояния экономики, существенно улучшилось с 1998 г. Вместо хронических дефицитов Россия с 2000 г. имеет устойчивый профицит бюджета, наблюдается превышение бюджетных доходов над расходами. Значительно укрепился платежный баланс. Счет текущих операций, ранее находившийся в состоянии сбалансированности, стал сводиться с существенным профицитом. Также очень важно отметить, что на протяжении последних 5 лет мы видим быстрый рост прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в Россию – он практически удваивался. Объем ПИИ, поступающих в страну в последнее время, поражает воображение. В абсолютном выражении Россия получила более 50 млрд долл. ПИИ в одном только





2007 г. Это очень впечатляющие цифры, говорящие о том, что Россия превратилась в одну из ведущих стран мира по привлекаемым прямым инвестициям.

Если посмотреть на статистику внешнего долга, то по сравнению с 1998 г. заметны радикальные изменения. Внешний долг России по отношению к ВВП 10 лет назад был очень значительным, находясь на уровне свыше 71%, из которых 60% от ВВП составлял государственный долг. С тех пор долговая нагрузка упала до очень низких показателей по международным стандартам: 35,6% от ВВП — внешний долг страны и менее 8% от ВВП — государственный долг. Это вполне безопасный уровень, если отталкиваться от порогового уровня долговой нагрузки, используемого международными финансовыми организациями. Стоит также отметить, что абсолютная и относительная величина золотовалютных резервов страны тоже находится на весьма комфортном для поддержания макроэкономической стабильности уровне. Величина резервов практически эквивалентна объему внешнего долга, и это дает уверенность в том, что, несмотря на потрясения, происходящие на международных финансовых рынках, уровень резервов позволит России успешно обслуживать свой международный долг.

Несколько слов о российском финансовом рынке. Здесь также наблюдаются очень значительные достижения. Индекс РТС за последние 10 лет вырос почти в 40 раз. Капитализация рынка практически достигла уровня 100% от ВВП. Если посмотреть в будущее, с учетом ожидаемых показателей роста ВВП и связанных с этим доходов компаний можно ожидать продолжение роста фондового рынка в России. Иными словами, этот процесс имеет под собой прочную макроэкономическую основу. Конечно, это не прогноз. Волатильность мировых финансовых рынков может не дать вырасти рынку акций. Наконец, российский банковский сектор значительно упрочил свое положение за последние 10 лет. Несмотря на то что Россия все еще отстает от развитых и даже восточно-европейских стран по степени развития банковского сектора, все же страна находится на полпути к достижению уровня развитых рынков.

Исходя из этого можно сделать некоторые выводы. Россия уже создала фундамент для макроэкономического развития, и этот фундамент позволяет нам благоприятно судить о стабильности развития страны в среднесрочной перспективе — 3, возможно, 5 лет. Сравнивая Россию с другими странами, особенно на развива-

ющихся рынках, можно сделать вывод о том, что Россия значительно лучше защищена от глобальных потрясений, чем большинство других развивающихся стран. В этом отношении можно сослаться на недавнее исследование рейтингового агентства *Standard & Poor's*. В своем исследовании агентство сделало заключение о том, что Россия является самой защищенной страной среди развивающихся стран нашего географического региона с позиций возможных негативных последствий от колебаний глобальной ликвидности. У тех стран, которые больше всего подвержены этому риску, — Исландии, Балтийских стран сейчас как раз наблюдаются серьезные проблемы. Прочный макроэкономический фундамент, который имеет Россия, послужил основанием для пересмотра в сторону возможного повышения суверенного рейтинга России двумя международными рейтинговыми агентствами — *Standard & Poor's* и *Moody's*. Это говорит о том, что Россия имеет очень хорошие шансы получить от этих агентств рейтинг А уже в текущем году. Длинная пауза с момента предыдущего повышения рейтингов подсказывает, что повышение рейтинга действительно возможно.

