

**Концепция развития денежных рынков
в странах с пограничной
и формирующейся рыночной экономикой¹**



European Bank
for Reconstruction and Development

21 марта 2016 г.

¹ Коллектив авторов под руководством Дэвида Вавра (OGResearch) в составе Дэвида Вавра, Барри Топфа (бывший работник Банка Израиля), Жолта Кондрата (OGResearch), Акселя ван Недервеена (ЕБРР), Джима Тернбулла (ЕБРР), Мэтью Сала (ЕБРР) и Ода Пакатта (ЕБРР).

Содержание

Терминология	5
Предисловие	7
Глава 1. Денежные рынки в контексте режима денежно-кредитной политики	10
А. Стабильность цен, гибкость валютного курса и развитие денежного рынка	10
В. Стимулирование экономического развития через ценовую и финансовую стабильность	11
С. Режим денежно-кредитной политики	13
Глава 2. Роль и функция денежного рынка	20
А. Причины важности денежных рынков	20
<i>Финансовое посредничество и преобразование сроков погашения</i>	21
<i>Управление ликвидностью</i>	23
<i>Ценообразование и условия финансирования</i>	26
<i>Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики</i>	28
В. Центральный банк на денежном рынке	29
<i>Выполнение функций маркет-мейкера и роль центрального банка</i>	29
<i>Операционные переменные и операционная база</i>	32
<i>Современный инструментарий центральных банков</i>	36
i. Правило усреднения величины резервов	40
ii. Ключевая (директивная) ставка	43
iii. Основной инструмент (рефинансирования или изъятия избыточной ликвидности)	45
iv. Коридор однодневных процентных ставок по операциям постоянного действия	48
<i>Другие важные инструменты</i>	52
i. Операции «тонкой настройки»	52
ii. Кредитор последней инстанции	52
<i>Организационный фундамент операционной базы денежно-кредитной политики</i>	53
<i>Опыт и сложности реализации новой операционной схемы</i>	56
С. Ключевая ставка как база для других краткосрочных и долгосрочных ставок	62
<i>Целевая процентная ставка как «якорь» для процентных ставок денежного рынка</i>	62
<i>Кривая доходности (денежного рынка)</i>	62
Глава 3. Роль денежного рынка в местной валюте	63

Глава 4. Непременные условия для формирования эффективного денежного рынка	68
А. Использование местной валюты	68
В. Структура банковской системы и эффективное использование денежного рынка	73
С. Роль центрального банка в развитии финансового сектора	76
D. Законодательство, поддерживающее рынок	78
Е. Эффективные платежные и расчетные системы	79
<i>Поставка против платежа</i>	82
<i>Расчетная система</i>	83
<i>Платеж против платежа в валютнообменных операциях</i>	83
Глава 5. Составляющие эффективного денежного рынка	83
А. Основные понятия денежного рынка	83
В. Характеристики инструментов денежного рынка	87
С. Инструменты денежного рынка	88
D. Участники денежного рынка	97
Е. Операции и функции	101
F. Индикативные (ориентирные) межбанковские ставки	102
Глава 6. Технические аспекты денежного рынка	106
Приложение. Базовые понятия управления рисками	114

Список вставок

Вставка 1.	Компромисс между макроэкономическими целями	12
Вставка 2.	Преимущества инфляционного таргетирования.....	19
Вставка 3.	Коммерческие банки как генераторы денежной массы и сбережений.....	21
Вставка 4.	Механизм управления ликвидностью	23
Вставка 5.	Взаимосвязь с валютным рынком.....	24
Вставка 6.	Установление ставок по банковским кредитам и депозитам с использованием трансфертного ценообразования.....	27
Вставка 7.	Маркет-мейкер последней инстанции	31
Вставка 8.	Зачем нужен гибкий валютный курс?	33
Вставка 9.	Классификация операций ЦБ: операции на открытом рынке и другие.....	37
Вставка 10.	Типовые инструменты центрального банка, проводящего политику инфляционного таргетирования (на примере Чешского национального банка)	39
Вставка 11.	Разработка систем прогнозирования и анализа политики	44
Вставка 12.	Структурный дефицит и избыток ликвидности	45
Вставка 13.	Проблема накопления ликвидности в еврозоне и инструменты ЕЦБ.....	50
Вставка 14.	Пример стоимости использования коридора процентных ставок.....	51

Вставка 15.	Переход от таргетирования резервов по таргетированию процентной ставки на примере Бразилии	57
Вставка 16.	Переход от таргетирования резервов к инфляционному таргетированию.....	60
Вставка 17.	Макроэкономические причины долларизации	65
Вставка 18.	Источники фондирования для выдачи кредитов в местной валюте.....	67
Вставка 19.	Фондирование на денежном рынке: крушение банка Northern Rock	70
Вставка 20.	Участие правительства и центрального банка в создании стимулов для использования депозитов	71
Вставка 21.	Теневые банковские услуги	72
Вставка 22.	Компании с иностранным капиталом	74
Вставка 23.	Действия Национального банка Польши (НБП) по развитию финансовых рынков 77	
Вставка 24.	Своп на индекс «овернайт»	94
Вставка 25.	Инструменты денежного рынка, выполняющие посредническую функцию для иностранных инвестиций	96
Вставка 26.	Правительство и денежные рынки.....	98
Вставка 27.	Курсы свопов на индекс «овернайт» как индикативная ставка денежного рынка в развивающихся странах.....	105
Вставка 28.	Денежный рынок как источник информации	108

Список иллюстраций

Рис. 1. Фактические режимы кредитно-денежной политики в странах с низким уровнем доходов и в странах с уровнем доходов ниже среднего, 2003–2013 гг.....	16
Рис. 2. Упрощенная схема относительной позиции различных процентных ставок центрального банка, коммерческих банков и межбанковского рынка	36
Рис. 3. Разделение процессов разработки и реализации политики	55
Рис. 4. Объединение процессов разработки и реализации политики.....	55
Рис. 5. Повышение предсказуемости ставок денежного рынка на примере Сербии и Грузии ...	57
Рис. 6. Валютно-процентный своп	95
Рис. 7. Структура финансового рынка	101
Рис. 8. Стилизованный пример движения стоимости с течением времени между валютами .	107
Рис. 9. Ожидаемая рынком траектория эффективной ставки по федеральным фондам (Fed Funds Rate)	108
Рис. 10. Ожидаемая рынком траектория и неустойчивость трехмесячной ставки LIBOR	109
Рис. 11. Корректировки при расчете доходности	116

Терминология

ABS	= asset-backed security / ценные бумаги, обеспеченные активами
BIBOR	= Bangkok Interbank Offered Rate / Бангкокская межбанковская ставка предложения
CDO	= collateralized debt obligation / облигации, обеспеченные долговыми обязательствами
CDS	= credit default swap / своп кредитного дефолта
CLS	= continuous linked settlement / CLS Bank / расчётная система
CP	= commercial paper / коммерческая ценная бумага
DVD	= delivery versus delivery / поставка против поставки
DVP	= delivery versus payment / поставка против платежа
EURIBOR	= Euro Interbank Offered Rate / Европейская межбанковская ставка предложения
FRA	= forward rate agreement / соглашение о будущей процентной ставке
FSB	= financial stability board / Совет по финансовой стабильности
GRMA	= Global Repo Master Agreement / Глобальное типовое соглашение о репо
HIBOR	= Hong Kong Interbank Offered Rate / Гонконгская межбанковская ставка предложения
ICMA	= International Capital Markets Association / Международная ассоциация рынков капитала
IRS	= interest rate swap / процентный своп
LIBOR	= London Interbank Offered Rate / Лондонская межбанковская ставка предложения
NDF	= non-deliverable forward / беспоставочный форвард
OIS	= overnight indexed swap / своп на индекс «овернайт»
PIBOR	= Paris Interbank Offered Rate / Парижская межбанковская ставка предложения
PVP	= payment versus payment / платеж против платежа
QE	= quantitative easing / количественное смягчение
RTGS	= real time gross settlement / система расчетов в режиме реального времени
SIBOR	= Singapore Interbank Offered Rate / Сингапурская межбанковская ставка предложения
TBC	= piso da taxa do Bacen / нижняя процентная ставка Центрального банка Бразилии
TBAN	= teto da taxa do Bacen / верхняя процентная ставка Центрального банка Бразилии
TED	= Treasury EuroDollar (The price difference between three-month futures contracts for U.S. Treasuries and three-month contracts for Eurodollars)/ спрэд Казначейские Обязательства США- ставка по Евродолларам
TRLIBOR	= Turkish lire interbank offered rate / межбанковская ставка предложения по турецкой лире

ДЛЯ СЛУЖЕБНОГО ПОЛЬЗОВАНИЯ

WIBID	= Warsaw Interbank Bid Rate / ставка на варшавском межбанковском рынке
WIBOR	= Warsaw Interbank Offered Rate / Варшавская межбанковская ставка предложения
ГП	= государственное предприятие
ДС	= депозитный сертификат
ЕЦБ	= Европейский центральный банк
МСП	= малые и средние предприятия
МФК	= мировой финансовый кризис
НБП	= Национальный банк Польши
ЦБ	= центральный банк
ЧНБ	= Чешский национальный банк

Предисловие

В данном исследовании рассматривается роль денежного рынка в местной валюте в финансовой системе, анализируются предпосылки формирования денежного рынка и факторы, необходимые для его развития. Предполагается, что исследование станет руководством для лиц, ответственных за выработку экономической политики, и экспертов финансового сектора, занимающихся развитием финансовых рынков в странах с формирующейся и пограничной экономикой, как при проведении масштабных политических реформ и реализации планов развития финансового сектора, так и для решения конкретных задач по развитию денежных рынков.

Основная идея исследования заключается в том, что формирование устойчивых и хорошо функционирующих денежных рынков тесно связано с формированием режима денежно-кредитной политики, в основе которого лежит гибкий валютный курс и стремление к низкому и стабильному уровню инфляции (например, с помощью режима инфляционного таргетирования), и наоборот. Иными словами, если реформы, ориентированные исключительно на развитие механизмов денежного рынка, не будут сопровождаться последовательными усилиями по достижению низкого и стабильного уровня инфляции с применением политики предсказуемой процентной ставки и относительно гибкого валютного курса, они будут иметь ограниченные шансы на успех. Вместе с этим, внедрение подобного режима едва ли будет успешным, если не будут прилагаться усилия по формированию нормально функционирующих денежных рынков.

Изложенное показывает, что в странах с формирующейся и пограничной экономикой сложилась особая ситуация. К примеру, особенно важной характеристикой финансовых систем в таких странах является доминирующая роль коммерческих (розничных) банков². Коммерческие (розничные) банки в этих странах являются основными поставщиками инструментов сбережения. Помимо своей традиционной функции создания денежной массы они играют ведущую роль в финансовом посредничестве и в преобразовании сроков погашения сбережений, выполняют функцию основного внутреннего кредитора государства, а также являются ключевыми (и часто единственными) участниками денежного и валютного рынков (как наличного, так и срочного). С течением времени на развитых рынках основную часть этих функций взяли на себя специализированные финансовые учреждения, которые реализуют их, совершая сделки между собой исходя из своих сравнительных преимуществ.

Тот факт, что в финансовых системах стран с формирующейся и пограничной экономикой доминирующую роль в преобразовании сбережений в инвестиции играют коммерческие банки, является одним из ключевых стимулов активности на денежном рынке. С точки зрения денежного рынка, важнейшим из таких преобразований является преобразование сроков погашения. В рамках этого процесса коммерческие банки предоставляют финансовые ресурсы

² Тем не менее, банки продолжают играть **центральную роль** во всех странах, причем не в последнюю очередь благодаря их важнейшей функции в платежной системе. Лишь относительно недавно и в очень развитых странах существенную роль стали играть небанковские учреждения и рынки ценных бумаг, и это часто считают «англо-саксонским» явлением, наблюдаемым в таких странах, как США, Великобритания и Канада. Во многих развитых странах, например, в Германии, Франции и Японии, банки в целом сохраняют доминирующую роль, и, конечно же, они доминируют в большинстве развивающихся стран.

на длительные сроки, обусловленные потребностями инвестиционной деятельности, даже если индивидуальные вкладчики и не хотят связывать свои средства на такое продолжительное время. Банки обеспечивают преобразование сроков погашения за счет привлечения большого количества диверсифицированных депозитов. Операции на денежном рынке в значительной степени продиктованы стремлением обеспечить стабильность основной депозитной базы. Депозитная база дает банкам относительно точное понимание размера пула депозитов, на который они могут рассчитывать для финансирования долгосрочных кредитов, для прогнозирования потребности в ликвидности и для предоставления или привлечения займы денежной наличности на рынках в целях уравнивания своего баланса. Еще один аспект преобразования сроков погашения, который важен для развития денежного рынка, заключается в способности коммерческих банков эффективным образом увеличивать сроки по кредитам с фиксированной процентной ставкой и тем самым минимизировать процентный риск заемщика в течение срока кредита. Необходимость управлять сопутствующим процентным риском на балансе банков (вместо его перекладывания на заемщика) требует грамотного управления ликвидностью и процентным риском, а также разработки различных инструментов денежного рынка и инструментов управления рисками.

Под денежным рынком подразумевают совокупность краткосрочных операций по привлечению и предоставлению кредитов со сроком погашения менее 12 месяцев. Основная функция денежных рынков состоит в том, чтобы позволить участникам управлять краткосрочными денежными потоками и ликвидностью. Денежный рынок — это то место, где пересекаются казначейские операции центральных банков, правительств, банков, небанковских финансовых учреждений и предприятий. Он может стать источником финансирования или средством размещения избыточных сбережений и хеджирования различных рисков. Денежный рынок также является площадкой для применения наиболее распространенных инструментов денежно-кредитной политики и в целом создает базу для развития рынков капитала и финансовых рынков.

В стране, имеющей собственную расчетную единицу, большинство указанных функций, в особенности казначейские операции и операции центрального банка, осуществляются в местной валюте. В данном исследовании рассматриваются в основном вопросы, связанные с денежными рынками в местной валюте, а валютные рынки затрагиваются лишь в той мере, в которой они взаимодействуют с рынками местной валюты. Поэтому в дальнейшем под денежными рынками будут пониматься денежные рынки в местной валюте, а иное будет четко оговариваться.

С течением времени денежные рынки развиваются и меняются, это касается их инструментов, институтов и регулирования. На развитие и функционирование рынков влияют особенности, страны, ее история, правовая система, деловая культура и множество других факторов.

В странах с развитой экономикой современные денежные рынки сформировались после Второй мировой войны в результате введения ограничительных норм в сфере регулирования банковской деятельности. Первые десятилетия своего существования денежные рынки были площадкой, на которой инвесторы, имеющие избыток денежных средств, посредством внебиржевых кредитов без обеспечения, выдаваемых коммерческими банками, взаимодействовали с краткосрочными заемщиками. За последние тридцать лет в результате

стремительного развития, вызванного глобализацией и дерегулированием, существенно возрос спрос на капитал, удовлетворить который можно было только за счет использования новых инструментов, созданных на основе технологических и финансовых инноваций. Благодаря этому денежные ранки превратились из места обмена внебиржевыми необеспеченными займами между несколькими заслуживающими доверия учреждениями в намного более сложные площадки с собственными ценными бумагами, обеспеченным кредитованием и процентными деривативами, причем эти инструменты имеют различные сроки погашения и доступны широкому кругу участников.

Важным стимулом для развития денежных рынков было увеличение роли финансирования государственного долга во многих странах, начиная с появления ликвидных казначейских векселей. Дополнительным стимулом к выпуску краткосрочных ценных бумаг правительств и центральных банков стало развитие современных операций денежно-кредитной политики, а также финансирование через обеспеченные сделки, такие как соглашение о продаже с обязательством обратного выкупа (репо). Увеличению масштаба, размера и сложности финансовых рынков, в том числе денежных, за последние десятилетия способствовали усиление экономической и финансовой волатильности, глобализация и увеличение международных потоков капитала, развитие теории финансовых рынков и финансовых методов, а также значительное увеличение компьютерных мощностей и быстрые системы коммуникаций.

Недавний мировой финансовый кризис (МФК) продемонстрировал, что развитый и ликвидный денежный рынок является необходимым условием бесперебойного функционирования финансовой системы. Помимо прочих изменений, этот кризис привел к повышению важности обеспеченного кредитования по сравнению с необеспеченным, к сокращению объемов межбанковского кредитования и средних сроков сделок, а также изменил характер межбанковского финансирования. Многие страны с формирующейся рыночной экономикой испытывают трудности с созданием межбанковского рынка, и, как ни парадоксально, с началом МФК с аналогичной проблемой столкнулась Еврозона при попытке перезапустить парализованный межбанковский рынок³.

Настоящее исследование имеет следующую структуру:

В Главе 1 исследуется эволюция основ денежно-кредитной политики и анализируется, почему инфляционное таргетирование стало настолько популярным в развитых странах и в странах с формирующейся рыночной экономикой и почему оно является важным фактором в развитии хорошо функционирующих денежных рынков.

Глава 2 посвящена изучению роли денежного рынка в финансовой системе, включающей правительство, центральный банк, депозитные учреждения (далее именуемые банками), небанковские финансовые учреждения и нефинансовые организации.

В Главе 3 рассматриваются предпосылки, необходимые для формирования и развития денежных рынков, если местная валюта является подходящим средством обмена и пользуется

³ Лоренцо Бини Смаги, «Перезапуск рынка: ситуация на межбанковском рынке» (Lorenzo Bini Smaghi, "Restarting a Market: The Case of the Interbank Market"), доклад на конференции ЕЦБ, прошедшей в г. Франкфурт-на-Майне 1 декабря 2008 г.

доверием участников рынка. В ней рассматриваются причины долларизации, способы борьбы с ней и роль депозитной базы в развитии денежного рынка. Кроме того, в этой главе анализируются основные предпосылки с точки зрения платежных систем и законодательства.

В Главе 5 рассматриваются основные виды сделок, инструменты и участники денежных рынков, а также подробно анализируются технологические и правовые основы их функционирования, включая различные платежные системы, необходимые законы и нормы.

В приложениях представлены технические и операционные детали, необходимые для функционирования денежных рынков.

Глава 1. Денежные рынки в контексте режима денежно-кредитной политики

А. Стабильность цен, гибкость валютного курса и развитие денежного рынка

Развитие и реформирование рынков местной валюты тесно взаимосвязаны с выбранным курсовым режимом и с основами денежно-кредитной политики. Как правило, денежные рынки в местной валюте бурно развиваются в условиях, характеризующихся гибким (определяемым рынком) валютным курсом и политикой, ориентированной на достижение (внутренней) стабильности цен⁴. Необходимо отметить, что это не означает, что в странах с режимом фиксированного валютного курса и многовекторной денежно-кредитной политикой, направленной на достижение множества (иногда противоречивых) целей, не бывает нормально функционирующих денежных рынков. Однако в подобных условиях развивать рынки местной валюты будет определено труднее и, кроме того, возрастает вероятность, что на денежных рынках будет все чаще использоваться иностранная (а не местная) валюта, что будет негативно влиять на финансовую стабильность экономики.

Существует ряд причин, по которым гибкий валютный курс, стабильность цен и развитие денежного рынка взаимосвязаны.

Во-первых, гибкость валютного курса влечет за собой необходимость выработки альтернативного номинального якоря и альтернативных инструментов денежно-кредитной политики. Как будет показано ниже, инфляционное таргетирование является тем альтернативным инструментом, который особенно способствует развитию денежного рынка, поскольку в данном случае центральный банк выступает в качестве маркет-мейкера, устанавливая стоимость краткосрочной ликвидности («овернайт» балансов), и дает ориентиры динамики данной цены в будущем на основании макроэкономических факторов, что уменьшает процентный риск в краткосрочной и долгосрочной перспективе.

⁴ Некоторые разграничивают внутреннюю стабильность цен, под которой подразумевают стабильность цен на внутреннем рынке, и внешнюю стабильность цен, под которой подразумевают стабильность курса национальной валюты.

Во-вторых, стремление к обеспечению стабильного уровня инфляции за счет политики в области процентных ставок требует наличия хорошо функционирующих денежных рынков, выступающих в качестве основных проводников воздействия инструментов денежно-кредитной политики.

В-третьих, гибкий валютный курс в сочетании с активной последовательной политикой, ориентированной на обеспечение стабильности цен, стимулирует накопление сбережений в местной валюте из-за неопределенности реальной стоимости сбережений в иностранной валюте. Как будет сказано ниже, одним из основных составляющих элементов функционирующих денежных рынков является стабильная депозитная база в местной валюте, что помогает посредничеству между вкладчиками и заемщиками, а также преобразованию сроков погашения между краткосрочным фондированием и долгосрочными займами.

Наконец, при получении дохода в местной валюте потребность корпоративного и финансового сектора в том, чтобы убрать с баланса валютный риск, стимулирует развитие многих инструментов хеджирования и активность на денежном рынке.

Учитывая эту взаимозависимость, неудивительно, что часто приходится наблюдать (особенно в странах с формирующейся рыночной экономикой), как развитие денежных рынков идет рука об руку с мерами по внедрению режима инфляционного таргетирования в различных формах и мерами по установлению достаточно гибкого валютного курса.

С точки зрения проведения реформ в странах с формирующейся и пограничной экономикой можно сказать, что преобразования, ориентированные исключительно на механизмы денежного рынка, будут иметь ограниченные шансы на успех, если не будут сопровождаться последовательными усилиями по достижению низкого и стабильного уровня инфляции с применением политики предсказуемой процентной ставки и относительно гибкого валютного курса. В то же время, усилия по внедрению такого режима едва ли будут успешными, если параллельно не будут приниматься меры для создания хорошо функционирующих денежных рынков.

В. Стимулирование экономического развития через ценовую и финансовую стабильность

Первым шагом к формированию устойчивой финансовой системы является понимание того, насколько стабильность цен важна для развития механизмов денежного рынка.

Все центральные банки стремятся к решению множества первостепенных задач, как макроэкономических (обеспечению стабильности цен, валютного курса, конкурентоспособности, роста), так и финансовых (финансовой стабильности и развитию финансового сектора).

Ценовая стабильность означает поддержание стабильности общего уровня цен на товары и услуги и недопущение продолжительных периодов инфляции или дефляции с целью обеспечения стабильности ожиданий относительно изменения цен в будущем. Основная польза ценовой стабильности состоит в том, что она делает предсказуемой будущую динамику цен, в том числе номинальной процентной ставки, а вместе с ней и реальную стоимость денег,

стимулируя тем самым домохозяйства и предприятия инвестировать в реальный сектор, что, в свою очередь, стимулирует устойчивый рост экономики.

Определение финансовой стабильности является менее четким. Для наших целей под финансовой стабильностью подразумевается состояние, при котором финансовая система — посредники, рынки и инфраструктура рынка — могут противостоять шокам без существенных сбоев в оказании услуг финансового посредничества и в эффективном перераспределении сбережений в производственные инвестиции⁵.

Как показывает история, достижение сразу нескольких макроэкономических целей — амбициозная задача. Если цели противоречат друг другу, это может снизить эффективность работы центрального банка, поскольку противоречивые цели потребуют непоследовательных мер денежно-кредитной политики (см. вставку 1). Важнейший урок, полученный из практического опыта, заключается в том, что приоритет в пользу стабильности цен может помочь центральному банку завоевать доверие, что, в свою очередь, можно использовать для достижения других целей и поиска более эффективных компромиссных решений.

Вставка 1. Компромисс между макроэкономическими целями

Принимая во внимание, что кратковременные компромиссы между целями экономической политики допускаются, центральный банк должен обладать достаточной гибкостью для определения, в какой степени допустимо временное отклонение от целей по инфляции для достижения других задач. Например, очень низкий уровень инфляции, вероятно, приведет к снижению процентных ставок, что может усугубить дисбалансы в финансовом секторе и привести к образованию финансовых пузырей. Удержание стабильного валютного курса в течение продолжительного периода времени может в долгосрочной перспективе увеличить инфляционную волатильность, а также привести к накоплению в частном секторе значительных нехеджированных позиций в иностранной валюте. Из-за этого финансовый сектор становится более уязвимым к валютным шокам, и чтобы справиться с этими шоками, в конечном счете, могут потребоваться меры, которые увеличат инфляцию (например, отмена привязки валютного курса). Снижение процентных ставок для поддержания роста и занятости может привести к неконтролируемому росту инфляции и инфляционных ожиданий, особенно после скачков предложения или в условиях, когда уровень производственного потенциала или естественный уровень безработицы трудно поддаются измерению или подвержены влиянию структурных сдвигов. В подобных условиях снижение ставки может быть неверно интерпретировано и, следовательно, может подорвать доверие к центральному банку, что, в свою очередь, вызовет рост инфляционных ожиданий.

Что касается финансовых целей, то, согласно общепринятой точке зрения, ценовая и финансовая стабильность в определенной степени дополняют друг друга. Фактически, можно утверждать, что стабильность цен способствует финансовой стабильности в целом.⁶ Ценовая и финансовая стабильность усиливают друг друга в долгосрочной перспективе. Данная точка зрения подтверждается эмпирическими данными о том, что многие финансовые кризисы были вызваны или сопровождались существенным изменением уровня цен. Кроме того, исторически большинство банковских кризисов происходили во времена рецессии, часто после периода высокой инфляции. Однако стабильность цен

⁵ МВФ определяет финансовую стабильность как состояние, при котором финансовая система может стимулировать (а не тормозить) работу экономики через ценообразование, распределение финансовых рисков (кредитного риска, риска ликвидности, риска контрагента, рыночного риска и проч.) и управление ими, а также устранять финансовые дисбалансы, возникающие под влиянием эндогенных факторов или в результате существенных неблагоприятных и непредвиденных событий [Schinasi, 2004].

⁶ [Bordo, Wheelock, 1998].

не является достаточным условием для достижения финансовой стабильности. Учитывая колоссальные издержки финансовых кризисов (дефляция или низкий уровень роста в течение многих лет), вероятно, оптимальное решение для центральных банков — проявить чрезмерную осторожность и отклониться от целевого уровня инфляции на короткое время для сохранения стабильности цен в долгосрочной перспективе.

При этом денежно-кредитная политика и макропруденциальное регулирование используют свои специализированные наборы инструментов. Хотя эти инструменты могут дополнять и усиливать друг друга, похоже, существует консенсус относительно того, что инструменты денежно-кредитной политики следует использовать для управления инфляцией, а инструменты макропруденциального регулирования должны стать первой линией обороны для уменьшения возникающих финансовых дисбалансов. Действительно, недавний опыт многих экономик показывает, что инструменты денежно-кредитной политики слишком грубы и малоэффективны для поддержания финансовой стабильности и поэтому должны использоваться для этой цели лишь в последнюю очередь.

Важным наблюдением в сфере развития денежного рынка является то, что стабильность цен способствует финансовому развитию и тем самым укрепляет финансовую стабильность. Реалистичный целевой уровень инфляции при гибком валютном курсе стимулирует финансовые рынки, делая динамику процентной ставки более предсказуемой и за счет этого более полезной для определения цен на долгосрочные финансовые инструменты в местной валюте. Кроме того, за счет этого снижается привлекательность хранения сбережений и установления цен в иностранной валюте, и, за счет уменьшения долларизации экономики, снижается степень валютных расхождений на балансах домохозяйств и предприятий.

Акцент на стабильность цен повышает устойчивость финансового сектора к изменениям валютного курса и потоков капитала, особенно в странах с формирующейся рыночной экономикой. Несмотря на распространенное мнение, что фиксированный валютный курс также способен обеспечить стабильность цен, если его надежно удерживать в течение длительного срока, опыт многих развитых и развивающихся экономик показывает, что время от времени корректировки валютного паритета становятся неизбежными, а следующими за этим потрясениями трудно управлять, что часто приводит к затяжным экономическим кризисам. В отличие от этого, акцент на стабильность цен, в противоположность стабильности валютного курса, требует создания механизмов контроля волатильности валютного курса и ее экономических последствий. Создание подобных механизмов предполагает развитие финансовых рынков и инструментов, номинированных в местной валюте.

С. Режим денежно-кредитной политики

Выбор режима денежно-кредитной политики, обеспечивающего стабильность цен, имеет важные последствия для развития внутренних денежного и финансового рынков. В частности, опыт многих стран с формирующейся и пограничной экономикой показывает, что инфляционное таргетирование и гибкий валютный курс способствуют развитию финансового рынка в большей степени, нежели таргетирование валютного курса или денежное таргетирование. Это обусловлено тем, что таргетирование валютного курса и денежное таргетирование сокращают стимулы для укрепления денежных рынков, поскольку не требуют всех функций, которые денежные рынки могут обеспечить.

Базовой чертой всех современных экономик является то, что правительство в качестве расчетной единицы установило определенную валюту, которая должна использоваться во всех государственных и коммерческих сделках. Поддержание доверия к расчетной единице с течением времени играет важнейшую роль в стимулировании домохозяйства и предприятия принимать решения об инвестировании и расходовании средств, способствуя тем самым устойчивому экономическому росту и всеобщему процветанию.

Орган денежно-кредитного регулирования (как правило, центральный банк) устанавливает различные нормы для защиты реальной стоимости валюты, и выбор режима денежно-кредитной политики имеет важные последствия в плане развития местного денежного рынка, и наоборот.

Режим денежно-кредитной политики обычно включает в себя поддающиеся измерению промежуточные целевые показатели, значения которых должны помочь в поддержании реальной стоимости валюты, и ряд операционных целевых показателей⁷, посредством которых политика должна обеспечить достижение промежуточных целевых показателей. Причина использования подобной структуры заключается в том, что центральный банк в состоянии контролировать операционные целевые переменные с большей точностью, нежели промежуточные цели. В еще меньшей степени он способен контролировать конечную цель — стабильность цен и валюты. Например, прибегая к операциям на денежном и валютном рынках, центральные банки достаточно хорошо могут контролировать резервные деньги, краткосрочную процентную ставку и даже валютный курс, которые в настоящее время являются наиболее типичными операционными целевыми переменными. Однако существуют продолжительные и переменные задержки в механизме передачи воздействия от этих операционных целевых показателей к промежуточным целевым показателям, которыми могут являться: валютный курс, денежный агрегат или прогнозный уровень инфляции (среди прочих).⁸ Среди возможных промежуточных целевых показателей прогноз инфляции, используемый в качестве промежуточного целевого показателя в режиме инфляционного таргетирования, является уникальным в том плане, что включает в себя все доступные сведения, в том числе информационное содержание денежных агрегатов и валютный курс.

В табл. 1 представлена классификация наиболее актуальных направлений денежно-кредитной политики с точки зрения набора инструментов, операционных и промежуточных целевых показателей.

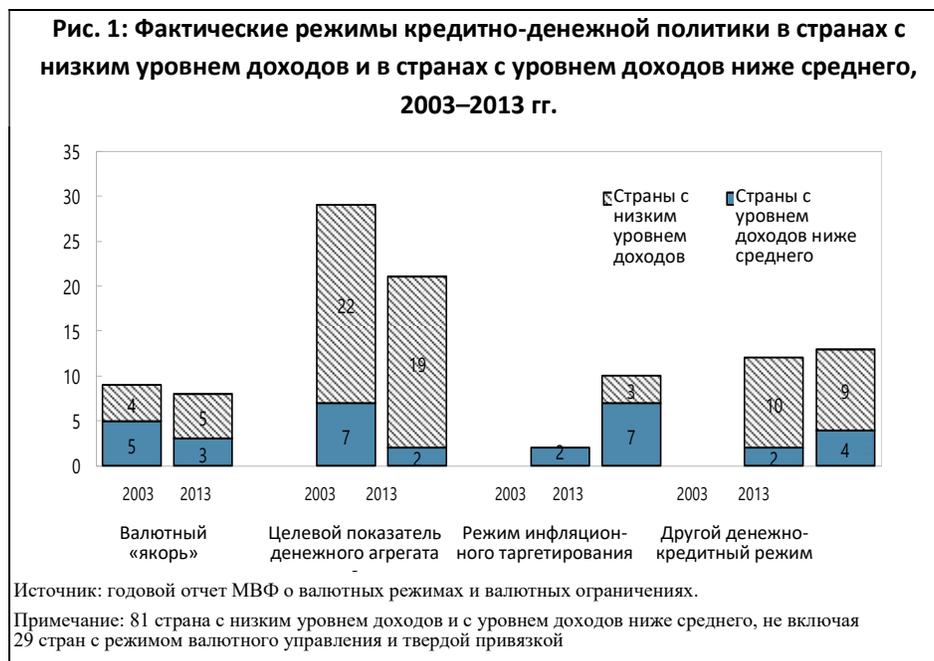
⁷ В литературе термины «операционный целевой показатель» и «инструмент» часто используются в одинаковом значении, что может привести к путанице. В данной работе термин «операционный целевой показатель» используется для обозначения переменных, которые ЦБ хотел бы непосредственно установить на определенном уровне, например, резервы или краткосрочная процентная ставка. А инструменты — это конкретные средства денежного рынка, используемые для достижения операционного целевого показателя. Операционный целевой показатель обычно является уникальным, при этом достичь его можно за счет использования целого спектра инструментов.

⁸ Валютный курс может являться либо операционной, либо промежуточной переменной, или и тем и другим одновременно. Например, в Дании центральный банк использует процентные ставки в качестве операционной переменной для поддержания фиксированного валютного курса к евро. В Сингапуре валютный курс используется в качестве операционной переменной, влияющей на уровень инфляции. Наконец, в Украине он является и операционной, и промежуточной переменной.

Табл. 1. Режимы денежно-кредитной политики

Режим денежно-кредитной политики	Промежуточный целевой показатель	Операционный целевой показатель	Набор инструментов
Таргетирование валютного курса	валютный курс	процентная ставка / валютный курс	валютные операции; постоянные механизмы предоставления кредитов «овернайт»; основной инструмент рефинансирования или стерилизации; минимальные резервные требования (усреднение)
Денежное таргетирование	денежный агрегат	резервные деньги	минимальные резервные требования (норматив и усреднение); основной инструмент рефинансирования или стерилизации; операции «тонкой настройки»; операции на открытом рынке
Расширенное денежное таргетирование	денежный агрегат	краткосрочные процентные ставки	минимальные резервные требования (норматив и усреднение); постоянные механизмы предоставления кредитов «овернайт»; основной инструмент рефинансирования или стерилизации; операции «тонкой настройки»; операции на открытом рынке
Облегченное инфляционное таргетирование	прогноз инфляции	краткосрочные процентные ставки	минимальные резервные требования (усреднение); постоянные механизмы предоставления кредитов «овернайт»; основной инструмент рефинансирования или стерилизации; операции «тонкой настройки»; валютные операции
Полномасштабное инфляционное таргетирование	прогноз инфляции	краткосрочные процентные ставки	минимальные резервные требования (усреднение); постоянные механизмы предоставления кредитов «овернайт»; основной инструмент рефинансирования или стерилизации; операции «тонкой настройки»

Исторически наиболее распространенными формами денежно-кредитного режима были товарные стандарты и валютные привязки. Несмотря на простоту и прозрачность, они не могли обеспечить стабильность реальной стоимости расчетной единицы. Например, изменение глобального предложения и спроса на золото при использовании золотого стандарта или изменение реального валютного курса при использовании валютной привязки может вызвать и вызывает колебание совокупного уровня цен.



Источник: предстоящий отчет Совета директоров МВФ

Более современные денежно-кредитные режимы работают (хотя бы частично) с гибким валютным курсом и делают акцент (в различной степени) на инфляционных целях монетарной политики. Режимы инфляционного таргетирования приобрели особую популярность благодаря установлению (постоянных) целевых показателей инфляции в качестве единственных числовых стратегических целей и следованию прогнозам инфляции (которые, таким образом, де-факто стали промежуточными целевыми показателями), позволяя при этом сохранять довольно гибкий валютный курс. В противоположность этому, денежное таргетирование направлено на достижение стабильности цен за счет установления и отслеживания промежуточных целевых показателей по росту различных денежных агрегатов, например, M2, с некоторой периодичностью (обычно квартальной). Однако акцент в данном случае делается не только на стабильность цен, но и на гибкость валютного курса, что важно для развития хорошо функционирующих денежных рынков (вставка 8).

В странах с формирующейся и пограничной экономикой наблюдается продолжающийся переход от таргетирования валютного курса и денежного таргетирования к расширенному денежному таргетированию и облегченному инфляционному таргетированию.⁹ Специализированные режимы инфляционного таргетирования набирают популярность даже при условии невыполнения критериев, необходимых для режимов полномасштабного инфляционного таргетирования, исходя из аналогичного опыта более развитых стран с формирующейся рыночной экономикой в 1990-х и в начале 2000-х годов можно ожидать сохранения данной тенденции. Некоторые причины, которыми обусловлена эта тенденция, изложены во вставке 2.

⁹ Однако на практике имеется множество промежуточных режимов денежно-кредитной политики, которые можно охарактеризовать как гибкие режимы, объединяющие к себе элементы монетарного и экономического анализа или валютные интервенции и целевой показатель инфляции (например, двухкомпонентная база). См. [Laugens, 2014].

В рамках расширенного денежного таргетирования промежуточным целевым показателем остается широкий показатель денежной массы, в то же время необходимость в изменении денежно-кредитной политики определяется с помощью периодического анализа ее фактических результатов. Повседневные операции денежно-кредитной политики нацелены на стабилизацию краткосрочных процентных ставок, а не на достижение целевого показателя по резервным деньгам, как при традиционном денежном таргетировании.

Режим облегченного инфляционного таргетирования представляет собой смешанный подход к инфляционному таргетированию, подчеркивающий особую роль валютного курса в экономике¹⁰. Облегченное инфляционное таргетирование обычно характеризуется наличием установленного целевого показателя инфляции и использованием валютных интервенций для нивелирования рыночных колебаний, но не для противодействия фундаментальным изменениями, поскольку целевых показателей по валютному курсу нет. Политика управления процентной ставкой в основном используется для таргетирования инфляции, однако валютному курсу также уделяется достаточное внимание.

Денежные рынки играют важнейшую роль в процессе, посредством которого операционные целевые показатели оказывают влияние на промежуточные целевые показатели и, в конечном счете, на реальную экономику (этот процесс называют механизмом передачи воздействия политики). Конкретные каналы передачи воздействия денежно-кредитной политики функционируют за счет влияния, которое денежно-кредитная политика оказывает на процентные ставки, валютные курсы, курсы акций, стоимость недвижимости, банковское кредитование и балансы предприятий. Многие из этих каналов работают через денежный рынок, когда изменения в операциях, проводимых центральными банками через денежный рынок, распространяются на рынки, напрямую влияющие на принятие физическими лицами и предприятиями решений о тратах, например, рынок облигаций и рынок банковских кредитов. В отсутствие функционирующего денежного рынка механизм передачи воздействия краткосрочных ставок денежного рынка на ставки по долгосрочным облигациям и на предельную стоимость заемного финансирования не будет функционировать должным образом, и банки будут корректировать ставки по кредитам и депозитам лишь частично или с задержкой.

Различные режимы политики предъявляют различные требования к денежным рынкам и их уровню развития, поскольку делают акцент на разных каналах. Наиболее требовательной политикой является инфляционное таргетирование, поскольку основной операционной переменной выступает процентная ставка денежного рынка, а основной канал передачи воздействия включает изменения кривой долгосрочной доходности, исходя из ожиданий рынка относительно изменения краткосрочных ставок на денежном рынке (см. пояснения ниже и вставку 28). По этой причине в некоторых работах утверждается, что инфляционное таргетирование возможно только в условиях хорошо функционирующих денежного и финансового рынков. С другой стороны, денежные рынки менее требовательны при таргетировании валютного курса, при котором можно использовать прямой канал через валютные интервенции и влияние валютного курса на инфляцию.