«ОТВЯЗКА» ЭКОНОМИКИ ОТ НЕФТЯНЫХ ЦЕН ПО-ПРЕЖНЕМУ ОСТАЕТСЯ ОСНОВНЫМ ВЫЗОВОМ НА ДОЛГОСРОЧНУЮ ПЕРСПЕКТИВУ

Итак, Россия имеет очень хорошую предысторию, которая поможет обсудить будущие перспективы отечественной экономики. Одним из ключевых моментов в этом отношении является ответ на вопрос: насколько развитие российской экономики определяется динамикой нефтяных цен и связано с ней? Если проанализировать результаты исследований по данному вопросу, проведенных разными исследовательскими центрами, то выяснится, что в большинстве исследований обнаружена сильная зависимость между этими показателями в 1990-е гг. Однако уже в этом десятилетии появились новые факторы роста в России, которые позволяют прийти к выводу, что зависимость российской экономики от цен на нефть уменьшилась. Эти новые факторы включают в себя прежде всего рост инвестиций в основные фонды, причем рост, который опирается на диверсифицированную основу, государственные инвестиции, а также инвестиции частного сектора. Отдельного упоминания заслуживают прямые иностранные инвестиции.

Другой фактор — это развитие внутреннего рынка, внутреннего потребительского спроса. Этот фактор непосредственно вытекает из упоминавшегося быстрого развития банковского сектора, в частности потребительского кредитования. Данные факторы помогают улучшить структуру российской экономики и сделать ее более устойчивой к влиянию нефтяных цен. Одно из недавних наблюдений, на которое можно сослаться в этой связи, — то, что в настоящее время экономический рост не сильно ускоряется в связи с ростом нефтяных цен.

Является ли это достаточным основанием для того, чтобы прийти к выводу о том, что российская экономика на сегодняшний день полностью защищена от влияния нефтяных цен? Здесь, естественно, прежде всего имеется в виду возможность снижения в будущем нефтяных цен. Однозначного ответа на этот вопрос нет. Наверняка самый лучший способ ответить на этот вопрос — посмотреть, что происходило в российской экономике во время последнего эпизода снижения нефтяных цен. Это произошло в 2001 г., когда они упали практически на 20%. Этот год не был очень успешным для России, потому что темпы роста ВВП снизились на 5 процентных пунктов, причем некоторое замедление наблюдалось еще и в 2002 г. Это говорит о том, что многое еще необходимо сделать для того, чтобы диверсифицировать экономику России, что сделает ее менее зависимой от нефтяных цен.

Говоря о нефтяных ценах, важно отметить, что динамика российского экспорта тесно связана с изменениями цен на нефть. При этом сальдо торгового баланса в гораздо меньшей степени положительно реагирует на рост нефтяных цен. Дело в том, что, несмотря на быстрый рост экспорта, импорт растет еще более быстрыми темпами. Причем если рост экспорта в значительной степени обуславливается ценовым фактором, ростом цен на углеводороды и другие сырьевые ресурсы, то рост импорта в основном отражает рост физических объемов импортируемых товаров. Поэтому при прекращении роста мировых нефтяных цен можно ожидать резкого снижения положительного сальдо торгового баланса за счет продолжения быстрого роста импорта. Это несет в себе фактор риска для среднесрочной устойчивости платежного баланса.

Второй ключевой вопрос, ответ на который определит перспективы развития нашей страны, — вопрос о том, в каком экономическом росте нуждается Россия. Существуют две точки зрения по этому



вопросу, два подхода, причем на сегодняшний день даже на уровне правительства нет единогласия. Один из подходов основан на том, что чем выше темпы экономического роста, тем лучше для России. Экономическая политика, которая строится исходя из этого подхода, конечно, даст выигрыш в развитии экономики и доходах в краткосрочной перспективе, но в долгосрочной перспективе кумулятивный рост экономики и доходов оказывается ниже. Альтернативным является подход, делающий акцент на поддержании устойчивости экономического роста и недопущении высокой инфляции. Данный подход допускает некоторое снижение темпов роста, если борьба с инфляцией требует этого. Этот подход требует изменения государственной политики в финансовой сфере экономики.

Попытаемся схематично описать, что может произойти при выборе Россией каждого подхода. При выборе первого подхода в течение первых нескольких лет темпы экономического роста могут быть выше, но возникнет высокий риск «мягкой» или «жесткой посадки» экономики. Тогда темпы роста резко упадут, и в целом выгода для страны с точки зрения экономического роста и доходов населения начнет уступать второму подходу, при котором темпы роста экономики сохраняются постоянными, хотя изначально и более низкими, в течение всего периода.