¹⁰ [Stone, 2003].

Несмотря на то, что уровень развития денежного рынка действительно может быть важным фактором, определяющим выбор денежно-кредитной политики, указанный процесс работает и в обратном направлении, когда различные виды политики могут по-разному влиять на развитие денежного рынка в силу задействования различных каналов.

Опыт двух последних десятилетий позволяет предположить, что формирование режимов инфляционного таргетирования связано с особо стремительным развитием денежного и финансового рынков и со снижением масштабов долларизации экономики в целом. Акцент на инфляцию и процентные ставки уменьшает неопределенность на обоих рынках, что ведет к снижению премий за риск и способствует развитию рынков. Как будет показано в Главе 2, центральный банк весьма активен и предсказуем в предоставлении и изъятии ликвидности на рынке, что обеспечивает поддержание ставок денежного рынка вблизи уровня операционного целевого показателя. Уровень операционного целевого показателя процентной ставки сам по себе связан с прогнозом инфляции, и эта связь, являющаяся объектом интенсивной коммуникации центрального банка и пристального наблюдения со стороны рынков, помогает сделать предсказуемой траекторию процентных ставок в будущем. Благодаря этой предсказуемости, изменения ключевой ставки, ясно доведенные до сведения и понятые, будут в большей степени влиять на рыночные ставки.

Таргетирование валютного курса не способствует в такой же степени развитию емких и ликвидных денежных рынков, которые не являются необходимым проводником воздействия данной политики. Центральные банки, проводящие политику таргетирования валютного курса, часто не управляют ликвидностью на денежном рынке слишком активно, и побочным эффектом валютных операций являются колебания ликвидности. Следствием отсутствия активного и предсказуемого центрального банка является волатильность и неопределенность рынка, что вызывает снижение объемов и увеличение премий и спредов. При режимах таргетирования валютного курса имеется тенденция к накоплению нехеджированных валютных позиций и образованию провалов на финансовых рынках, когда сильные шоки вызывают изменения валютного курса, приводя к дефициту ликвидности, снижая объемы торгов и сокращая активность маркет-мейкеров, а также сокращая сроки погашения по совершаемым на рынке сделкам. Как показано в приложении, прямые гарантии относительно валютного курса, которые присущи политике таргетирования валютного курса, также стимулируют использование альтернативной иностранной валюты в сделках и в качестве средства сбережения, что приводит к долларизации денежного и финансового рынков. Хотя денежные рынки и могут функционировать в иностранной валюте, роль маркет-мейкера, выполняемая центральным банком, ограничивается размером его валютных резервов, из-за чего возникает тенденция к повышенной волатильности рынков. При режимах денежного таргетирования центральным элементом механизма передачи воздействия политики считаются операции с ликвидностью на денежном рынке, и эти режимы в значительно меньшей степени ориентированы на обеспечение стабильности процентных ставок, которые из-за этого оказываются весьма волатильными. Высокая волатильность краткосрочных процентных ставок искажает сигнал денежно-кредитной политики¹¹, что создает

¹¹ В отличие от режимов инфляционного таргетирования, в режимах денежного таргетирования связь между операциями с ликвидностью (инструмент) и широкими денежными агрегатами (промежуточный целевой показатель) не очень прозрачная, поскольку целевые денежно-кредитные показатели нередко пересматриваются и не выполняются. Часто их невыполнение является намеренным, когда макроэкономическая ситуация делает

неопределенность в ценообразовании долгосрочных ставок и, как результат, долгосрочные ставки являются завышенными. Это тормозит развитие кривой доходности и инструментов денежного рынка, а в экстремальных случаях приводит к полному отсутствию долгосрочного рынка.

Однако это вовсе не означает, что в условиях таргетирования валютного курса или денежного таргетирования развитие денежного рынка неактуально. Во многих случаях эти режимы служили трамплином для перехода к режимам, подобным инфляционному таргетированию, что сопровождалось активными мерами по развитию денежного рынка. Приведенный в следующем разделе обзор опыта ряда стран показывает, что реализация операционного таргетирования процентных ставок часто осуществлялась в условиях валютных привязок и денежного таргетирования без планов о переходе к другому режиму. Чехия, например, придерживалась промежуточных целевых показателей денежной массы в течение непродолжительного периода после перехода к плавающему валютному курсу, когда основным инструментом и операционным целевым показателем уже были процентные ставки.

Тем не менее, и таргетирование валютного курса, и денежное таргетирование сокращают стимулы для укрепления денежных рынков, поскольку не требуют всех функций, которые денежные рынки могут обеспечить. Важнейшим стимулом для развития денежных рынков в местной валюте в первую очередь является гибкий валютный курс, что демонстрируется во вставке 8 в Главе 2).

Вставка 2. Преимущества инфляционного таргетирования

За последние 25 лет инфляционное таргетирование приобрело большую популярность в качестве набора практик в области денежно-кредитной политики и способа достижения стабильности цен в условиях гибкого валютного курса. Сегодня инфляционное таргетирование в той или иной форме применяют более 30 стран с развитой, формирующейся и пограничной экономикой. В качестве примера развитых стран можно привести Канаду и Японию, стран с формирующейся рыночной экономикой — Бразилию и Россию, а стран с пограничной экономикой — Молдову и Гану. Другие же, в том числе Федеральная резервная система США и ЕЦБ, воздерживаясь от официальных заявлений, все равно следуют практикам, сильно напоминающим инфляционное таргетирование.

Сторонники инфляционного таргетирования ценят усилия по стабилизации инфляционных ожиданий. Для достижения этой цели необходимо постоянно укреплять уверенность в том, что ценовая стабильность будет обеспечена, более гибко реагировать на шоки и демонстрировать, что экономические издержки от ошибок в такой денежно-кредитной политике ниже, чем при других режимах¹². Практика также показывает, что режимы инфляционного таргетирования удивительно стабильны и устойчивы в сравнении с альтернативами.

выполнение целевого показателя нежелательным, а иногда это обусловлено просто высокой изменчивостью скорости обращения денег и денежного мультипликатора, что, в свою очередь, является результатом скачков спроса на деньги. Следовательно, денежное таргетирование представляет собой очень сложную задачу, как в плане операций, так и в плане коммуникации, поскольку трудно объяснить невыполнение целевых показателей и их изменение с точки зрения достижения конечной цели — стабильности цен.

¹² Батини, Н., К. Куттнер и Д. Лэксон, 2005, «Работает ли инфляционное таргетирование на формирующихся рынках?» (Batini, N., K. Kuttner, and D. Laxton “Does Inflation Targeting Work in Emerging Markets?”) World Economic Outlook, Глава 4, МВФ.

Очевидную популярность режимов инфляционного таргетирования можно понять с точки зрения политэкономии. В отсутствие товарного стандарта или жесткой привязки режим денежного таргетирования может оказаться более чувствительным к воздействию краткосрочных политических факторов, например, к увеличению денежной массы для финансирования дефицита государственного бюджета или для стимулирования экономики в преддверии важных выборов. Это является веским доводом в пользу денежно-кредитной политики, при которой центральный банк будет иметь законный мандат, в рамках которого приоритетом является обеспечение стабильности цен. С теоретической точки зрения, инфляция — денежное явление, и поэтому центральный банк полностью ее контролирует в среднесрочной перспективе, а реальные цели, в том числе увеличение занятости и, в конечном итоге, реальный валютный курс, в значительной степени определяются немонетарными факторами, и центральный банк не в состоянии оказывать на них длительное воздействие.

Глава 2. Роль и функция денежного рынка

А. Причины важности денежных рынков

В каждой экономике денежные рынки играют несколько важных функций. Они помогают коммерческим банкам управлять ликвидностью и снижать риск ликвидности и процентный риск, обеспечивают источник финансирования и дают ценовые сигналы, устанавливая предельную стоимость капитала, а также служат отправной точкой в механизме передачи воздействия денежно-кредитной политики и в принятии мер по поддержанию ликвидности и стабильности финансовой системы.

В странах с формирующейся и пограничной экономикой важность емких и ликвидных денежных рынков более очевидна в силу того факта, что большую часть функций финансового сектора выполняют коммерческие банки. В таких странах основа денежного рынка – это межбанковский рынок ликвидности центрального банка. Основными игроками выступают коммерческие банки, центральный банк и правительство (см. раздел D Главы 5), и лишь иногда на него выходят другие учреждения финансового сектора и нефинансовые организации (предприятия).

С макроэкономической точки зрения, в странах с такой экономикой коммерческие банки играют важнейшую роль в создании денежной массы и депозитов (см. вставку 3), а также в предоставлении кредитов, сочетая потребности заемщиков и инвесторов. Гибкий и ликвидный межбанковский денежный рынок помогает коммерческим банкам в выполнении данной функции финансового посредничества, в частности, в преобразовании сроков погашения между сбережениями и инвестициями. Перемещая ликвидность между банками и управляя ликвидностью, сделки на денежном рынке уменьшают риск ликвидности и процентный риск в бухгалтерском балансе банка. Вместе с этим, тот факт, что в финансовых системах стран с формирующейся и пограничной экономикой доминирующую роль в преобразовании сбережений в инвестиции играют коммерческие банки, является одним из ключевых локомотивов активности на денежном рынке.

Вставка 3. Коммерческие банки как генераторы денежной массы и сбережений

Вопреки общераспространенному мнению, основная функция коммерческих банков заключается не в посредничестве между сбережениями и инвестициями, а в создании денежной массы и сбережений.

Согласно традиционной точке зрения, банки привлекают депозиты от большого количества вкладчиков (по большей части домохозяйств, но также и компаний) и направляют данные средства в прибыльные инвестиционные проекты^{13 14}. В основе данной точки зрения лежит допущение о том, что центральный банк напрямую управляет денежной и кредитной массой в экономике, поэтому на нее, по идее, влияет применение центральным банком правил таргетирования денежной массы или денежных резервов. В соответствии с более современной точкой зрения, коммерческие банки создают денежную (депозитную) массу через кредитование. Она основывается на том факте, что современные центральные банки не проводят таргетирование денежной и кредитной массы напрямую, а удовлетворяют потребности в ликвидности, возникающие в результате создания денежной массы банками (т.е. деятельности по кредитованию).

Формально, в системе с частичными резервами денежное обращение всегда создают банки, и основная часть денежной массы фактически сформирована депозитами в коммерческих банках. Одновременно с предоставлением кредита банк создает депозит на счету заемщика на аналогичную сумму, поскольку пассивы и активы всегда должны соответствовать. Банк должен будет увеличить остаток на своем счете в центральном банке на определенный процент от созданного им депозита¹⁵ (частичный резерв), что приведет к общему увеличению резервных денег, поскольку необходимую дополнительную ликвидность предоставит центральный банк.

Точка зрения, согласно которой банки выступают просто посредниками, выдавая займы депозиты, которые у них разместили вкладчики, т.е. домохозяйства создают депозиты посредством сбережений, является интуитивной, но неверной. Когда домохозяйства решают сберегать больше денег на банковских счетах, эти депозиты возникают просто за счет уменьшения платежей компаниям за товары и услуги, которые, в свою очередь, предприятия могли бы разместить в банках. Иными словами, после создания депозитов за счет деятельности коммерческих банков по кредитованию, эти депозиты остаются в национальной банковской системе и могут исчезнуть лишь при определенных обстоятельствах: а) возврат кредита, б) снятие наличности, с) оплата товаров и услуг за границей.

Финансовое посредничество и преобразование сроков погашения

Финансовые рынки и посредники развиваются благодаря тому, что оказывают ценные с экономической точки зрения услуги. Они способствуют переходу капитала от вкладчиков к заемщикам, делая этот процесс менее рискованным, более удобным и более эффективным. В значительной мере они совершают это путем преобразования формы капитала таким образом, который повышает его привлекательность и ценность и для вкладчиков, и для заемщиков.

Финансовые преобразования необходимы потому, что потребности и предпочтения кредиторов и заемщиков редко совпадают. Преобразование может принимать различные

¹³ Еще более ранняя точка зрения — «доктрина реальных векселей» — заключалась в том, что коммерческие банки предоставляют оборотный капитал, а не инвестиционные средства.

¹⁴ [Coeuré, 2012].

¹⁵ В развитых странах это обычно небольшое однозначное число, а иногда вообще произвольное число, однако, в странах с формирующейся рыночной экономикой процент может достигать до 30%, при этом значения по обязательствам в национальной и иностранной валюте могут существенно различаться.

формы, в том числе преобразование номинала, преобразование сроков погашения и преобразование рисков. Простейшим является преобразование номинала, когда банк объединяет множество небольших депозитов и преобразовывает их в сумму, достаточно большую для предоставления займа компании, желающей построить новую фабрику.

С точки зрения активности денежного рынка, важнейшим преобразованием является, пожалуй, преобразование сроков погашения. Большинство кредиторов предпочитают иметь быстрый доступ к своим сбережениям, в то время как заемщикам обычно необходимы гарантии доступа к капиталу в течение срока, достаточного для финансирования их проектов или деятельности. Трансформация сроков преобразования помогает обеим сторонам удовлетворить свои потребности, и в странах с формирующейся и пограничной экономикой эту функцию обеспечивают в основном коммерческие банки. Одной из важнейших предпосылок для процесса преобразования сроков является наличие стабильной капитальной базы. Объединение большого количества разнообразных депозитов позволяет банкам выдавать заемщикам кредиты на сроки, превышающие срок, на который любой отдельный вкладчик захотел бы связывать свои средства. Денежные рынки являются проводниками, позволяющими коммерческим банкам выполнять функцию преобразования сроков. Они растут естественным образом по мере того, как преобразование сроков заставляет банки менять структуру ликвидности и управлять сопутствующими рисками.

Важно отметить, что преобразование сроков погашения предполагает обеспечение соответствия ликвидности и риска, что дает стимул для развития денежного рынка. Обеспечение соответствия ликвидности необходимо из-за несоответствия между переменным размером ликвидности, доступной за счет пула депозитов, и сроками предоставления и погашения кредитов.

Обеспечение соответствия рисков достигается за счет увеличения сроков банками, предоставляющими заемщику долгосрочный кредит с фиксированной или (реже) переменной процентной ставкой. Заемщик обычно хочет знать стоимость капитала на более продолжительный срок, нежели вкладчик или небольшой инвестор готов предоставить, поэтому банк играет роль посредника. Управление этим несоответствием процентной ставки является ключевой функцией банков и требует хорошо функционирующих денежных рынков и рынков производных инструментов, а также предсказуемой политики центрального банка в отношении процентной ставки, подкрепленной хорошо функционирующей системой операций (см. раздел В настоящей главы).

В отсутствие хорошо функционирующих денежных рынков и рынков производных инструментов банки могут захотеть минимизировать процентный риск, принимаемый ими при преобразовании сроков погашения, путем предоставления заемщикам только кредитов с переменной процентной ставкой (т.е. отказа от предоставления кредитов с фиксированной процентной ставкой). В таком случае банки предпочитают вообще не выдавать долгосрочных кредитов, а соответствующий процентный риск неизбежно перекладывается на заемщика, что может затруднить инвестиционную деятельность по тем проектам, для которых важно знать стоимость капитала на весь срок транзакции. В целом, все сектора экономики выигрывают от наличия кредитов с конкурентоспособной фиксированной или плавающей процентной ставкой, доступных благодаря развитому денежному рынку.

Управление ликвидностью

Управление ликвидностью и определение ее стоимости осуществляется на денежных рынках — в первую очередь, на межбанковских рынках. Ликвидность в узком смысле слова равнозначна остаткам на расчетных (текущих) счетах и на резервных счетах (включая добровольные и обязательные резервы) коммерческих банков в центральном банке¹⁶. Подобное определение обусловлено тем, что остатки по этим счетам могут быть использованы для выполнения обязательств коммерческих банков (перед другими банками, правительством, центральным банком или — косвенно — перед любой другой организацией-резидентом). Ликвидность всех остальных активов и финансовых инструментов определяется тем, насколько быстро их можно преобразовать в остатки на расчетных счетах коммерческих банков в центральном банке (или в денежные средства).

Вставка 4. Механизм управления ликвидностью

Центральный банк является банком для коммерческих банков, поэтому последние держат в центральном банке различные счета, включая расчетные и резервные. В более широком смысле слова можно сказать, что ликвидность включает все чистые остатки, которые коммерческие банки хранят на счетах центрального банка, в том числе депозиты и инструменты открытого рынка, выпущенные центральным банком. Причина этого заключается в том, что переводы с одного счета в центральном банке на другой могут быть выполнены относительно быстро и легко.

Важно понимать, что общая масса ликвидности (в более широком смысле) не может быть изменена в одностороннем порядке действиями центрального или какого-либо коммерческого банка. Всегда необходима сделка с каким-либо другим активом между двумя субъектами. На практике во многих странах с формирующейся и пограничной экономикой изменение запаса ликвидности чаще всего осуществляется через валютные операции с центральным банком. Когда центральный банк покупает иностранную валюту у коммерческих банков, он увеличивает остатки в местной валюте на счетах банков, и наоборот. Состав ликвидности с точки зрения узкого и более широкого определения также может меняться в результате операций центрального банка с коммерческими банками в местной валюте, например, когда коммерческие банки используют предоставляемые центральным банком механизмы постоянного доступа к ликвидности или участвуют в проводимых им операциях на открытом рынке с использованием внутренних финансовых инструментов.

При совершении операций на денежном рынке происходит обмен именно ликвидностью в виде остатков на счетах. При осуществлении платежа клиентом одного банка в адрес клиента другого банка между двумя банками должна быть переведена соответствующая сумма с использованием их расчетных счетов в центральном банке. Ежедневно совершаются миллионы операций, и в конце дня одни банки оказываются нетто-плательщиками, а другие, в свою очередь, нетто-получателями.

Ответственные за управление ликвидностью в коммерческом банке должны убедиться в том, что остатка на расчетном счете в конце дня достаточно для урегулирования всех соответствующих обязательств. Многие из таких потребностей в ликвидности можно спрогнозировать заранее, поскольку они имеют предсказуемую структуру, отражающую период года или месяца. Например, зарплаты обычно выплачиваются в начале месяца, налоги — в конце и т.д. Однако иногда потребности в ликвидности могут возникнуть в результате непредвиденного события, например, совершения важным клиентом разовой крупной сделки.

¹⁶ В развитых странах обязательства по формированию резервов могут быть выполнены с использованием расчетных счетов.

При управлении ликвидностью банки используют денежный рынок для сглаживания колебаний в потребностях в ликвидности (см. вставку 4). При достаточной неоднородности участников рынка с точки зрения их клиентов и коммерческой деятельности существует достаточно хороший шанс того, что в любой данный день дефицит ликвидности в одних банках может быть покрыт за счет избытка ликвидности в других.

Каждый банк после периода избытка ликвидности может столкнуться с ее дефицитом. Для управления этими циклами банки могут использовать ряд различных сделок и инструментов, в том числе обеспеченные и не обеспеченные займы, государственные казначейские векселя, краткосрочные ценные бумаги центрального банка и пр.

Управлять ликвидностью без межбанковского денежного рынка было бы намного труднее. Банки были бы вынуждены полагаться на свои внутренние ресурсы или на центральный банк, и чтобы избежать возможного дефицита ликвидности, им было бы необходимо запастись избыточную ликвидность. Подобные действия нередки во время кризиса, даже на развитых рынках, как это было с банками Еврозоны после МФК (см. вставку 13). Это привело бы к увеличению стоимости ликвидности за счет снижения объемов кредитования и темпов роста экономики. Без возможности выхода на межбанковские рынки банки, не имеющие избыточной ликвидности, часто были бы вынуждены проводить операции своих клиентов с многодневными задержками, чтобы подобрать совпадающие операции из своей клиентской базы и тем самым минимизировать необходимость выхода на межбанковский рынок. Невзирая на очевидную неэффективность, во многих странах со слабо развитыми финансовыми рынками (а также на рынках наличной валюты) подобная практика все еще существует.