В данный момент, похоже, власти склоняются к выбору первого подхода, сделав основным приоритетом поддержание высоких текущих темпов экономического роста. В свою очередь это подразумевает дальнейшее ослабление бюджетной политики, сокращение бюджетного профицита из-за наращивания бюджетных расходов, в то время как Центральный банк проводит ограничительную кредитно-денежную политику, повышая нормативы резервирования и процентные ставки. Такое сочетание макроэкономических политик увеличивает риск для среднесрочного развития страны.

НАБЛЮДАЕМЫЙ ПЕРЕГРЕВ ЭКОНОМИКИ ТРЕБУЕТ НЕКОТОРОГО ОХЛАЖДЕНИЯ

Следующий вопрос носит более конкретный характер и сейчас широко освещается в средствах массовой информации. Это вопрос о том, находится ли российская экономика в состоянии перегрева, демонстрируя слишком высокие темпы роста. Чтобы вынести суждение об этом, специалисты по макроэкономике

смотрят на различные показатели, которые сигнализируют о том, является ли наблюдаемый рост экономики чрезмерным или нет. Для разных экономик перегрев может наблюдаться при совершенно различных темпах роста, в зависимости от ряда факторов, среди которых — уровень достигнутого экономического развития, благоприятный бизнес-климат и т. д. Судя по всему, России по силам поддерживать достаточно высокие устойчивые темпы экономического роста в пределах 5,5–6,5%, что выше, чем в развитых странах.

Вместе с тем ряд показателей говорит о том, что российская экономика достигла состояния перегрева. Один из показателей — это сочетание ускоряющейся экономики и разгоняющейся инфляции. Такие высокие темпы роста ВВП, какие были в прошлом году и в начале этого года, не наблюдались в России в последние 6–7 лет.

Другой показатель состояния экономики — это строительный бум. Если посмотреть на строительный сектор, особенно сектор строительных материалов, то заметно наличие двух эффектов. Первое — это очень высокие темпы роста. Они выше, чем в целом темпы экономического роста страны и промышленности. Еще более важно то, что рост цен на основные стройматериалы (кирпич, цемент) идет очень быстрыми темпами, опережающими рост цен в экономике в целом. Согласно экономической теории, это говорит о том, что в экономике происходит строительный бум. Это считается признаком, симптомом перегрева экономики.

Ресурсные ограничения рабочей силы, капитала, инфраструктурные ограничения — еще один важный показатель, который надо учитывать, чтобы вынести суждение о перегреве экономики. В России эти ограничения проявляются все сильнее и сильнее. Один из признаков проявления ресурсных ограничений в части трудовых ресурсов — это рост зарплат, опережающий рост производительности труда. Статистические данные говорят о том, что в течение последних нескольких лет реальная зарплата в обрабатывающей промышленности начала превышать рост производительности. Хотя доля затрат на оплату труда в расчете на единицу производимой продукции стабилизировалась, это является следствием того, что рост цен производителей выше, чем рост потребительских цен. Вполне вероятно, что в будущем рост потребительских цен может превысить рост цен производителей, так как рост цен производителей во многом отражает быстрый рост цен

на минеральные ресурсы. Это может привести к относительному росту расходов на оплату труда в структуре себестоимости продукции и в результате к быстрому ухудшению конкурентоспособности.

Наконец, количественное и качественное ухудшение платежного баланса также может свидетельствовать о перегреве экономики. В течение последних лет ежегодные темпы роста импорта увеличивались. В этом году импорт может вырасти почти в 1,5 раза — это очень высокие темпы. Важно отметить, что российский экспорт растет в основном за счет роста экспортных цен, в то время как рост импорта происходит в основном за счет роста физических объемов. В результате объем экспорта становится сильно зависимым от колебаний мировых цен на сырье. Это не может не вызывать беспокойства.

Итак, признаков перегрева российской экономики достаточно много. Однако Россия в этом отношении не уникальна. Не только в России наблюдаются признаки перегрева. Если посмотреть на страны, относящиеся к развивающимся, то во многих из них — Прибалтике, Казахстане, Вьетнаме, Шри-Ланке — ситуация вызывает еще большее беспокойство. В отличие от России, у них не такие сильные фундаментальные макроэкономические позиции в части долговых обязательств, платежного баланса, поэтому макроэкономические риски России не способны вылиться в большие проблемы для экономики в ближайшие годы. В то же время если наблюдаемые негативные тенденции в экономике будут продолжать действовать в течение нескольких лет, то они могут привести к действительному ухудшению ситуации, к значительному риску для экономики и для стабильности страны.

УЖЕСТОЧЕНИЕ БЮДЖЕТНОЙ И КРЕДИТНО-ДЕНЕЖНОЙ ПОЛИТИКИ ЕЩЕ НЕ ПОСТАВЛЕНО В КАЧЕСТВЕ ПОЛИТИЧЕСКОЙ ЗАДАЧИ

Следует обсудить также некоторые вопросы, касающиеся кредитно-денежной политики. Перед Центральным банком стоят непростые задачи, особенно если учитывать ослабление бюджетной политики. Прежде всего при проведении денежной политики власти должны принимать во внимание временные лаги, т. е. эффект запаздывания реакции экономики на действия денежных властей. Должно пройти определенное время, прежде чем снижение и повышение процентных ставок, изменение резервных требований



скажутся на финансовом секторе и (или) экономике. Если ставить задачу снижения сегодняшней высокой инфляции, то нужно отдавать себе отчет, что принимаемые меры экономической политики дадут эффект гораздо позднее, во многих случаях в следующем году. Из этого следует, что проблему сегодняшней высокой инфляции надо было решать в прошлом году. Еще одним следствием этого является то, что инфляция будущего года будет сильно зависеть от мер макроэкономической политики, реализуемых сегодня.

С временными лагами, а также с проблемой политического выбора связан также вопрос об укреплении рубля как меры борьбы с инфляцией. Возможно, какой-то небольшой положительный эффект от сильного рубля и будет наблюдаться через 3–6 месяцев после укрепления, но нужно иметь в виду, что усиление рубля может также иметь отрицательные последствия из-за того, что рынки начнут ждать укрепления. Это влечет за собой усиление притока капитала в страну, ускорение роста денежной массы и в конечном счете инфляции. Иными словами, некоторое снижение инфляции этого года мерами курсовой политики может ускорить инфляцию в будущем году.

Перед Центральным банком стоит еще одна проблема, связанная с денежной

политикой. Если ситуация с ликвидностью банковской системы ухудшится, то Центральному банку придется рефинансировать банки. В большинстве развитых экономик рефинансирование банковского сектора производится посредством операций на открытом рынке с гособлигациями. В России рынок государственных облигаций не очень ликвиден и объемов, поэтому Центральный банк должен использовать альтернативные инструменты для регулирования рублевой ликвидности. Пока что он успешно делал это. Центробанк начал принимать различные акты в качестве обеспечения своих кредитов, существенно увеличив потенциальный объем рефинансирования. Однако если заглянуть в будущее, остается неясным, какие механизмы требуемого устойчивого роста денежной массы намерен использовать Центральный банк, если чистый приток капитала сбалансируется или сменится устойчивым оттоком. Использование в этих целях операций однодневного и недельного РЕПО вряд ли может рассматриваться в качестве постоянного источника предложения денег в экономике. Рынку нужны более долгосрочные инструменты.

У этой проблемы есть и другая сторона, не менее сложная. При сохранении устойчивого притока капитала и высоких цен на нефть задача Центрального банка будет заключаться в том, как аб-

сорбировать избыточную рублевую ликвидность. Эта задача еще более усложняется с учетом возникших признаков раскручивания инфляционной спирали зарплат. Население, ощущающее рост цен на своих карманах, ожидает и требует дополнительной индексации зарплат, что приводит к ускорению роста номинальных зарплат в экономике. В свою очередь это подталкивает вверх цены, ускоряет инфляцию. Если посмотреть на данные Госкомстата за апрель и май текущего года, то можно заметить, что рост зарплат уже ускорился до 31% в годовом выражении.

Чем это осложняет задачу Центрального банка? Увеличение зарплат в экономике, который Центральный банк не может контролировать, влечет за собой рост наличных денег в экономике, подталкивая рост денежной базы и других денежных агрегатов. В этой ситуации Центральный банк, стремящийся не допустить чрезмерного роста денежных агрегатов, вынужден зажимать безличную часть денежной массы, в том числе снижая объем ликвидности в банковской системе. Таким образом, существует риск того, что банковский сектор станет жертвой отрицательных тенденций в экономике. Если же не предпринимать мер по контролю над ростом денежного предложения, это чревато сохранением высоких темпов роста цен.

НОВОСТИ НДЦ

Международное рейтинговое агентство Thomas Murray повысило рейтинг центрального депозитария НДЦ до AA- с прогнозом «стабильный»

Международное рейтинговое агентство *Thomas Murray* повысило рейтинг центрального депозитария НДЦ до AA-, что соответствует очень низкому уровню риска. Прогноз рейтинга — «стабильный».