Вставка 5. Взаимосвязь с валютным рынком

В большинстве стран с развивающейся и пограничной экономикой основным инструментом повышения и снижения уровня ликвидности являются спотовые валютные сделки коммерческих банков, поскольку валютные операции являются важным инструментом практически при всех политических режимах. В странах с такой экономикой участники рынка обычно продают иностранную валюту, когда им по мере роста экономики и объемов кредитования необходимо больше ликвидности в местной валюте для выполнения минимальных резервных требований и проведения клиентских операций¹⁷.

В странах с не(до)развитыми денежным и финансовыми рынками часто не хватает долгосрочного финансирования в местной валюте, что заставляет банки и небанковских финансовых посредников использовать источники долгосрочного фондирования в иностранной валюте, которая, в свою очередь, конвертируется в фондирование в местной валюте через рынки NDF (при наличии) или через валютные свопы с местными контрагентами, имеющими достаточную ликвидность в местной валюте. Несмотря на короткие сроки погашения и риск рефинансирования, валютные свопы стали особенно популярным источником ликвидности и финансирования в местной валюте на денежных рынках многих формирующихся экономик с недостаточными объемами обеспеченных инструментов (например, когда правительство не выпускает ценные бумаги в достаточном объеме)¹⁸.

¹⁷ Кроме случаев сильной долларизации.

¹⁸ Существенным недостатком операций с валютными свопами в странах с формирующейся и пограничной экономикой является их короткий срок погашения, что увеличивает риск рефинансирования, который может материализоваться особенно в период кризиса, когда центральный банк начнет изымать ликвидность в местной

Вместе с этим, вместо поиска сложных способов получения долгосрочного финансирования в местной валюте, во многих странах с формирующей рыночной экономикой весьма популярной стала альтернативная стратегия — предоставление инструментов, номинированных в иностранной валюте и привязанных к иностранной валюте, в том числе из-за более низких процентных ставок, благодаря чему такие кредиты кажутся дешевле (без учета валютного риска) местных альтернатив. Например, в Венгрии привязанные к иностранной валюте ипотечные кредиты в местной валюте финансировались за счет продления более краткосрочных валютных свопов с иностранными контрагентами.

Во время МФК проблемы с ликвидностью перекинулись через валютные рынки на развивающиеся рынки и страны с развитой экономикой. После дефолта банка Lehman контрагентские риски по всему миру возросли до невиданного уровня, и многие сегменты финансового рынка «пересохли», включая межбанковские рынки и рынки валютных свопов. В Венгрии, например, рынок валютных свопов также замер из-за отсутствия у ЦБ достаточных валютных резервов. Венгрия была вынуждена обратиться к МВФ за помощью, а также положила на соглашение по «венской инициативе», которое временно остановило вывод средств материнскими банками из местных дочерних банков.

Даже развивающимся рынкам с более сильными фундаментальными показателями пришлось нелегко. В Мексике неликвидность валютного рынка вылилась в недостаток ликвидности для поддержания мексиканского песо, который усугубился из-за широкого использования мексиканскими компаниями хеджирования (например, барьерных опционов). Чтобы восстановить функционирование рынка, Банк Мексики потратил более трети своих валютных резервов на проведение интервенций на валютном рынке. Доверие участников рынка удалось окончательно восстановить лишь тогда, когда власти договорились об открытии своп-линий с ФРС и открыли гибкую кредитную линию в МВФ¹⁹.

Кризис подтвердил, что поддержание центральным банком ликвидности в иностранных валютах кардинально отличается от поддержания ликвидности в местной валюте. В конечном счете, восприятие рынком платежеспособности страны ограничивает способность центрального банка и правительства страховать риск ликвидности в иностранной валюте, даже если они увеличат свои валютные резервы, которые могут использоваться как механизмы превентивного финансирования.

Таким образом, денежные рынки способствуют снижению премий за риск ликвидности и кредитный риск для участников рынка, что обеспечивает более эффективное функционирование платежной системы. Важнейшим условием обеспечения финансовой стабильности является наличие в экономике стабильных условий финансирования. Если кредитный риск или риск ликвидности становится очень большим, как, например, после краха банка Lehman, то большинство финансовых рынков оказываются не в состоянии продолжать нормально функционировать, а некоторые полностью прекращают работу. Риск ликвидности и кредитный риск — это разные виды риска, но они связаны, особенно когда финансовые рынки испытывают проблемы, и риск ликвидности легко может трансформироваться в кредитный риск.

Важнейшим элементом функционирующих денежных рынков является доверие между участниками. Это особенно касается необеспеченных денежных рынков, где выдаются беззалоговые кредиты, что означает, что межбанковские кредиторы несут прямые убытки

валюте с рынка. Это может стать особенно серьезной проблемой в том случае, когда валютные свопы используются для финансирования инвестиций в государственные ценные бумаги (в попытке получить более высокую доходность при проведении процентных арбитражных операций; см. Главу 6). Неожиданная инверсия этих потоков «горячих» денег может привести к реализации риска рефинансирования в отношении государственного финансирования.

¹⁹ [BIS, 2014].

в случае невозврата кредита контрагентом. Чтобы обеспечить возврат необеспеченных кредитов, кредиторы стремятся собирать информацию о заемщиках и следить за ними в течение всего срока межбанковского кредита. Таким образом, необеспеченные денежные рынки играют ключевую роль в осуществлении надзора друг за другом — все следят за всеми²⁰. Информация, собираемая банками друг о друге, может быть недоступна регулирующим органам и центральным банкам, и урезание лимитов банка, когда он не в состоянии получить финансирование на межбанковском рынке и вынужден обращаться к центральному банку, фактически может оказаться первым признаком возникновения у банка проблем.

На обеспеченных денежных рынках кредитный риск снижается за счет залога и разницы между размером кредита и стоимостью залогового обеспечения. Наиболее распространенным обеспечением являются правительственные ценные бумаги (используется в сделках репо и обратного репо) и иностранная валюта (используется в валютных свопах). Подобное уменьшение кредитного риска помогает получить кредит, но требует от заемщиков приобретения обеспечения, управления и владения им.

Ценообразование и условия финансирования

Изменения на денежных рынках влияют на условия предоставления финансирования нефинансовым организациям и домохозяйствам. Ставки денежного рынка, такие как LIBOR²¹, обеспечивают ориентиры для установления цен на инструменты с фиксированной доходностью, процентов по кредитным договорам, долгосрочных процентных ставок и ставок по валютным свопам и форвардам. Для многих долгосрочных ипотечных и проектных кредитов с переменной ставкой процентная ставка привязана к какой-либо ставке денежного рынка. Без относительно стабильного денежного рынка и низкой волатильности краткосрочных ставок цена на долгосрочные активы и обязательства, а также на используемые для хеджирования производные инструменты была бы неопределенной. Таким образом, этих рынков не существовало бы или они были бы недостаточно емкими, рынок жилищной ипотеки оставался бы недоразвитым, а проектное финансирование было бы менее эффективным.

Это связано с тем, что процентные ставки на межбанковском рынке представляют собой предельную стоимость капитала для предоставления банковских кредитов (или, наоборот, предельную доходность активов) и поэтому являются отправной точкой для установления ставок по депозитам и кредитам. Значительную часть кредитов в экономике по-прежнему предоставляют банки, особенно в Европе, где большая часть финансирования привлекается через банки, и даже в США, где рынки капитала имеют равнозначный вес²².

²⁰ [Rochet, Tirole, 2011], [Cœuré, 2012].

²¹ Хотя LIBOR и означает Лондонскую межбанковскую ставку предложения, этот термин также используется в общем смысле для обозначения справочной ставки. Во избежание путаницы, стало нормой разграничение по странам. Например, BIBOR означает Бангкокскую межбанковскую ставку предложения, а TRLIBOR – межбанковскую ставку предложения по турецкой лире.

²² Некоторые банки полностью полагаются на оптовое фондирование через денежные рынки, хотя это намного менее распространено в странах с формирующейся и пограничной экономикой. В принципе, единственным ограничительным фактором банковского фондирования является профиль риска и капитальная база, поскольку процесс создания денежной массы и депозитов (в том числе для финансирования банков) в теории неограничен

Вставка 6. Установление ставок по банковским кредитам и депозитам с использованием трансфертного ценообразования

Банк определяет процентные ставки по кредитам и депозитам, используя подход, называемый трансфертным ценообразованием на фонды. Этот механизм — попытка рассчитать стоимость средств для ведения банковской деятельности с учетом соответствующих рисков, например риска ликвидности, процентного риска и валютного риска. Трансфертное ценообразование на фонды осуществляется казначейским отделом банка.

Казначейский отдел обычно устанавливает трансфертную цену на конкретный кредитный или депозитный продукт в значительной степени на основании стоимости фондирования для банка (с соответствующим сроком погашения)²³, собственного кредитного риска банка, риска ликвидности на рынке и стратегических приоритетов банка по стимулированию определенных видов кредитов и депозитов. Отдел принимает решение, по какой процентной ставке выдавать кредиты или привлекать депозиты, с учетом трансфертной цены. Кредиты будут выдаваться с некоторым положительным спредом к трансфертной цене, а депозиты будут привлекаться с отрицательным спредом к трансфертной цене.

Примеры образования цен на кредиты и депозиты²⁴



На размер бухгалтерского баланса финансовых учреждений и объем кредитов, которые они могут предоставить, значительное влияние оказывают стоимость, размер и ликвидность фондирования на денежных рынках. Денежные рынки могут способствовать процикличности и так называемым циклам долговой нагрузки: во времена всеобщего оптимизма высокая стоимость активов, низкая разница между размером кредита и стоимостью обеспечения и

(см. вставку 3). Однако если чрезмерно полагаться на оптовое финансирование через денежный рынок, это создает огромные риски финансирования для отдельных банков, а также для финансовой стабильности в целом, особенно когда рынки не очень развиты.

²³ Предельная стоимость капитала обычно привязана к межбанковской ставке. Однако в последнее время отмечается тенденция к использованию более сложных методов, учитывающих и другие важные источники финансирования, например депозиты и оптовое обеспеченное финансирование, при этом ставка по межбанковским необеспеченным кредитам все равно будет являться важным фактором.

²⁴ [Cadamagnani et al., 2014].

обилие ликвидности на денежных рынках могут привести к увеличению долговой нагрузки организаций и к кредитной экспансии, а при воздействии на экономику негативных шоковых факторов цены на активы падают, разница между размером кредита и стоимостью обеспечения увеличивается, и может возникнуть дефицит ликвидности²⁵.

Дефицит ликвидности может заставить банки сокращать долю заемных средств, что влияет на предложение банковских кредитов. Ликвидация активов может иметь последствия для других игроков финансовой системы в виде распродаж активов и финансового заражения, которое приводит к значительному падению цен на активы и на восстановление после которого может уйти несколько лет (см. вставку 19 о крахе банка Northern Rock).

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

Денежные рынки являются основным механизмом передачи денежно-кредитной политики, так как ставки денежного рынка влияют на прочие процентные ставки и другие важные макроэкономические переменные²⁶. Когда денежные рынки функционируют нормально, центральные банки могут влиять на долгосрочные ставки посредством контроля краткосрочных ставок денежного рынка, с целью удержания их на стабильном уровне, близком к официальным директивным ставкам. Концентрируясь на стабилизации инфляции в долгосрочной перспективе, политика ЦБ в отношении процентной ставки становится предсказуемой, и ожидаемая динамика краткосрочных ставок на денежном рынке находит отражение в стоимости ценных бумаг с фиксированной доходностью и прочих ценных бумаг. Таким образом, бесперебойное функционирование денежных рынков гарантирует передачу импульса денежно-кредитной политики через финансовую систему в реальную экономику без ослабления.

Наблюдение за развитием денежного, валютного и прочих финансовых рынков позволяет получить очень полезную для корректировки денежно-кредитной политики информацию. Например, развитие рынков валютных производных инструментов и FRA заставляет центральный банк придерживаться более прозрачной политики. Увеличение прозрачности косвенно стимулирует увеличение сроков погашения и уменьшение премий за риск при более длительных сроках погашения. Если сроки погашения на рынках увеличиваются, это может служить центральному банку сигналом о доверии рынка и признаком эффективности мер по снижению инфляции. Опираясь на эти данные ЦБ будет проще выработать коммуникационную стратегию, которая будет способствовать дальнейшей стабилизации инфляционных ожиданий.

²⁵ [Geanakoplos, 2010] ; [Cœuré, 2012].

²⁶ Центральной переменной в экономической теории является процентная ставка (в реальном выражении), поскольку она влияет на поведение фирм и домохозяйств при принятии инвестиционных и потребительских решений и, как следствие, на будущий рост и инфляцию. Процентный доход сам по себе может являться важной частью совокупного дохода. Изменение процентных ставок влечет за собой изменение благосостояния за счет дисконтирования будущих денежных потоков (по ценным бумагам (облигациям) с фиксированной доходностью и по акциям) и вызывает изменения в обслуживании долга, тем самым влияя на оценку устойчивости уровня задолженности и платежеспособности заемщиков.

В. Центральный банк на денежном рынке

Способность денежных рынков к передаче воздействия денежно-кредитной политики зависит не только от самой политики и режима валютного курса, но и от операций центрального банка на рынке. Различные аспекты этих действий оказывают существенное влияние на активность и развитие денежных рынков, а также на их способность к передаче воздействия политики.

При таргетировании валютного курса управление ликвидностью по большей части осуществляется через валютные сделки (наличные операции, срочные операции и валютные свопы) с центральным банком, что снижает потребность в развитых денежных рынках в местной валюте, а внутренние процентные ставки на практике определяются арбитражем по процентным ставкам (см. вставку 28). С другой стороны, таргетирование резервов через операции по контролю объема ликвидности часто подвержено скачкам денежного спроса, что может вылиться в волатильность и неинформативные колебания процентных ставок, из-за чего передача воздействия политики по кривой доходности затрудняется.

Выполнение функций маркет-мейкера и роль центрального банка

Для надлежащего функционирования денежным рынкам необходим механизм поддержки в виде маркет-мейкера последней инстанции и гаранта состоятельности и надежности участников рынка. Наиболее информированными участниками денежных рынков являются центральные банки, особенно в странах с формирующейся и пограничной экономикой. Поэтому естественно, что они выступают в качестве маркет-мейкеров, поддерживая работу рынка, минимизируя ценовые риски и вместе с этим обеспечивая ликвидность и платежеспособность участников.

На эффективном денежном рынке потенциальные участники могут достаточно точно и без каких-либо усилий узнать стоимость размещения на депозите или получения в кредит ликвидности. Совершению сделок также способствует низкая разница между ценой покупки и продажи (спред между ценой предложения и спроса), поскольку участники рынка понимают, что если они продадут избыточную ликвидность, получить те же средства в кредит в случае экстренной необходимости будет не будет слишком затратно. Это также означает, что стоимость покупки и продажи находится ближе к средней стоимости ликвидности, и поэтому трейдеры при участии в сделках не несут больших потерь в сравнении со средней ценой.

Практическим проявлением прозрачного ценообразования являются различные индексы процентных ставок на денежных рынках, отражающие стоимость ликвидности при данном сроке погашения (например, LIBOR, EURIBOR и т.д.). Если эти индексы получили широкое признание в качестве репрезентативных при очень коротких (скажем, 3 месяца) сроках погашения, то они могут быть использованы при продлении сроков погашения в межбанковских сделках. Их можно использовать в качестве справочных ставок для расчета плавающих кредитных ставок по более долгосрочным договорам, когда размер процентов привязан к изменению данной справочной ставки, обычно на скользящей трехмесячной основе. Кроме того, в условиях относительно предсказуемой справочной ставки могут развиваться инструменты с фиксированной ставкой, поскольку формируется кривая доходности и трейдеры могут лучше оценивать и компенсировать процентный риск.. Наличие

фиксированных долгосрочных ставок позволяет участникам рынка участвовать в долгосрочных инвестиционных проектах, например, инвестировать в жилые комплексы, с большей степенью уверенности в стоимости фондирования.

Центральную роль в прозрачном ценообразовании играют маркет-мейкеры. Маркет-мейкеры — это организации, которые готовы предлагать цену и совершать сделки с конкретными инструментами на регулярной и продолжительной основе. В отсутствие таких организаций стоимость ликвидности сложно определить, а объем рынков, как правило, незначителен, так как его участникам слишком затратно искать контрагентов и определять стоимость сделок. Маркет-мейкеры также являются источником справочных индексов-ориентиров.

Выполнение функции маркет-мейкера часто является основной обязанностью сети первичных дилеров, особенно в странах с формирующейся и пограничной экономикой. Институт первичного дилера обычно является частью формальной договоренности между центральным банком и/или учреждением-эмитентом, ответственным за выпуск и развитие рынка правительственных ценных бумаг. Первичный дилер может быть выбран как внутри так и вне банковского сектора при этом в финансовых системах, где доминируют банки, первичные дилеры обычно выбираются из числа подразделений или дочерних компаний существующих банковских групп. Поиск постоянных маркет-мейкеров для необеспеченных межбанковских денежных рынков может оказаться труднее, поскольку, в отличие от ценных бумаг, необеспеченные депозиты нельзя продать и они должны оставаться на балансе до наступления срока погашения.

Для развития деятельности маркет-мейкеров рынки должны иметь достаточные объемы и цена ликвидности не должна быть слишком волатильной, чтобы маркет-мейкеры не подвергались риску больших убытков. Хотя спред между курсами покупателей и продавцов является компенсацией за риск, который несут маркет-мейкеры, на ранних этапах развития денежных рынков он зачастую оказывается недостаточным, особенно когда объемы сделок невелики и неравномерность потока поручений вызывает волатильность цен. В стрессовые периоды у маркет-мейкеров может возникнуть необходимость в увеличении спреда между курсами покупателей и продавцов для покрытия возросших потенциальных убытков или искушение полностью отказаться от выполнения функций маркет-мейкера²⁷. В такие периоды без поддержки центрального банка денежному рынку грозит крах.

Центральные банки и государственные учреждения-эмитенты должны признать наличие этих рисков и должны создавать для первичных дилеров стимулы для выполнения ими функций по установлению цен на правительственные ценные бумаги и на сопутствующие инструменты денежного рынка (например, договоры репо). Успешная работа первичных дилеров требует четкого определения прав и обязанностей, возникающих в ходе этой деятельности. В обмен на выполнение функций по установлению цен на указанные инструменты первичный дилер может получить особые права, например, привилегированный доступ к аукционам по

²⁷ Может также случиться, что спред между курсами покупателей и продавцов окажется неестественно маленьким, учитывая объективные риски на рынке, что может сигнализировать о том, что маркет-мейкеры неверно понимают риски или ориентируются на неактуальные условия деятельности и нормативную базу. На формирующихся рынках подобная ситуация может сложиться особенно в переходные периоды, когда центральный банк переключается между различными режимами или когда происходит пересмотр нормативной базы.

размещению правительственных ценных бумаг, привилегии кредитора последней инстанции, гибкие договоренности с центральным банком относительно обеспечения, а также возможность внутрисдневного овердрафта по ценным бумагам и денежным средствам.

Процесс формирования сети первичных дилеров представляет собой поиск баланса. Если первичным дилерам предоставляются слишком щедрые привилегии, то первичный дилер может получить дополнительную прибыль и подорвать доверие других участников рынка к системе. С другой стороны, если обязательства слишком обременительны, то их выполнение может принести большие убытки и заставить первичного дилера отказаться от выполнения функций маркет-мейкера.²⁸ Любая инициатива по развитию сети первичных дилеров также должна учитывать дополнительные меры, ограничивающие потенциальный риск сговора между первичными дилерами, включая, помимо прочего, определение системы выбора победителей государственных тендеров, которая стимулирует конкуренцию.