Общий рейтинг базируется на оценке уровней следующих видов рисков:

Публичный рейтинг ЦД	Рейтинг НДЦ
Общий рейтинг	AA-
Риск резервирования (преддепонирования) активов	A+
Риск ликвидности	A+
Риск взаимодействия (контрагентов)	A+
Финансовый риск	AA
Операционный риск	AA-
Риск обслуживания активов	AA-

Рейтинг AA-, присвоенный компанией *Thomas Murray*, в очередной раз подтверждает высокую финансовую стабильность НДЦ и низкий риск для депонентов при проведении операций через НДЦ. «Стабиль-

ный» прогноз рейтинга свидетельствует об отсутствии немедленных изменений, которые могут повлиять на рейтинг в ближайшее время.

Повышение рейтинга учитывает обязательство НДЦ развивать и совершенствовать свои технологии и системы на постоянной основе с целью минимизации рисков участников рынка. В данной области НДЦ в прошлом году добился значительных успехов, в частности снизил риск взаимодействия (контрагентов), финансовый и операционный риски.

Рейтинг по риску взаимодействия (контрагентов) был повышен с A до A+. Принятые в НДЦ критерии для депонентов предполагают, что клиенты ММВБ/НДЦ — в основном профессиональные участники рынка, имеющие лицензию ФСФР России. С января 2008 г. ФСФР России начала программу по внедрению более высоких требований по капитализации всех профессиональных участников рынка ценных бумаг. Лицензируемые участники также обязаны предоставлять ФСФР России и ЗАО «Фондовая биржа ММВБ» финансовую информацию и сведения о сделках.

Рейтинг финансового риска был повышен с AA- до AA в связи с повышением страхового покрытия до 50 млн долл. (годом ранее —

СВОБОДНОЕ ПЛАВАНИЕ ДЛЯ РУБЛЯ И ИНФЛЯЦИОННОЕ ТАРГЕТИРОВАНИЕ — ЛЕГЧЕ СКАЗАТЬ, ЧЕМ СДЕЛАТЬ

Наконец, еще один вопрос, который стоит перед Центральным банком: как перейти к инфляционному таргетированию, управлению инфляцией через механизм процентных ставок? Центробанк ставит задачу перехода к инфляционному таргетированию в течение ближайших 2–3 лет, что предполагает также переход к режиму свободного плавления рубля. Особенность России в том, что ее платежный баланс по-прежнему сильно зависит от нефтяных цен, от углеводородного сектора экономики. В отличие от Норвегии, в России дополнительная валютная выручка, поступающая в связи с ростом цен на нефть и газ, лишь частично направляется в государственные фонды. Если полностью перейти к свободно плавающему обменному курсу, то не только платежный баланс, но и курс станут очень чувствительными к существенным изменениям цен на нефть в любом направлении. Если цены будут продолжать расти, то мы можем увидеть очень быстрое укрепление рубля, а если цены сильно пойдут вниз, то мы увидим, наоборот, очень серьезное обесценивание рубля. Поэтому мне кажется, что более реально ставить задачу не перехода к свободно плавающему обменному курсу

через 2–3 года, а перехода к более широкому валютному коридору. В качестве потенциальных границ этого коридора можно обозначить уровень $\pm 15\text{--}20\%$ от некоего среднего уровня коридора.

Какие выводы можно сделать из всего вышесказанного для динамики курса рубля и процентных ставок? В мае Центральный банк ввел новый механизм валютных интервенций внутри существующего валютного коридора, что сделало курс рубля против бивалютной корзины более волатильным и менее предсказуемым. В результате, по моим оценкам, лишь примерно 18 млрд долл. из прогнозируемого профицита текущего счета в этом году при ценах на нефть около 100 долл. за баррель будут создавать давление на рубль в сторону укрепления. Это означает, что динамика курса рубля в значительной мере обуславливается движением капитальных потоков. Сильный отток капитала способен ослабить рубль вплоть до верхней границы коридора. Поэтому дальнейшее расширение границ валютного коридора не обязательно предполагает немедленное и устойчивое укрепление рубля. Постепенное ослабление платежного баланса предполагает, что в какой-то момент тенденция к укреплению рубля сменится на противоположную тенденцию.

Будущая динамика процентных ставок определяется двумя факторами. Переход к инфляционному таргетированию в усло-

виях высокой инфляции неминуемо влечет за собой рост процентных ставок. Однако не надо ожидать, что процентные ставки будут двигаться лишь в одном направлении — в сторону повышения. В периоды большого притока капитала, как сейчас, ситуация с рублевой ликвидностью существенно улучшается и краткосрочные процентные ставки на межбанковском рынке снижаются. Сейчас ведущие российские банки и компании выходят на глобальные финансовые рынки. Это означает, что в ближайшие несколько недель ситуация с ликвидностью будет оставаться благоприятной, несмотря на предстоящую уплату крупной суммы квартального НДС в июле. Поэтому в ближайшее время краткосрочные ставки будут оставаться достаточно низкими. Скорее всего, большая волатильность этих ставок при сохранении общего повышательного тренда сохранится и в горизонте одного года. Постепенное повышение Центральным банком своих депозитных ставок будет ограничивать снизу величину процентных ставок на межбанковском рынке. Если говорить о долгосрочных ставках, то ситуация сильно отличается. Эти ставки в гораздо меньшей степени подвержены колебаниям и демонстрируют четко выраженный повышательный тренд, особенно в 5-летнем диапазоне. Есть все основания полагать, что это движение продолжится в ближайшие годы. ■

25 млн долл.) в августе 2007 г. и увеличением собственного капитала к концу 2007 г. до 1,35 млрд руб., или примерно 55 млн долл. (на конец 2006 г. — 35 млн долл.). Прибыльность депозитария осталась на том же уровне, несмотря на снижение тарифов за услуги по хранению ценных бумаг на 15%.

В 2007 г. НДЦ поддерживал постоянные высокие темпы совершенствования операционного блока для снижения операционного риска, и, как следствие, рейтинг операционного риска был повышен с А+ до АА-. Основные изменения, которые способствовали повышению рейтинга операционного риска:

- Качество процедур было повышено по всем операциям. Аудит, проводимый Отделом внутреннего контроля, включает проверку использования и понимания процедур персоналом.
- Система ЭДО поддерживает проведение эффективной сверки между материалами депозитарного учета НДЦ и системами ведения реестра, а также между депонентами и НДЦ.
- Были созданы две новые контролирующие роли в Операционном управлении для надзора и проверки, чтобы операционные процедуры проводились правильно и вовремя.
- Внешний операционный аудит, проведенный ЗАО «Делойт и Туш СНГ» в 2008 г., не выявил существенных недостатков в области внутреннего контроля. Следующий операционный аудит запланирован на 2009 г.
- Произошли улучшения в области обеспечения непрерывности бизнеса, некоторые сотрудники постоянно работают из второго офиса.
- План преодоления чрезвычайных ситуаций, предусматривающий новые расширенные меры обеспечения работоспособности

НДЦ, был протестирован и предусматривает наличие резервного вычислительного центра, функционирующего в режиме, близком к «боевому».

Саймон Томас, исполнительный директор компании *Thomas Murray* и начальник управления рейтингов, сказал: «*Thomas Murray тесно сотрудничал с НДЦ в последние 2 года для оценки контрольных процедур и мер по снижению операционного риска, и очень приятно видеть, что стремление НДЦ к внедрению постоянных улучшений и снижению риска выразилось в повышении рейтинга. Повышение рейтинга по риску контрагентов, финансовому и операционному рискам отражает прогресс, достигнутый НДЦ, в частности, в повышении финансовой стабильности в форме повышения капитализации и страхового покрытия, а также в других мерах по снижению рисков. У НДЦ хорошая позиция для продолжения поддержки российской инфраструктуры. Однако перед депозитарием стоит существенный вызов, и он находится в некоторой неопределенности, поскольку до сих пор не принят закон о Центральном депозитарии, который определил бы порядок работы Центрального депозитария в России.*»

Николай Егоров, Директор НДЦ, отметил: «*Мы рады, что наши усилия были отмечены повышением общего рейтинга и рейтинга по трем группам риска. Работа с Thomas Murray ведется постоянно и помогает нам выявить сферы, на которых нам надо сосредоточиться в будущем для снижения рисков. Это независимое компетентное мнение о распределении рисков НДЦ дает уверенность нашим депонентам, участникам и другим заинтересованным лицам в том, что НДЦ использует эффективные методы снижения риска.*»