Но даже при наличии формализованной системы первичных дилеров центральный банк остается потенциально самым важным маркет-мейкером на денежном рынке, особенно на денежных рынках в местной валюте, где он поддерживает рынок. На практике центральный банк является монопольным источником ликвидности при любом разумно коротком сроке погашения. Большинство центральных банков обеспечивают однодневные спреды между курсами покупателей и продавцов по неограниченным количествам ликвидности с однодневным сроком погашения и готовы более активно играть роль маркет-мейкера в случае серьезных потрясений на рынках. В последнее время вследствие МФК стали активнее звучать призывы к центральным банкам стать так называемым маркет-мейкером последней инстанции (см. вставку 7). Подобная функция выходит за рамки стандартной роли центрального банка по предоставлению ликвидности, но по-прежнему основывается на монополии ЦБ в предоставлении ликвидности. Вместе с этим, говоря о роли маркет-мейкера последней инстанции нельзя забывать о возможных рисках недобросовестного поведения.

Вставка 7. Маркет-мейкер последней инстанции

Выполнение центральными банками роли кредитора последней инстанции предполагает экстренное предоставление ликвидности финансовым учреждениям во времена потрясений или кризиса. Когда основными источниками кредитов были банки, принцип выполнения функции кредитора последней инстанции заключался в том, что центральный банк свободно предоставлял средства займа (банкам) под штрафную процентную ставку и под обеспечение, что может быть неплохо в обычные времена, но при этом может оказаться трудным в кризисные.²⁹ Однако в настоящее время большую долю кредитного и иного финансирования нефинансовым организациям (а также финансовым учреждениям) предоставляют финансовые рынки и небанковские финансовые учреждения. Кредиты все чаще являются обеспеченными и предоставляются путем выпуска или акцепта торгуемых на рынке инструментов (см. также вставку 21 о теневых банковских услугах). При обеспеченном финансировании условия предоставления ликвидности определяются наличием активов, которые могут быть использованы в качестве обеспечения, а не спредами на денежном рынке.

²⁸ Это не представляет проблемы в странах с формирующейся и пограничной экономикой. В октябре 2015 г. банк Credit Suisse объявил, что отказывается от роли европейского первичного дилера, поскольку новые нормативные правила делают выполнение функций первичного дилера экономически нецелесообразным.

²⁹ Принцип Бэджета.

Как показал кризис на американском рынке субстандартных кредитов, функционирование рынков обеспеченных кредитов зависит от доверия к обеспечению, а не от доверия к институтам, что придает системе внутреннюю нестабильность, поскольку стоимость обеспечения определяется эндогенными факторами. Стоимость предоставленного в залог актива зависит от рыночного спроса на обеспечение в большей степени, чем от фундаментальных характеристик рисков и доходности по данному активу. По этой причине стоимость обеспечения становится в высшей степени процикличной во время финансового кризиса, усиливая реальные последствия кризиса. На примере американского кризиса, стоимость обеспечения резко упала, когда все одновременно попытались реализовать и продать обеспечение, что сформировало в финансовом секторе и реальной экономике нисходящую спираль.

Таким образом, сокращение кредита или сокращение ликвидности сегодня проявляется в неупорядоченности финансовых рынков. Ввиду неопределенности сделки с финансовыми инструментами определенных классов сокращаются или вообще прекращаются (например, ABS или CDO по субстандартным американским ипотечным займам во время финансового кризиса) из-за отсутствия маркет-мейкера, обладающего необходимыми знаниями для установления цены на данные финансовые инструменты и -достаточными финансовыми возможностями для установления реальной цены покупки и продажи³⁰. Решение данной проблемы заключается в том, чтобы центральный банк стал маркет-мейкером последней инстанции. Функция маркет-мейкера последней инстанции может осуществляться либо путем непосредственной покупки и продажи широкого спектра корпоративных ценных бумаг, либо путем принятия широкого спектра корпоративных ценных бумаг в качестве обеспечения по операциям ЦБ. Центральные банки могут гарантировать ликвидность активов, уже принятых на рынке в качестве обеспечения, если они готовы предложить на эти активы двусторонние цены по спредам на покупку/продажу, которые шире, чем в нормальной ситуации, но при этом намного уже спредов в кризисной ситуации. Преобразование обеспечения центральным банком (т.е. замена частных активов обязательствами ЦБ) становится жизненно необходимым.

В качестве маркет-мейкера центральный банк играет ведущую роль в плане влияния на прозрачность ценообразования и спреда (транзакционные издержки) и тем самым на торговую активность на денежном рынке. Поэтому современные центральные банки пытаются структурировать собственные операционные системы таким образом, чтобы свести к минимуму краткосрочные колебания рыночных ставок, и выбирают режим политики, который обеспечит большую предсказуемость динамики ставок в будущем. Это не только поможет развитию денежных рынков, но и будет способствовать передаче воздействия инструментов денежно-кредитной политики через рынки и финансовую систему на остальную экономику.

Операционные переменные и операционная база

Как пояснялось в Главе 1, при любом режиме денежно-кредитная политика проводится путем установления целевых показателей для различных переменных финансового сектора — операционных переменных — и за счет использования различных операций в качестве инструментов для достижения этих операционных целевых показателей. Операционные переменные — это переменные, которые могут контролироваться центральным банком в рамках данной конкретной денежно-кредитной политики. Несмотря на то, что на практике возможно намного больше вариантов, как правило, предпочтение отдается трем переменным — валютному курсу, совокупной банковской ликвидности и краткосрочной процентной ставке. Соответственно, три основных операционных режима денежно-кредитных политики мы будем называть операционным таргетированием валютного курса,

³⁰ [Buiters, Siebert, 2008].

традиционным таргетированием резервов и таргетированием процентной ставки. Как видно из таблицы 1, эти операционные переменные в принципе можно использовать для поддержки любой денежно-кредитной политики, в том числе таргетирования валютного курса, денежного таргетирования и инфляционного таргетирования.

Операционное таргетирование валютного курса

Операционное таргетирование валютного курса сводится к проведению валютных операций с коммерческими банками, правительством и, в конечном счете, с другими организациями, с целью приблизить межбанковский валютный курс к заданному уровню. В крайнем случае, центральный банк принимает все заявки коммерческих банков на покупку и продажу по целевому курсу. Операционное таргетирование валютного курса оказывает значительное влияние на денежный рынок, поскольку каждая валютная операция с центральным банком автоматически ведет к изменению ликвидности на денежном рынке.

ЦБ, проводящий политику операционного таргетирования валютного курса, также может использовать денежный рынок для достижения целевого валютного курса: проводя операции с коммерческими банками через основной инструмент или инструмент «тонкой настройки», он будет увеличивать и сокращать ликвидность в местной валюте и тем самым влиять на спрос на валюту на межбанковском рынке. Несмотря на то, что в плане достижения конкретного уровня валютного курса данный метод менее точен, чем прямые валютные интервенции, он все же широко используется, особенно в периоды значительных валютных изменений.

Вместе с этим, как объясняется в Главе 1 и во вставке 8, фиксация валютного курса принципиально не соотносится с развитием емких и хорошо функционирующих денежных рынков, поскольку искажает стимулы для движения ликвидности в местной валюте и распределения валюты во всей экономике, а также превращает денежный рынок в остаточную деятельность.

Вставка 8. Зачем нужен гибкий валютный курс?

Гибкий валютный курс обеспечивает необходимый стимул для развития денежных рынков в местной валюте. Отсутствие гибкости валютного курса искажает стимулы для распределения валюты во всей экономике, и одной из жертв этого искажения становятся денежные рынки. Надежно фиксированный валютный курс уменьшает мотивацию населения к сбережению в местной валюте и тем самым стимулирует предоставление кредитов в иностранной валюте домохозяйствам и предприятиям, получающим доход исключительно в местной валюте. Подобное создание нехеджированных коротких позиций подвергает домохозяйства и корпоративный сектор риску внезапного изменения валютного курса, оказывая моральное давление на центральный банк и заставляя его сохранять фиксированный валютный курс.

Этот замкнутый круг создает риски недобросовестного финансового поведения, пронизывающие всю экономику. Несмотря на то, что в бухгалтерском балансе банка (обычно) отражена закрытая позиция, банк все равно подвержен риску валютных колебаний из-за увеличения кредитного риска у его клиентов, обусловленного возможным неблагоприятным изменением валютного курса. Вместе с этим, систематический риск недобросовестного финансового поведения позволяет банковскому сектору недооценивать этот риск, поскольку он полагается на систему защиты центрального банка, обеспечивающую неизменность валютного курса. Домохозяйства и предприятия более чем готовы

участвовать в установлении неверной цены, поскольку это позволяет им уплачивать по валютным кредитам меньшие номинальные проценты, нежели по аналогичным кредитам в местной валюте. Вставка 17 показывает более подробно, как слепое валютное регулирование усиливает риск недобросовестного финансового поведения и долларизацию в масштабах всей экономики.

В отличие от режима гибкого обменного курса, при режиме фиксированного валютного курса основная роль центрального банка заключается в предоставлении ликвидности в иностранной, а не местной валюте. Центральный банк становится маркет-мейкером последней инстанции на валютном рынке в отношении иностранной валюты, резервы которой у него ограничены, вместо того, чтобы быть маркет-мейкером на денежном рынке в национальной валюте, монопольным источником которой он является. Из-за этого вся экономика подвержена циклам взлетов и падений, а также другим внешним факторам, которые центральный банк не контролирует.

Вследствие фиксации валютного курса ликвидность местного денежного рынка является остаточной по отношению к валютным операциям центрального банка, и денежные рынки перестают играть свою системообразующую роль. Основным акцентом межбанковских сделок становится движение валютной ликвидности и будущее изменение валютного курса, а не процентная ставка в местной валюте. Внутренние процентные ставки становятся более волатильными и вместо того, чтобы определять ожидаемые изменения валютного курса и макроэкономические изменения (через процентный арбитраж), они становятся производной от политики валютного курса (что подтверждается динамикой цен на валютные свопы и форварды, см. Вставку 28 в Главе 6).

В подобных условиях денежные рынки фактически не могут выполнять свою функцию по поддержке преобразования сроков погашения в местной валюте: ставки денежного рынка не отражают макроэкономическую ситуацию, депозитная база в местной валюте остается небольшой и нестабильной по своей природе. Кроме того, нельзя полагаться на ЦБ как на надежного источника ликвидности в местной валюте, поскольку он является заложником своих валютных операций. В таких условиях разработка долгосрочных инструментов финансирования в местной валюте обречена на провал.

Разорвать этот порочный круг нелегко, чем и объясняется страх многих властей перед плавающим валютным курсом. Для этого необходимо эффективное макропруденциальное регулирование, практически применимая практика управления валютным риском и, прежде всего, заслуживающий доверия альтернативный номинальный «якорь» в виде уровня инфляции. Стремление к низкому уровню инфляции, в конечном счете, приведет к низким номинальным процентным ставкам, что сделает номинальные процентные платежи по кредитам в местной валюте более конкурентоспособными относительно ставок по валютным продуктам. При инфляционном таргетировании процентные ставки в местной валюте отражают внутренний цикл деловой активности (а не ситуацию с валютными резервами) и становятся более предсказуемыми.

Таргетирование резервов

При традиционном таргетировании резервов центробанк проводит операции для достижения целевого показателя резервов с периодической частотой — с той же частотой, с которой устанавливается промежуточный показатель. Для достижения этого целевого показателя ЦБ обычно предлагает коммерческим банкам инструменты рефинансирования или изъятия ликвидности через аукционы с фиксированным объемом. Объемы и периодичность аукционов могут меняться в зависимости от скачков ликвидности, а также по результатам рассмотрения квартальных целевых показателей резервов, которые может быть необходимо периодически менять для поглощения шоков, влияющих на денежный спрос и скорость обращения денег, чтобы достичь промежуточного целевого показателя и конечной цели.

На практике страны, проводящие таргетирование резервов, часто сталкиваются с серьезными колебаниями краткосрочных процентных ставок, которые практически неизбежны в силу операционных характеристик режима. Целевой показатель резервных денег можно определить как контрольный показатель, в случае отклонения от которого в результате кризиса необходимо принимать корректирующие меры. Например, если в какой-то момент происходит скачок спроса на деньги, это повлечет переход к антиинфляционной денежно-кредитной политике, который будет сопровождаться сильными колебаниями процентных ставок. В противоположность этому, целевой показатель в виде темпов роста резервных денег приведет к автоматическому поглощению шоков, поскольку невыполнение целевого показателя в прошлом не потребует принятия корректирующих мер. При прочих равных условиях процентные ставки денежного рынка могут оставаться более стабильными. Еще одна частая характеристика целевых показателей резервных денег состоит в том, что они устанавливаются в виде целевых показателей на конец периода (обычно квартала), при этом мало внимания уделяется повседневному управлению ликвидностью и связи целевых показателей с повседневным управлением ликвидностью. Это приводит к особенно выраженной волатильности процентных ставок на конец периода.

При прочих равных условиях волатильность процентных ставок даже выше, когда операции центрального банка ориентированы на поддержание резервов по заранее установленному дневному, а не квартальному или месячному уровню. Это вызывает колебания избыточных резервов и краткосрочных процентных ставок, обусловленные ежедневными колебаниями независимых факторов, например, спроса на валюту. Как показано в следующем разделе, посвященном усреднению резервов, это само по себе может привести к сильным ежедневным колебаниям ставки «овернайт» по межбанковским кредитам. В теории ЦБ может нивелировать эффект этих независимых факторов, но на практике неспособность прогнозировать независимые изменения условий на рынке ликвидности делает эти колебания неизбежными.

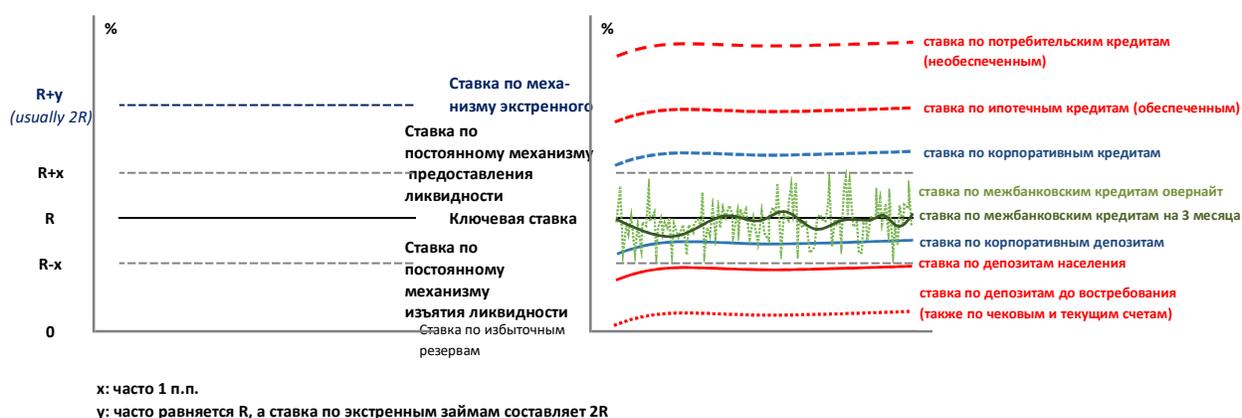
Усложняет ситуацию то, что, хотя таргетирование резервов касается, в основном, объемов резервов, центробанки остаются обеспокоены волатильностью рыночной процентной ставки, и ее урегулированием в соответствии с политической позицией ЦБ. Действительно, в условиях таргетирования резервов нередко приходится наблюдать крайне высокую недельную волатильность межбанковской ставки, причем колебания могут достигать 1000 базисных пунктов. По этой причине центральные банки, проводящие политику таргетирования резервов, иногда корректируют свои операции для уменьшения волатильности. Если процентная ставка, устанавливаемая на денежном рынке, слишком волатильна и кажется не соответствующей фундаментальным показателям, то, как правило, вмешивается ЦБ, в результате чего его операции становятся еще менее прозрачными.

В режиме таргетирования процентной ставки центральный банк проводит таргетирование рыночной процентной ставки напрямую, используя сигнальный эффект своей ключевой ставки и проводя операции с ликвидностью с целью приведения соответствующей рыночной ставки к целевому показателю. Центральные банки, проводящие таргетирование инфляции, как правило отдают предпочтение операционному режиму таргетирования процентной ставки, впрочем, они также зачастую прибегают к валютным интервенциям.

Современный инструментарий центральных банков

Современная система реализации денежно-кредитной политики основана на способности контролировать колебания процентных ставок-ориентиров денежного рынка. Эта способность влияет на волатильность ставок денежного рынка, устанавливаемые другими маркет-мейкерами спреда между курсами покупателей и продавцов и объемы торговли. Она также влияет на передачу воздействия денежно-кредитной политики, поскольку передача воздействия через процентную ставку требует емкого и ликвидного денежного рынка с большим объемом операций, где функции маркет-мейкера выполняют несколько участников рынка на постоянной основе. Если система работает хорошо, то краткосрочные процентные ставки колеблются вокруг уровня, выбранного центральным банком в рамках заданного коридора, и уровень данного коридора процентных ставок денежного рынка затем определяет ставки по розничным депозитам и кредитам (в качестве упрощенного примера см. Рис. 2).

Рис. 2. Упрощенная схема относительной позиции различных процентных ставок центрального банка, коммерческих банков и межбанковского рынка



Чтобы удержать целевую процентную ставку на приемлемом уровне и при этом уменьшить ее волатильность, современный центральный банк использует несколько основных инструментов денежно-кредитной политики, которые применяются на денежных рынках или с их помощью. Эти инструменты перечислены ниже в порядке значимости их воздействия на функционирование денежного рынка:

- Усреднение резервов
- Ключевая ставка
- Основной инструмент рефинансирования или изъятия ликвидности
- Коридор однодневных процентных ставок (постоянный механизм предоставления кредитов или привлечения депозитов)
- Операции «тонкой настройки»

Первые три инструмента почти всегда являются частью инструментария центрального банка. Они могут дополняться операциями «тонкой настройки» по вливанию в систему или изъятию

из нее ликвидности по решению центрального банка. Кроме того, частью этого инструментария также является механизм экстренного кредитования или предоставления ликвидности (данный инструмент используется ЦБ при выполнении функции кредитора последней инстанции), однако для целей управления ликвидностью данный механизм используется редко.

Вышеперечисленные инструменты применяются с помощью различных средств и операций с ними (см. вставку 9). Например, основным средством может выступать либо обязательство (депозит, договор обратного репо, ДС центрального банка, нота или облигация), либо актив (обеспеченный кредит, договор репо, валютный своп). Данный инструментарий должен использоваться для формирования современной системы реализации денежно-кредитной политики, комплексно, его элементы нельзя использовать по-отдельности.

Вставка 9. Классификация операций ЦБ: операции на открытом рынке и другие

Общепринятого определения операций на открытом рынке нет, но чаще всего этот термин используется для обозначения операций, проводимых по инициативе центральных банков³¹, в противовес механизмам, используемым по инициативе коммерческих банков.

Существуют и другие подходящие определения, используемые международными финансовыми институтами, занимающимися вопросами денежно-кредитной политики, например, МВФ³², но они, как правило, менее полезны с точки зрения построения современной системы реализации политики в центральных банках стран с формирующейся рыночной экономикой³³.

Традиционно операции на открытом рынке проводились по сложившимся рыночным ценам и через двусторонние сделки (классические операции на открытом рынке). В течение последних нескольких десятилетий отмечается тенденция к использованию многосторонних аукционов и ограниченного круга контрагентов (первичных дилеров). В операциях на открытом рынке обычно используются следующие виды инструментов:

- предоставление центральным банком кредитов (обычно под обеспечение) через аукционы³⁴;
- обратные сделки с местными активами (договор репо и обратного репо в отношении ценных бумаг правительства или ЦБ) или с иностранными активами (валютные свопы);
- прямая продажа и покупка ценных бумаг (правительства, ЦБ или частного сектора).

³¹ [CCBS, 2006].

³² Существуют и другие применимые определения, используемые международными финансовыми институтами, занимающимися вопросами денежно-кредитной политики. Например, в работе [Laurens, 2005] проводится разграничение между операциями на открытом рынке и операциями по типу открытого рынка («операции по типу операций на открытом рынке»). Согласно его определению, операции на открытом рынке – операции, совершаемые на рынке по инициативе центрального банка, когда ЦБ выступает в качестве обычного участника денежного рынка, проводя внебиржевые операции или приобретая активы по установленным ценам. Это означает, что ЦБ не влияет на цены, хотя его операции, вероятнее всего, будут оказывать нетривиальное воздействие на цены. В противоположность этому, операции по типу операций на открытом рынке основаны на аукционных методах, регулируемых центральным банком. Однако эти другие определения часто считают слишком сложными и менее полезными с точки зрения построения современной системы реализации политики в центральных банках стран с формирующейся рыночной экономикой.

³³ В нашей работе акцент делается на функциональном аспекте операций, но для некоторых других целей более полезной может оказаться другая классификация операций ЦБ.

³⁴ Традиционные кредиты на рефинансирование предоставляются через двусторонние сделки, причем иногда по льготным ставкам, и не являются рыночным инструментом.

По сути, операции на открытом рынке аналогичны дискреционным рыночным операциям центральных банков, и выбор видов инструментов, используемых ЦБ, не является уникальной характеристикой операции на открытом рынке. В действительности, в постоянных механизмах могут использоваться все вышеперечисленные инструменты³⁵. Основное различие заключается в степени дискретности: операции с использованием постоянных механизмов инициируются банками, в то время как инициатором операции на открытом рынке выступает центробанк.

Таким образом, операции на открытом рынке представляют собой весьма широкую категорию, охватывающую, по сути, все рыночные операции центрального банка, кроме использования постоянных механизмов, будь то в целях установления ставки, стерилизации денежной массы или тонкой настройки. Операции на открытом рынке могут включать в себя как (i) аукционы с фиксированной ставкой на заключение сделок обратного репо в стране с пограничной экономикой, не имеющей ликвидного рынка для договоров репо или базового обеспечения, так и (ii) прямые покупки краткосрочных правительственных ценных бумаг в стране с развитой экономикой с целью управления ликвидностью (принятие сложившейся цены) на емких и ликвидных рынках.

С точки зрения построения современной системы реализации денежно-кредитной политики и реформирования денежного рынка, будет полезнее разграничивать рыночные операции ЦБ по следующим признакам:

- a) периодичность (постоянно действующие, регулярные или нерегулярные);
- b) срок погашения (обычно от одного дня до шести месяцев);
- c) цель политики (является ли целью процентная ставка, как при основных операциях или постоянных механизмах, или же объемы, как при тонкой настройке);
- c) способ проведения (аукцион, окно или двусторонняя сделка);
- d) влияние на основной рынок ценных бумаг (обратные сделки не оказывают никакого влияния или оказывают ограниченное влияние, прямые сделки влияют на цены); и
- e) подразумевается ли деятельность на первичном или вторичном рынке (во многих странах с формирующейся рыночной экономикой на ранних этапах финансовой либерализации нет открытого рынка для проведения операций, и ЦБ выпускает собственные или правительственные ценные бумаги и проводит операции только на первичном рынке).

С точки зрения реализации денежно-кредитной политики, важнейшее различие заключается в том, устанавливает ли конкретная операция стоимость ликвидности или объем ликвидности, предлагаемой по сложившейся на рынке цене. На практике по техническим причинам в определенных обстоятельствах предпочтение будет отдаваться тем или иным инструментам, но с точки зрения денежно-кредитной политики главный вопрос – это являются ли эти инструменты и операции ценопринимателями или ценоустанавливающими. Второе важнейшее различие – инициирует операцию ЦБ или коммерческие банки. В таблице 2 приведена классификация трех инструментов проведения операций ЦБ с точки зрения двух рассмотренных аспектов.

³⁵ В теории, только когда эти механизмы не основаны на прямых сделках.

Таблица 2. Характер операций центрального банка с точки зрения цены и инициативы

		Характер с точки зрения цены	
		ценопринимательский	ценоустанавливающий
Инициатива	ЦБ (операции на открытом рынке)	Тонкая настройка (аукционы с переменной ставкой; классические операции на открытом рынке)	Основная операция (аукционы с фиксированной ставкой)
	Банки (постоянные механизмы)		постоянный механизм изъятия ликвидности и постоянный механизм предоставления ликвидности

С точки зрения функционирования денежного рынка, важны также и другие характеристики операций центрального банка. К этим характеристикам относятся периодичность, срок, способ проведения, а также влияние на вторичный рынок и стоимость базовых ценных бумаг. В таблице 3 приведена классификация современного инструментария центральных банков по данным категориям. Во вставке 10 приведен пример инструментария центрального банка, проводящего политику инфляционного таргетирования.

Таблица 3. Операции центрального банка с точки зрения функций денежного рынка

	периодичность	срок погашения	цель	способ	влияние на вторичный рынок или на стоимость ценных бумаг
коридор ставок овернайт	всегда доступен	овернайт	установление цены	постоянный механизм	ограничение доходности некотором диапазоне
основная операция	регулярные	1–2 недели	установление цены	аукцион	выполнение роли центра гравитации для показателей доходности
тонкая настройка	нерегулярные	переменный	установление объема	классические операции на открытом рынке или аукцион	возврат показателей доходности к ключевой ставке

Вставка 10. Типовые инструменты центрального банка, проводящего политику инфляционного таргетирования (на примере Чешского национального банка³⁶)

Система инструментов денежно-кредитной политики Чешского национального банка (ЧНБ) состоит из операций на открытом рынке (основной инструмент), операций постоянного (автоматического) действия, минимальных резервов, валютных интервенций и экстренных механизмов.

Главным инструментом управления процентными ставками являются аукционы репо с использованием генерального торгового соглашения, принятого на финансовом рынке. ЧНБ поглощает избыточную ликвидность банков, предоставляя взамен обеспечение в виде соответствующих ценных бумаг, одобренных центральным банком для операций репо с центральным банком. Стандартный срок таких операций составляет 14 дней, по истечении которых стороны обязуются совершить обратную сделку. Таким образом, ставка по двухнедельному репо является ключевым инструментом денежно-кредитной политики среди операций на открытом рынке, осуществляемых ЧНБ. Операции на открытом рынке проводятся на основе аукционов с плавающей ставкой: объявляемая ставка репо служит максимальной предельной ставкой, по которой принимаются заявки от банков в рамках американского аукциона.

³⁶ Для справки см. интернет-сайт ЧНБ.

Приоритет получают заявки с самой низкой процентной ставкой, затем принимаются более высокие ставки — и так до тех пор, пока не будет исчерпан ежедневно прогнозируемый избыток ликвидности. Если спрос превышает прогнозируемый уровень, ЧНБ может либо отклонять заявки с самыми высокими ставками, либо пропорционально уменьшать объемы размещения. Возможно и проведение дополнительных аукционов в том случае, если ситуация на рынке ставит под угрозу достижение операционной цели по уровню процентной ставки. Редко используемые инструменты тонкой настройки, такие как операции с валютами и ценными бумагами, предназначены для сглаживания воздействий на процентные ставки, оказываемых внезапными колебаниями уровня ликвидности на рынке³⁷.

Однодневное управление ликвидностью выполняется за счет автоматических механизмов депонирования и заимствования денежных средств (операций постоянного действия). Применяемые процентные ставки формируют коридор для краткосрочных ставок денежного рынка. На депозиты начисляется дисконтная ставка, которая, как правило, является нижней границей коридора, а в качестве верхней границы коридора выступает ломбардная ставка. Все банки, заключившие соглашение репо с ЧНБ, могут брать однодневные кредиты, однако в Чехии это происходит редко ввиду системной избыточной ликвидности.

Все банки, строительные сберегательные кассы, филиалы зарубежных банков, а также общества взаимного кредита обязаны хранить на своих счетах в ЧНБ минимальные резервы — предварительно установленный объем ликвидных средств. Действует правило усреднения: устанавливаются периоды, в которые должен поддерживаться минимальный усредненный уровень резервов (т.е. средняя величина остатков резервных средств на конец каждого дня должна быть не ниже установленного минимального уровня). Такие периоды составляют 4 или 5 недель — с первого четверга соответствующего месяца по среду, предшествующую первому четвергу следующего месяца. Начиная с 12 июля 2001 г. на минимальные резервы начисляется процент по ставке двухнедельного репо, но избыточные резервы остаются беспроцентными. После снижения норматива резервов до текущего уровня был введен механизм внутрисдневных кредитов.

При определенных обстоятельствах помимо основного инструмента — процентной ставки (операционной переменной) — могут использоваться валютные интервенции. Хотя они не являются регулярным инструментом в рамках инфляционного таргетирования, ЧНБ эпизодически применял их до 2002 г. и затем возобновил эту практику в конце 2013 г. В частности, в декабре 2013 г., когда в условиях «технически нулевой» ключевой ставки возникла угроза дефляции, Чешский национальный банк установил нижний порог колебания валютного курса, смягчив таким образом свою кредитно-денежную политику. Следует отметить, что на протяжении большей части этого периода в использовании валютных интервенций для сохранения этого нижнего порога не было необходимости, поскольку рынки восприняли этот шаг как заслуживающую доверия часть режима инфляционного таргетирования.

i. Правило усреднения величины резервов

Правило усреднения величины резервов означает, что банкам необязательно выполнять минимальные резервные требования каждый день. Соответствовать минимальным резервным требованиям должна средняя величина резервов за весь период усреднения. Правило усреднения дополнительно стимулирует активность денежного рынка: банки со структурным профицитом могут одалживать средства другим банкам даже на долгие сроки,

³⁷ Например, раньше для поглощения ликвидности на более долгий срок ЧНБ использовал аукционы на трехмесячные репо. Эти торги проводились по принципу принятия предлагаемых цен, т.е. без открытой демонстрации намерений регулятора, но одной из причин отмены данного инструмента было то, что участникам рынка было сложно понять его отличие от основного двухнедельного репо.

зная, что усреднение позволяет им какое-то время работать при потенциальной нехватке денежных средств. В странах, где центральные банки не предусматривают усреднения (или разрешают его лишь частично), денежные рынки чаще всего оказываются неликвидными, и их активность сосредотачивается только на краткосрочных операциях.

Правила относительно минимальных резервных требований определяют процент обязательств, которые кредитные организации обязаны держать на депозите в центральном банке. Раньше в некоторых странах минимальные резервы должны были храниться на счетах, отдельных от расчетных счетов банков, но на сегодняшний день, как правило, для этих целей можно использовать расчетные счета. Традиционно уровень минимальных резервных требований намного превышал собственную потребность банков в хранении положительных остатков в ЦБ для платежных целей, и, таким образом, система минимальных резервов создавала дополнительный спрос на резервные средства со стороны центробанка. Однако в развитых странах произошел сдвиг в сторону всё более низкого размера минимальных резервных требований, и в некоторых странах (например, в Великобритании, Канаде и Новой Зеландии) он достиг уровней, не превышающих сумм на расчетных счетах, необходимых банкам для производства платежей.

Традиционно минимальные резервные требования являлись своего рода инструментом управления рисками, поскольку они определяли минимальный уровень ликвидных активов, обеспечивающий способность банков выдавать клиентам деньги по их требованию. Позже минимальные резервные требования стали использоваться центробанками как инструмент денежно-кредитной политики, так как ставка минимальных резервов определяет объем поглощаемой ликвидности, а ее изменение оказывает глубокое воздействие на общую ситуацию с ликвидностью в банках и, следовательно, на уровень процентной ставки³⁸. Однако у современных центральных банков есть другие, более эффективные и гибкие средства для поглощения ликвидности, и минимальные резервные требования снова используются преимущественно как пруденциальный инструмент. Например, в Новой Зеландии и Венгрии банкам разрешается самим устанавливать собственные нормативы минимальных резервов в определенном диапазоне³⁹.

На формирующихся и пограничных рынках минимальные резервные требования всё еще служат для управления общим уровнем ликвидности в финансовой системе, особенно при наличии большого избытка. В Китае они также используются для сигнализации изменений политики регулятора или для воздействия на динамику валютного курса. В этих странах минимальные резервные требования по-прежнему являются привлекательным инструментом денежно-кредитной политики: проценты на них обычно не начисляются, поэтому они рассматриваются как дешевый способ изъятия избыточной ликвидности.

³⁸ Другими важными характеристиками минимальных резервных требований являются длительность и начальная дата периода усреднения, перехлест между расчетным периодом и периодом усреднения и валюта минимальных резервов. Например, длительность и день начала периода расчета минимальных резервных требований должны устанавливаться с учетом месячной динамики платежей на счет, и по возможности период должен начинаться до начала больших потоков, повышающих объем ликвидности, таких как день выплаты зарплат в государственном секторе. Дополнительную информацию о том, как следует устанавливать период усреднения, см. в работе [Maehle, 2014].

³⁹ Венгерские коммерческие банки могут дважды в год выбирать подходящий им уровень минимальных резервов: 2%, 3%, 4% или 5%.

С точки зрения денежного рынка недостатками минимальных резервных требований являются их склонность затормаживать рыночную активность и нарушать процесс прозрачного формирования цен. В многих экономиках нормативы минимальных резервов должны выполняться каждый день, так что серьезные возможности для межбанковской торговли появляются только в тех случаях, когда общий объем ликвидности в банковском секторе точно соответствует уровню минимальных резервных требований. Более того, практика неначисления процентов на резервы деформирует ставки денежного рынка, поскольку она фактически сводит к нулю предельную доходность ликвидных активов. В свою очередь это затрудняет усилия центрального банка по приведению рыночных ставок к определенному операционному целевому уровню. Беспроцентность резервов также влияет на спред между ставками по депозитам и кредитам и действует как налог на банковское посредничество (банковские услуги).

Усреднение величины резервов и уплата процентов по ставке, близкой к ключевой, являются незаменимыми способами смягчения искажающего воздействия минимальных резервных требований на денежный рынок. Усреднение позволяет банкам использовать свои резервные счета в ЦБ для сглаживания резких колебаний ликвидности в течение периода поддержания минимального усредненного уровня, опускаясь в некоторые дни ниже нормативного уровня, а в другие имея резервы сверх необходимых. Если у банка в какой-либо день в течение установленного периода усреднения происходит непредвиденный отток ликвидности, он может скорректировать его воздействие на соответствие резервным требованиям. Банк может увеличить свои резервы в последующие дни путем продажи ценных бумаг из своего портфеля, не продлевать депозиты в ЦБ с подошедшим сроком возврата, привлечь дополнительные займы на межбанковском рынке или использовать постоянный механизм предоставления ликвидности. У банков появляется мотивация держать больше резервов в те дни, когда они ожидают более низкие рыночные процентные ставки, и меньше резервов в дни, когда ожидаемые ставки выше. Это делает спрос со стороны коммерческих банков на остатки своих резервов более чувствительным к процентной ставке, а ставки межбанковского рынка — менее чувствительными к резким колебаниям спроса и предложения на резервы.

Без усреднения банкам приходится соответствовать минимальным резервным требованиям каждый день и гибкое использование резервного счета невозможно. Так, если в банковском секторе возникает избыток ликвидности, то за счет действий банков межбанковская ставка стремится вниз (к ставке постоянного механизма изъятия ликвидности), и напротив — в условиях дефицита межбанковские ставки взлетают.

При применении усреднения такая ситуация происходит только в конце периода усреднения. Если бы банки заранее знали, какова будет ситуация с ликвидностью в последний день периода, то в предшествующие дни они давили бы на межбанковскую ставку, осуществляя межвременной арбитраж, чтобы она стала близкой к ставке одного из механизмов постоянного доступа. Теоретически это могло бы серьезно затруднить достижение операционного целевого уровня рыночных ставок. Однако обычно существует большая неопределенность в отношении будущей ситуации с ликвидностью в секторе из-за недостатка информации на уровне отдельных банков, а также из-за внезапных резких колебаний. Для корректировки отклонений от целевого уровня центробанки собирают данные о совокупной ликвидности системы и чаще всего проводят операции по ее регулированию в последний день

периода усреднения для исправления дисбаланса. В любом случае центральные банки обычно публикуют свои прогнозы общей ситуации с ликвидностью на рынке, чтобы помочь банкам управлять ликвидностью и, таким образом, способствовать тому, чтобы рыночные ставки стремились к операционному целевому уровню.

ii. Ключевая (директивная) ставка

Хотя сама по себе ключевая ставка не является инструментом, она выступает основным компонентом операций любого современного центрального банка. Если система реализации денежно-кредитной политики работает нормально, заявление об изменении директивной ставки (и даже ожидание таких изменений) – это важный сигнал для денежного рынка, который влияет на ценообразование. В нормально функционирующей системе таргетирования процентной ставки, особенно в центробанках, работающих в режиме «облегченного инфляционного таргетирования», ставки денежного рынка после объявления об изменении быстро начинают сближаться с уровнем ключевой ставки⁴⁰.

Как следствие, быстрый способ проверить, нормально ли работает система реализации политики центрального банка, — ~~это посмотреть~~, насколько велика разница между ставкой краткосрочного рынка и объявленной директивной ставкой. Во многих развивающихся экономиках объявляемые ключевые ставки не отражают ситуацию на рынке и, следовательно, даже не являются де-факто ключевыми ставками. Обычно это объясняется неиспользованием других современных инструментов политики, в частности, надлежащего основного инструмента (см. ниже), либо общей сложностью и беспорядочностью нормативной базы и системы реализации регуляторной политики. Например, многие центробанки предпочитают определять ключевую ставку как ставку по операциям предоставления ликвидных средств. Однако если банковская система страны характеризуется структурным избытком ликвидности, то эти операции происходят нечасто. В таких ситуациях как де-факто лучше рассматривать среднюю рыночную ставку по сделкам, заключаемым на срок действия де-факто ключевой ставки, поскольку именно она наиболее точно отражает суммарное воздействие множества операций и нормативных актов ЦБ.

Изменение ключевой ставки используется как сигнал об изменении направления и задач денежно-кредитной политики. Само по себе оно служит главным способом объявления политики, в то время как остальные элементы набора инструментов, как правило, известны только специалистам рынка. Например, центральный банк, работающий в режиме инфляционного таргетирования, устанавливает директивную ставку так, чтобы его среднесрочный прогноз инфляции соответствовал целевому уровню инфляции или некоему диапазону на заданном горизонте⁴¹. Когда, по мнению ЦБ, возрастают риски того, что на горизонте его политики уровень инфляции превысит целевой, он поднимает ключевую ставку. При определении уместной ключевой ставки центробанк принимает во внимание все фундаментальные макроэкономические показатели и возможные риски. Директивная ставка ЦБ — это способ воздействовать на рыночные ставки в кратковременном периоде, в то время

⁴⁰ На самом деле при ясности коммуникаций ЦБ ставки денежного рынка при приближении срока операционного целевого показателя приходят в соответствие с ожидаемой ключевой ставкой еще до принятия официального решения о ее размере.

⁴¹ На практике может потребоваться серия однонаправленных изменений ключевой ставки до тех пор, пока она не достигнет уровня, соответствующего среднесрочному целевому уровню инфляции.

как долгосрочные ставки будут обусловлены ожиданиями в отношении будущей траектории краткосрочных ставок.

Надлежащий уровень ключевой ставки и ее изменения должны определяться на основе тщательной оценки макроэкономической ситуации и будущих рисков с учетом задач центробанка. В режиме инфляционного таргетирования уровень ключевой ставки обусловлен среднесрочным макроэкономическим прогнозом. Прогноз основан на комплексном анализе макроэкономической ситуации и показывает уровень ставки, позволяющий достичь целевой инфляции на данном горизонте политики при определенных обстоятельствах, таких, как цена на нефть, ситуация в мировой экономике и налоговые стимулы внутри страны. Это не механическое действие — оно подразумевает сложное взаимодействие между множеством экспертов, работающих с техническими средствами прогнозирования, и ответственными сотрудниками ЦБ. Эксперты должны следить за тем, чтобы вся доступная информация была принята к сведению, и чтобы в прогнозе были учтены все соответствующие риски и предпочтения. Для выполнения этой задачи различные центральные банки (не только те, которые работают в режиме инфляционного таргетирования) создают системы прогнозирования и анализа политики, повсеместно ставшие основным элементом формулирования современной денежно-кредитной политики (вставка 11).

Вставка 11. Разработка систем прогнозирования и анализа политики

Система прогнозирования и анализа политики — это набор инструментов и процедур, с помощью которых центральные банки могут предоставлять лицам, ответственным за выработку политики, ясную оценку текущего состояния экономики, рекомендации о траектории достижения стратегических целей и среднесрочный прогноз, согласующийся с такой траекторией⁴². Как правило, система состоит из основной модели среднесрочного прогнозирования и вспомогательных моделей, обученного персонала для выполнения анализа политики на основе моделей и сообщения результатов руководству ЦБ, а также процессов прогнозирования и анализа политики. Главная цель СПАП — информировать высшее руководство о возможных будущих траекториях применения инструментов денежно-кредитной политики, необходимых для выполнения центральным банком своих задач.

Такие системы используются десятками стран с развитыми и формирующимися рынками независимо от основ их экономической политики. Чаще всего системы ассоциируются с режимами таргетирования инфляции. Некоторые центробанки, сосредоточенные на регулировании валютного курса, тоже находят СПАП полезными для определения политики в отношении краткосрочных процентных ставок, темпа периодической корректировки или резервных требований.

Внедрение СПАП в странах с формирующейся и пограничной экономикой происходит не без препятствий: мешают нехватка макроэкономических данных и их невысокая надежность, недостаточные возможности для среднесрочного анализа политики, отсутствие специализированных отделов прогнозирования и недостаточное внимание руководства к усовершенствованию процессов прогнозирования. Но поскольку в СПАП могут использоваться простые, легкие в настройке и поддержании модели, то эти сложности можно преодолеть, как свидетельствует опыт многих центральных банков формирующихся и пограничных рынков. Значительную техническую помощь в этой

⁴² Douglas Laxton, David Rose, and Alasdair Scott (2009). *Developing a Structured Forecasting and Policy Analysis System to Support Inflation-Forecast Targeting (IFT)* (Развитие структурированной системы прогнозирования и анализа политики для поддержки таргетирования по прогнозу инфляции). Рабочий документ МВФ WP/09/65.

области центробанкам оказывает несколько международных финансовых организаций (таких как ЕБРР и МВФ).

Хотя ключевая ставка может оказывать очень сильное сигнализирующее воздействие на ставки денежного рынка, на практике, чтобы стимулировать переход ключевой ставки в рыночную, центробанку необходимо осуществлять фактические операции по регулированию ликвидности (основные операции и операции «тонкой настройки») и задействовать ряд других вспомогательных инструментов (коридор процентных ставок и усреднение резервов). Многие центробанки также начисляют проценты на минимальные резервы, поощряя участников рынка более активно использовать этот инструмент.

С точки зрения операций центральных банков на денежном рынке, ключевая ставка заметно фигурирует в системах таргетирования процентной ставки как целевой уровень для ставок денежного рынка, а также используется в режимах таргетирования резервов и в гибридных системах. Обычно эта ставка применяется к основным операциям рефинансирования и поглощения ликвидности (см. ниже). Кроме того, иногда она также играет роль в бухгалтерском учете и правовом регулировании и бывает не привязана к каким-либо конкретным операциям центробанка. Например, если основной операцией является двухнедельное репо, проводимое в форме американского аукциона, ключевая ставка, как правило, выступает предельной ставкой заявок. Если основной операцией служит недельный механизм депонирования, то по этой ставке выплачиваются проценты на такие депозиты. В некоторых случаях директивной ставке соответствует ставка одного из механизмов постоянного действия, определяющих коридор процентных ставок (в условиях формирующихся и пограничных рынков обычно это нижняя граница). У некоторых центральных банков, стран с развитой экономикой, ключевая ставка является целевой переменной⁴³, достигаемой за счет операций по управлению ликвидностью.

iii. Основной инструмент (рефинансирования или изъятия избыточной ликвидности)

Главная цель основного инструмента центрального банка — артикулировать направление денежно-кредитной политики. В большинстве случаев ставка по данному инструменту считается ключевой ставкой, хотя бывают и исключения, о которых мы говорили выше. Для ЦБ основной инструмент может быть либо обязательством (механизм изъятия ликвидности), либо активом (механизм предоставления ликвидности) в зависимости от структурной ситуации с ликвидностью в банковском секторе.

Вставка 12. Структурный дефицит и избыток ликвидности

В большинстве стран с формирующейся и пограничной экономикой денежные рынки действуют в условиях так называемого структурного избытка ликвидности. Это означает, что банковская система в целом характеризуется избыточной ликвидностью и требует ежедневного депонирования лишней денежной массы в центральном банке.

В банковском секторе наблюдается структурный избыток ликвидности если ЦБ является чистым дебитором по отношению к банковскому сектору, т.е. объемы кредитов, выданных банкам, меньше,

⁴³ Например, ФРС имеет целевой уровень ставки «овернайт», а центральный банк Швейцарии — целевой показатель трехмесячной ставки LIBOR на швейцарские франки.

чем депонированные ими средства и приобретенные ими долговые инструменты центробанка.. Значительный избыток ликвидности обычно возникает в результате валютных интервенций (наращивания валютных резервов), кредитования правительства (эмиссионного финансирования) или операций кредитора последней инстанции (действий по спасению банков)⁴⁴. В экономике со структурным избытком ликвидности отдельные банки могут испытывать дефицит, но в совокупности банковская система имеет избыточную ликвидность. Самостоятельно банки не могут изменить эту ситуацию, так как их чистое финансовое состояние является статьей баланса центробанка и может поменяться только в том случае, если ЦБ предпримет операцию противоположной направленности. Для устранения избытка может потребоваться масштабная продажа государственных ценных бумаг или сокращение валютных резервов, что не всегда целесообразно по политическим или финансовым соображениям (большие потенциальные убытки)⁴⁵.

Существует малообоснованное, но распространенное мнение, что центробанк способен лучше контролировать банковский сектор в ситуации структурного дефицита ликвидности, когда банки вынуждены совершать операции с ЦБ. В случае структурного избытка банк волен сам принимать решение о том, покупать ли ему активы ЦБ или держать больше резервов, чем необходимо. А это может приводить к снижению эффективности управления ликвидностью и уменьшению объемов межбанковских сделок. Из-за этой теории центробанки, стран с формирующейся и пограничной экономикой, иногда прибегают к завышению нормативов минимальных резервов и чрезмерному выпуску государственных бумаг для изъятия ликвидности. Так, центральные банки Турции и Македонии в прошлом использовали разнообразные операции такого рода, стремясь превратить структурный избыток ликвидности в структурный дефицит.

Однако доказательства меньшей эффективности денежно-кредитной политики при структурном избытке ликвидности в лучшем случае недостаточны и неубедительны. На самом деле многие факты свидетельствуют о том, что и в условиях структурного избытка ликвидности монетарная политика может отлично работать долгое время. Одними из многих центробанков, проводящих убедительную и эффективную политику при больших избытках ликвидности, являются национальные банки Швейцарии, Чехии и Израиля.

В ситуации дефицита ликвидности центральный банк предоставляет кредитным организациям ровно столько ликвидных средств, чтобы они могли выполнять свои обязательства по минимальным резервным требованиям и поддерживать расчетный необходимый буфер добровольных резервов. При избытке ликвидности ЦБ действует аналогичным образом, изымая столько ликвидности, чтобы банкам хватало только на поддержание минимальных и буферных резервов. Обе системы позволяют достичь центральной задачи основного инструмента — установить ключевую ставку, которая будет определять предельную стоимость денежных средств для банков (см. вставку б).

В отличие от ситуации дефицита, структурный избыток влечет для центробанка (или для правительства) большие затраты по изъятию избыточной ликвидности. Если центральный банк проводит эффективные операции по таргетированию процентных ставок на денежном рынке как операционной переменной денежно-кредитной политики, то по сути это означает уплату процентов по этой ставке на большую часть ликвидных средств, депонируемых коммерческими банками в ЦБ. В странах с формирующимся рынком эти квазибюджетные издержки монетарных операций могут стать особенно серьезным препятствием для эффективной денежно-кредитной политики⁴⁶. Однако этих квазибюджетных затрат

⁴⁴ [Gray, S., 2006].

⁴⁵ Македония, Таиланд и Турция — относительно недавние примеры страны, активно превращавших структурный избыток ликвидности в дефицит путем выпуска дополнительных государственных бумаг с единственной целью изъятия избыточной ликвидности и/или переноса правительственных счетов из коммерческих банков в ЦБ.

⁴⁶ И не только там. В последние годы на политику федеральных властей Швейцарии серьезное влияние оказывает стремление кантонов получать долю прибыли от центрального банка.

нельзя избежать. Даже если правительство согласится на выпуск достаточного количества ценных бумаг для превращения структурного дефицита ликвидности в структурный профицит, ему придется нести издержки. Единственный способ их исключить — это продать значительную часть валютных резервов и тем самым полностью уничтожить избыточную ликвидность.

В результате многие страны со структурным избытком выбирают такую схему, при которой центральный банк и правительство каким-то образом делят между собой убытки от изъятия избыточной ликвидности. Хотя технически эти убытки могут накапливаться на балансе центробанка без ущерба для его способности проводить надлежащую политику (как в случае Чехии, Чили и Израиля), истощение капитала ЦБ может в итоге приводить к общественным и политическим проблемам. Таким образом, желательно, чтобы правительство и центральный банк заключили предварительное соглашение о разделе таких убытков или продумали механизм рекапитализации центробанка.

Практическим правилом является то, что основной инструмент денежно-кредитной политики не должен быть постоянно доступным. Банки должны уметь делать «домашнюю работу» в плане прогнозирования своего состояния ликвидности, использовать возможности, предоставляемые правилом усреднения минимальных резервных требований, а в случае возникновения нехватки или избытка ликвидности обращаться к межбанковскому денежному рынку. Если ЦБ обеспечивает соответствие общего состояния ликвидности нормативу минимальных резервов с учетом потенциального реагирования ЦБ на непредвиденные скачки, то банки должны быть способны сами управлять своей ликвидностью.

Вместе с тем центральный банк обычно открывает основной инструмент один или несколько раз в неделю, чтобы последовательность сроков его погашения в течение периода усреднения позволяла банкам корректировать уровни своих резервов. В ежедневном режиме основной инструмент может предлагаться только в ситуации повышенной неопределенности на рынке или во время кризиса, когда центробанку необходимо усилить свою роль маркет-мейкера.

Поскольку основной инструмент доступен только в отдельные дни, обычно он используется в форме аукциона или конкурса, хотя периодически его можно открывать и как операцию постоянного действия. Если центробанк работает в режиме таргетирования резервов, он, как правило, устанавливает объемы аукционов и принимает все (разумные) заявки. А в режиме инфляционного таргетирования он устанавливает процентную ставку на основной инструмент и (в качестве базового принципа) принимает все заявки участников аукциона.

Кроме того, иногда ЦБ может устанавливать лимит на объем аукциона и одновременно — процентную ставку. Такой практики до кризиса придерживался ЕЦБ, стремясь стимулировать отделы управления ликвидностью банков эффективнее выполнять свою работу и максимально широко использовать межбанковский рынок. Однако, хотя в хорошие времена такая практика позволяет повысить эффективность системы реализации денежно-кредитной политики, она также повышает неопределенность на денежном рынке, подрывая организующую роль центрального банка. Например, в недавние годы практика ограничения ликвидности, предоставляемой через регулярные аукционы основного инструмента, могла способствовать накоплению избыточной ликвидности банками еврозоны и чрезмерному использованию долгосрочных операций рефинансирования (см. вставку 13 о накоплении ликвидности и инструментах ЕЦБ).

Срок основного инструмента составляет, как правило, одну или две недели, но также может зависеть от длительности периода усреднения минимальных резервных требований и от уровня развития рынков. Любая операция со сроком, превышающим срок онончания периода усреднения, приводит к изъятию или вливанию ликвидности на весь оставшийся период усреднения, оказывая сильное воздействие на средний уровень ликвидности на всем протяжении периода усреднения, и, таким образом, может оказаться чрезмерной из-за скачков ликвидности, происходящих между днем операции и концом периода усреднения. В результате банки не смогут гибко использовать такую операцию (со сроком, превышающим длительность периода усреднения) для управления своей ликвидностью. В то же время, если срок основного инструмента меньше продолжительности периода усреднения, то предоставленная (или поглощенная) ликвидность подлежит возврату (или становится доступной) в течение того же периода усреднения. В таком случае операция оказывает меньшее воздействие на среднюю ликвидность и банки могут пользоваться ей более гибко.

При этом чем лучше развит финансовый сектор страны, тем более короткие сроки необходимы для основного инструмента. В развитых странах рынок недельных и двухнедельных инструментов бывает довольно конкурентным и центробанку труднее на него влиять (в отличие от рынка однодневных сделок, на котором ЦБ выступает монопольным поставщиком средств на расчетных счетах).

С точки зрения банков использование для управления ликвидностью основного инструмента обходится не так дорого, как операции постоянного действия, которые влекут дополнительные затраты в виде штрафных комиссий. И всё же если у банка складывается неудовлетворительная или неожиданная ситуация с ликвидностью, он может прибегать к механизмам постоянного действия, так как они всегда доступны и всё равно обойдутся дешевле, чем невыполнение платежного обязательства или минимальных резервных требований.

iv. Коридор однодневных процентных ставок по операциям постоянного действия

В настоящее время коридоры процентных ставок входят в систему инструментов практически любого центрального банка. С точки зрения денежного рынка, они определяют обязанности центробанка как маркет-мейкера, придают уверенность участникам рынка и уменьшают волатильность рыночных ставок, ограничивая потенциальные отклонения от ключевой ставки. Приемлемого альтернативного инструмента для поддержания котировок на рынке не существует, поскольку эти механизмы равноценны спреду курсов продажи и покупки коммерческого банка, выступающего маркет-мейкером.

В большинстве случаев коридор устанавливается на самый короткий срок операций денежного рынка — 1 день («овернайт»). Это тот срок, в котором центробанк обладает монополией на предоставление ликвидности и на который заключается большинство межбанковских сделок, так как банки постоянно пытаются корректировать величину своих резервов до планового уровня при неожиданных скачках ликвидности. В последний день периода усреднения минимальных резервных требований многие банки также имеют причины для однодневных операций, желая избежать воздействия на ликвидность сделок, заключенных на более долгий срок и оканчивающийся в следующем периоде.

Верхней границей коридора служит ставка постоянного механизма предоставления ликвидности, а нижней — ставка постоянного механизма изъятия ликвидности. Постоянный механизм изъятия ликвидности обычно обеспечен залогом, а для постоянного механизма изъятия ликвидности обеспечение не обязательно, так как у ЦБ нет кредитного риска по отношению к отечественным банкам.

Эти механизмы остаются открытыми для банков после окончания торговой сессии. Зная свои позиции, банки могут корректировать величину своих резервов до желаемого уровня. Для банков эти операции представляют альтернативу межбанковским сделкам «овернайт». Таким образом, эти операции фактически ограничивают движение межбанковской ставки, поскольку банкам не нужно занимать средств сверх объемов постоянного механизма предоставления ликвидности и выдавать кредиты помимо постоянного механизма изъятия ликвидности, т. к. в конце дня они всегда имеют возможность воспользоваться этими механизмами. Ставки по более долгосрочным межбанковским кредитам и другие ставки могут выходить за этот коридор, так как они не конкурируют напрямую с операциями постоянного действия.

Система коридоров эффективно снижает волатильность процентных ставок, исключая чрезмерные колебания однодневных межбанковских ставок. Ограничивая появление крайне высоких и крайне низких межбанковских ставок, она (система коридоров) повышает предсказуемость будущей траектории и усиливает передачу воздействия денежно-кредитной политики. Иногда даже однодневные межбанковские ставки выходят за границы коридора, но такие случаи всегда свидетельствуют о каком-то сбое или выходе из строя межбанковского рынка. Выход межбанковских ставок «овернайт» за пределы коридора связан либо с недостатком обеспечения некоторые банки лишаются возможности использовать постоянный механизм предоставления ликвидности и вынуждены заимствовать по более высокой цене), либо с недоверием банков к этим инструментам.

Важной особенностью этих механизмов является то, что они всегда доступны в конце торгового дня на очень предсказуемых условиях по запросу любого коммерческого банка, имеющего достаточно обеспечения, необходимого для использования постоянного механизма предоставления ликвидности. Эта особенность дает отделам управления ликвидности в банках своего рода «страховочную сетку». Когда возникают сомнения в намерениях центробанка выполнять свои обязательства по постоянному механизму изъятия ликвидности и постоянному механизму предоставления ликвидности, снижается активность других участников денежного рынка и повышается волатильность процентных ставок. Наиболее типичным примером таких сомнений может служить опасение по поводу того, что, прибегнув к постоянному механизму предоставления ликвидности, банк станет объектом надзорной проверки центробанка и начнет восприниматься другими участниками рынка как опасный контрагент. Иногда коммерческие банки не уверены в том, что центробанк в рамках постоянного механизма изъятия ликвидности примет любое количество ликвидности. Такие сомнения могут раскачивать рыночные процентные ставки, выводя их за границы коридора, а порой и приводят к сбоям на рынке, особенно во время кризиса (вставка 13).

Вставка 13. Проблема накопления ликвидности в еврозоне и инструменты ЕЦБ

Мировой финансовый кризис привел к глубоким изменениям на финансовых и денежных рынках. В связи с тем, что банки и нефинансовые организации стали придерживать ликвидные средства в беспрецедентных масштабах, истощилась ликвидность денежного рынка. В середине 2015 г. избыток наличности в европейских нефинансовых организациях составил 1,1 трлн евро (на 40% больше, чем в 2008 г.), и компании продолжали уменьшать свою долговую нагрузку, накапливать денежные средства и отсрочивать инвестиции. По сути, накопление ликвидности в банковской системе отражало как общую неуверенность на рынке, так и рекордно низкий аппетит коммерческого сектора к использованию займов.

Традиционные инструменты и сроки погашения не позволяли решить эту проблему. Не зная, до каких пор компании будут накапливать средства «на всякий случай», и стремясь развеять их опасения по поводу ликвидности (и финансовой устойчивости), ЕЦБ в несколько этапов продлил срок своих долговременных инструментов предоставления ликвидности до трех лет, а в кредитных аукционах перешел на полное распределение (выполняя тем самым функции кредитора последней инстанции). Несмотря на это, кредитование реальной экономики, особенно малых и средних предприятий, оставалось вялым, и ЕЦБ сначала резко ослабил требования к обеспечению, а затем, в начале 2015 г., объявил масштабную программу выкупа активов, широко известную как «количественное смягчение» (функция маркет-мейкера последней инстанции).

Одновременно с предоставлением огромного объема ликвидности в рамках долгосрочных операций рефинансирования, целевых долгосрочных операций рефинансирования, а позднее и через программы выкупа активов, ЕЦБ также использовал механизм депонирования для краткосрочного изъятия избыточной ликвидности. Банки, участвовавшие в долгосрочной операции рефинансирования, охотно несли убытки по этим операциям, депонируя поступления по счетам ЕЦБ с меньшей ставкой процента.

Это придерживание ликвидности демонстрирует недостаточное доверие банков к системе, а также их возможную неуверенность в том, какую политику в области ликвидности ЕЦБ будет проводить в будущем. Программу QE планировалось осуществлять до сентября 2016 г. на общую сумму не менее 1,1 трлн евро (что соответствовало оценке накопленной наличности). Несмотря на крайне стимулирующий характер денежно-кредитной политики, межбанковские процентные ставки до 2012 г. оставались выше, чем в США, а доходность по гособлигациям на периферии еврозоны оставалась более высокой еще дольше, что свидетельствовало о неуверенности в фискальной состоятельности и перспективах валютного союза.

Ширина коридора может играть важную роль в развитии межбанковского рынка ликвидных средств. Необходимо находить компромисс между стимулированием межбанковских сделок и ограничением волатильности процентных ставок. Расширение коридора поощряет межбанковские торговые операции, поскольку для банка стоимость использования одного из механизмов постоянного действия более высока. Это побуждает банки совершать сделки друг с другом, но может приводить к большей волатильности процентных ставок. Узкий коридор уменьшает волатильность, но и ограничивает межбанковскую активность, потому что у банков будет меньше стимулов для сделок друг с другом и больше причин пользоваться механизмами постоянного действия центробанка.

Коридор обычно строится симметрично вокруг ключевой ставки, но бывают и исключения. При симметричном коридоре банки «штрафуются» на одинаковую сумму независимо от того, имеют ли они на конец периода усреднения избыток или дефицит ликвидности. Т.е. они

теряют одинаковые суммы, депонируя средства через постоянный механизм изъятия ликвидности и занимая их через постоянный механизм предоставления ликвидности.

В некоторых случаях имеет смысл асимметрия. Например, если ЦБ хочет оживить межбанковский рынок в ситуации избытка ликвидности, он может придвинуть ставку постоянного механизма предоставления ликвидности ближе к ключевой ставке, а ставку постоянного механизма изъятия ликвидности отодвинуть дальше от нее (вставка 14. Этот стимулирует банки депонировать больше средств в основной инструмент (поскольку в противном случае издержки будут выше), а затем совершать больше операций друг с другом.

Вставка 14. Пример стоимости использования коридора процентных ставок

Предположим, ключевая ставка составляет 5%, а коридор процентных ставок отстоит от нее на +/- 1 процентный пункт, т.е. ставка постоянного механизма изъятия ликвидности — 4%, а постоянный механизм предоставления ликвидности — 6%.

- В случае если на конец периода усреднения минимальных резервных требований банк находится в ситуации дефицита ликвидности, ему приходится для выполнения минимальных резервных требований занять средства через постоянный механизм предоставления ликвидности по ставке 6% и оставить их на резервном счете, зарабатывая на этом 5%. Предельная стоимость данной операции, иначе говоря, штраф за неправильное управление своими резервами, составляет 1%.
- Если же на конец периода усреднения банк имеет избыток ликвидности, ему приходится депонировать лишние резервы через постоянный механизм изъятия ликвидности по ставке 4%, иначе он на них ничего не заработает. Однако стоимость этих избыточных средств составляла 5% — во столько обошлось их заимствование у ЦБ (в условиях структурного дефицита ликвидности) или их недепонирование в ЦБ (в ситуации структурного избытка) по ключевой ставке. Т.е. и в этом случае штраф равен 1%.

Теперь предположим, что в банковском секторе существует структурный избыток ликвидности и коридор процентных ставок сдвинут асимметрично относительно ключевой ставки. Допустим, ставка постоянного механизма предоставления ликвидности установлена на 5,5%, постоянный механизм изъятия ликвидности — на 3% при той же ключевой ставке 5%. Тогда штраф за нехватку ликвидности на конец периода усреднения составит всего 0,5%, а штраф за избыточную ликвидность возрастет до 2%. Таким образом, банки мотивируются более активно пользоваться инструментами центробанка для поглощения ликвидности, во вторую очередь — обращаться на межбанковский рынок, и, наконец, прибегать к постоянному механизму предоставления ликвидности в конце периода усреднения для покрытия потребности в последующем фондировании. В этом примере накопление избыточной ликвидности в течение периода усреднения обойдется в четыре раза дороже.

Другие важные инструменты

i. Операции «тонкой настройки»⁴⁷

Иногда значительные и внезапные шоковые изменения ликвидности требуют от центрального банка вмешательства в работу межбанковского рынка. Особенно, если такое происходит в конце периода усреднения обязательных резервов. Как правило, ЦБ имеет хорошее представление о фактическом уровне обязательных резервов в банковском секторе по отношению к минимальным требованиям и прогнозирует динамику ликвидности до конца текущего периода усреднения.

При выявлении потенциально значительного шокового изменения ликвидности, ЦБ должен определить, сможет ли банковский сектор самостоятельно справиться с шоком до конца периода усреднения. Если нет, то требуется интервенция ЦБ, которая может осуществляться в форме нерегулярной краткосрочной операции, желательно на срок до окончания периода усреднения. На относительно развитом рынке ЦБ может использовать репо, обратные репо, продажу или покупку краткосрочных ценных бумаг, депозитный или кредитный аукцион, но выбор формы не столь важен. Само по себе использование рыночных инструментов для операций «тонкой настройки» на открытом рынке может стимулировать развитие рынка краткосрочных ценных бумаг и их использование.

ii. Кредитор последней инстанции

Инструмент предоставления ликвидности в рамках коридора процентных ставок часто рассматривается как средство, предоставляемое «кредитором последней инстанции». Если банк не может найти контрагента для получения необходимого фондирования, чтобы выполнить минимальные резервные требования к концу периода усреднения, он всегда может воспользоваться постоянным механизмом предоставления ликвидности. Однако настоящей целью коридора процентных ставок является сведение к минимуму колебаний процентных ставок.

Более важно то, что получение средств от «кредитора последней инстанции» справедливее рассматривать как механизм предоставления ликвидности в особых случаях.

Например, когда банк испытывает проблемы и неспособен привлечь финансирование на межбанковском рынке не из-за неумения прогнозировать свои потребности в ликвидности, или из-за проблем управленческого характера, а из-за увеличения воспринимаемого в отношении него кредитного риска (то есть возросших сомнений других участников рынка в том, что они смогут вернуть свои деньги). Другой пример - это нехватка обеспечения (которая сама по себе обычно возникает вследствие возрастания кредитного риска, поскольку контрагенты начинают заключать с банком сделки только под залог активов). Необычайно высокая потребность в ликвидности может также быть результатом операционного сбоя

⁴⁷ В некоторых развитых странах (США, Великобритания) центробанки используют/раньше использовали операции на открытом рынке в ежедневном режиме для управления ликвидностью. Эти ЦБ работают в условиях сложившегося высокоразвитого межбанковского рынка, и по традиционным причинам операции по предоставлению ликвидности предлагаются на очень короткие сроки или не применяется правило усреднения обязательных резервов. Для большинства остальных центральных банков это не актуально.

(например, в компьютерных или коммуникационных системах) или неудачной сделки с ценными бумагами.

Для таких случаев существуют механизмы экстренного или исключительного кредитования, которые часто не требуют обеспечения. Однако процентная ставка по таким линиям намного выше ставки постоянного механизма предоставления ликвидности. Кроме того, есть вероятность, что, в случае использования механизма экстренного кредитования ЦБ будет очень тщательно проверять баланс и состояние ликвидности банка на предмет его финансовой устойчивости. Часто к тому времени, когда банк решит воспользоваться механизмами исключительного кредитования, центробанк уже имеет информацию о проблемах в банке.

Организационный фундамент операционной базы денежно-кредитной политики

Важным аспектом построения современной системы реализации денежно-кредитной политики является организационный фундамент, обеспечивающий исполнение различных функций, а также существование соответствующих процессов принятия решений в самих центральных банках.

Оптимальной практикой центробанков, проводящих активную денежно-кредитную политику, является принятие всех стратегических решений, значительно влияющих на денежно-кредитную политику, высшим руководящим органом ЦБ, которым может выступать совет директоров, председатель или комитет по денежно-кредитной политике⁴⁸. Под направлением политики понимается совокупное воздействие всех инструментов денежно-кредитной политики на экономику страны на данном этапе в общих чертах. При этом рыночные процентные ставки, а также валютные курсы, как правило, исчисляются более точно (в реальном выражении относительно своих фундаментальных уровней). Однако в зависимости от режима монетарной политики и набора инструментов ее реализации на направление политики могут оказывать влияние ставки по инструментам центробанка, операции на денежном рынке и его ликвидность, валютные интервенции и ликвидность валютного рынка, а также административные меры и административная среда в стране (например, “t-regulation”).

Поэтому все решения, оказывающие значительное воздействие на направление денежно-кредитной политики, должны приниматься на высочайшем уровне.

Распространенной проблемой в центральных банках формирующихся рынков является то, что многие решения, серьезно затрагивающие направление денежно-кредитной политики, например, о процентных ставках по операциям регулирования ликвидности, принимаются не на высочайшем уровне, а сотрудниками и руководством департаментов, ответственных за реализацию денежно-кредитной политики (рыночных департаментов). Это чаще всего происходит в тех случаях, когда система реализации денежно-кредитной политики включает элементы, которые не координируются между собой должным образом.

⁴⁸ В нескольких центральных банках комитеты по денежно-кредитной политике служат совещательным органом при председателе, принимающим окончательные решения. Как правило, такие комитеты формируются из членов высшего руководства ЦБ. Однако даже в таких банках председатель по сути должен следовать стратегическим рекомендациям комитета по денежно-кредитной политике. В других центробанках комитеты по денежно-кредитной политике играют более формальную роль, могут включать членов со стороны, а назначение в комитеты является частью политического процесса в стране.

Например, достаточно часто решения об уровне ключевой ставки принимает комитет по денежно-кредитной политике ЦБ, а ставки по основным инструментам по своему усмотрению определяют рыночные департаменты, в результате эти ставки не соотносятся с уровнем ключевой ставки. Поэтому возникает несогласованность между ключевой и рыночными ставками, и, следовательно, снижается эффективность работы руководящих органов центробанка.

Современная система инструментов ЦБ, которую мы описали выше, легко реализуема, поскольку требует небольшого количества регулярно принимаемых решений, касающихся общего направления денежно-кредитной политики. Например, при полноценном режиме инфляционного таргетирования единственным таким решением является решение об уровне ключевой ставки. В режимах облегченного инфляционного таргетирования регулярно принимаются решения также о проведении валютных интервенций и (реже) о применении административных инструментов. Однако, нацеленность на регулирование процентных ставок денежного рынка значительно упрощает процесс принятия повседневных операционных решений центральных банков.

После принятия решений по инструментам, обуславливающим направление денежно-кредитной политики, повседневные операционные решения могут приниматься уже рыночными департаментами без участия высшего руководства ЦБ. Сюда относятся объемы аукционов по основному инструменту, периодичность их проведения или использование операций тонкой настройки. Если центробанк действует и на валютном рынке, то, после определения высшими руководителями задач и параметров интервенции, рыночные департаменты могут принимать решения о сроках интервенции, способе осуществления и (иногда) предлагаемых суммах. При этом необходимо следить за тем, чтобы, последствия интервенции для ликвидности отечественного денежного рынка принимались во внимание (например, необходимо увеличивать объемы изъятия ликвидности после покупки иностранной валюты на рынке) и чтобы, соответственно, процентные ставки денежного рынка оставались близкими к ключевой ставке.

Решения, касающиеся направления денежно-кредитной политики, должны основываться на содержательном анализе — процессе, который называется разработкой денежно-кредитной политики (в противовес ее реализации). Современные центробанки организационно разделяют процессы разработки и реализации политики. Предлагаемые решения о направлении денежно-кредитной политики формулируются департаментами макроэкономического анализа (экономическими департаментами), в то время как за исполнение решений отвечают рыночные департаменты, как показано на рис. 3 (Разделение процессов разработки и реализации политики). Разумеется, при выполнении своих функций оба департамента совещаются друг с другом, но важно четко разделить их обязанности и подкрепить их соответствующей организационной структурой. Например, когда экономический департамент готовит решение в области денежно-кредитной политики, он консультируется с рыночными департаментами по вопросам ситуации на рынке, включая эффект от применяемых инструментов. Экономический департамент также должен узнавать

мнение рыночного департамента о предлагаемых изменениях политики. Тем не менее, вся ответственность за процесс выработки политики лежит на экономическом департаменте ⁴⁹.

Считается хорошей стандартной практикой, когда экономический департамент создает систему прогнозирования и анализа политики (см. вставку 11), призванную помогать в разработке политики, направленной на стабилизацию темпов инфляции внутри страны. Хорошей практикой также считается, когда в результате разработки политики предлагаются рекомендации по набору инструментов, влияющих на направление политики, и эти рекомендации представляются и разъясняются руководителям, принимающим решения в отношении денежно-кредитной политики.

Нередко в центральных банках, не имеющих своей СПАП, значение экономического анализа и прогнозирования при определении политики недооценивается, и ключевая роль в разработке изменений политики отводится рыночным департаментам, как показано на рис. 4 (Объединение процессов разработки и реализации политики). Это может приводить к смешению процессов реализации и разработки, необходимости частого принятия решений и вовлечению высшего руководства в повседневные рыночные операции. В целом политика приобретает реагирующий, запаздывающий характер, становится направленной на управление рыночной ситуацией в данный конкретный момент, а не на среднесрочную стабилизацию инфляции и инфляционных ожиданий путем предсказуемых изменений.

Рис. 3. Разделение процессов разработки и реализации политики



Рис. 4. Объединение процессов разработки и реализации политики



Что касается внутренней организации рыночных департаментов, передовой практикой среди центробанков стало объединение всех торговых функций в одном департаменте. Сюда относятся операции с валютными резервами, а также торговые операции на рынке отечественных облигаций, на денежном и валютном рынке. Организационная интеграция этих функций позволяет повысить эффективность отдельных операций, поскольку тогда трейдерам, работающим на одном рынке, легче быть в курсе событий на других. Кроме того, такая структура способствует более быстрому обучению персонала. Даже те центральные банки, в которых все эти функции не объединены в одном структурном подразделении, находят целесообразным создание единого отдела торговых операций.

⁴⁹ С другой стороны, изменения в системе реализации денежно-кредитной политики, касающиеся, например, ширины коридора или сроков и частоты проведения операций ЦБ, должны подготавливаться рыночными департаментами, согласовываться с экономическим департаментом и затем утверждаться высшим руководящим органом.

Многие центробанки также сформировали отдельные структурные подразделения, специализирующиеся на анализе реализации инструментов денежно-кредитной политики и денежных рынков с такими же функциями, как у контрольного подразделения (мидл-офиса) в коммерческом банке. Эти отделы занимаются прогнозированием ликвидности, помогают координировать различные денежно-кредитные и казначейские операции и продумывают конструкцию инструментов денежно-кредитной политики, включая резервные требования⁵⁰. Они также служат идеальным контрагентом для коммуникаций с экономическими департаментами, отвечающими за разработку политики.

Опыт и сложности реализации новой операционной схемы

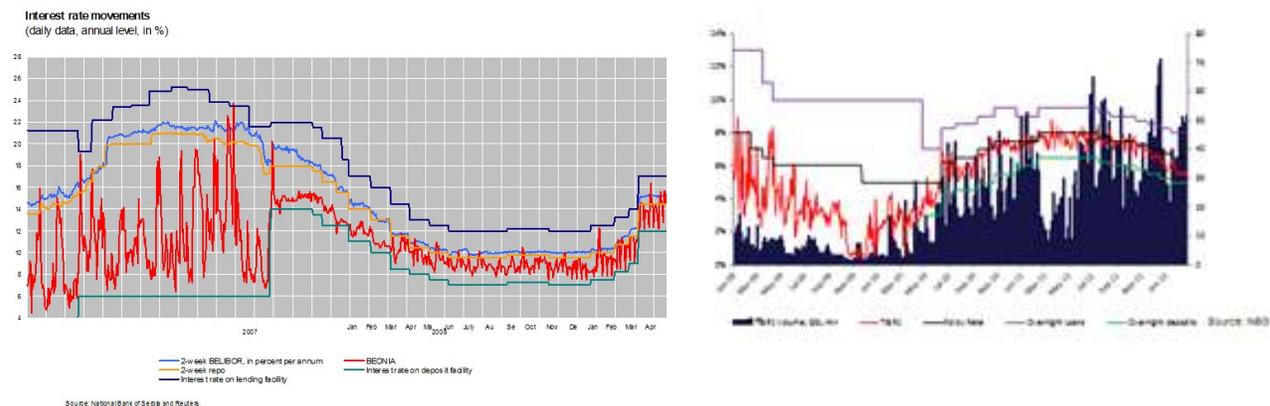
Во многих странах современный набор инструментов центрального банка формировался в течение долгого времени, иногда почти десятилетие. Это особенно верно для развивающихся рынков, совершавших переход к более современным концепциям денежно-кредитной политики в 1990-е годы (Чехия, Польша и Бразилия). Те страны, в которых переход происходил значительно позже, внедряли новые операционные режимы намного быстрее. Обосновывается это тем, что новый для них стандарт стал уже более распространен (нежели в 1990-е), так и с преимуществами изучения опыта стран «первой волны». Это стало прецедентом для таких стран как Сербия, Грузия и Молдова, сумевших оперативно (за нескольких месяцев) внедрить некоторые элементы системы.

Намерение направлять рыночные процентные ставки (слабая форма таргетирования) вместо того, чтобы устанавливать целевые показатели объемов операций, выведенные из промежуточных целей по денежной массе, возникло довольно давно во многих странах, независимо от применяемого режима.

В ряде стран, таких как Чили, Бразилия, Израиль, Коста-Рика и Польша, центробанки следили за различными промежуточными целями в тех или иных сочетаниях: показателями валютного курса, денежных агрегатов и инфляции. Исследование опыта разных стран показывает, что внедрение операционного таргетирования процентных ставок часто происходило в условиях валютной привязки и таргетирования денежной массы без намерения переходить на другой режим (примеры включают Израиль, Польшу и Бразилию). Как уже отмечалось, Чехия какое-то время продолжала отслеживать промежуточные денежно-кредитные цели после перехода на плавающий валютный курс, когда процентные ставки уже служили основным инструментом и операционным целевым показателем.

⁵⁰ В большинстве случаев такие подразделения регулярно (как минимум раз в год) проводят оценку функционирования отдельных инструментов денежно-кредитной политики и выдвигают предложения об изменении их параметров (таких как норма обязательных резервов и ширина коридора процентных ставок) и введении новых инструментов. Они осуществляют прогнозирование ликвидности и при необходимости предлагают провести операции «тонкой настройки» или выпустить бумаги центрального банка. Они анализируют прошлые тенденции и ближайшие перспективы отечественных валютных и денежных рынков исходя из отчетности банков и прочей имеющейся рыночной информации (Reuters, Bloomberg). Этот отдел может также выполнять функции секретариата на совещаниях по операциям на открытом рынке, которые обычно проводятся еженедельно.

Рис. 5. Повышение предсказуемости ставок денежного рынка на примере Сербии и Грузии



С точки зрения последовательности, складывается впечатление, что первые страны, совершившие переход к инфляционному таргетированию, ориентировались сначала на денежную базу, затем на свободные резервы, и наконец - на рыночные процентные ставки. Кроме того, во многих странах уже на раннем этапе стали применять механизм усреднения обязательных резервов (Израиль, Коста-Рика и Польша). Однако развитие вспомогательных элементов и наработка опыта эффективного контроля рыночных процентных ставок заняли гораздо больше времени.

Поначалу центробанки стали направлять рыночные ставки, выполняя операции определенного объема в пределах некоторого коридора, который часто был ориентировочным или имел только одну границу (Польша, Бразилия, см. вставку 15). Еще один-два года уходило на привязку ставки по основной операции к операционному целевому показателю, величину которого определяет орган, принимающий решения о денежно-кредитной политике. И только тогда нормативы обязательных резервов теряли свою важность как инструмент. Коридор, как правило, устанавливался в последнюю очередь, особенно в отношении привязки ставки депозитного механизма к ключевой ставке (Польша, Бразилия), поскольку это повышает издержки по изъятию избыточной ликвидности. Начисление процентов на обязательные резервы обычно начиналось позже, так как оно оказывает негативное воздействие на рентабельность центробанка.

Вставка 15. Переход от таргетирования резервов по таргетированию процентной ставки на примере Бразилии

Комитет по денежно-кредитной политике Центрального банка Бразилии начал использовать элементы таргетирования процентной ставки для поддержки (скользящей) привязки и промежуточных целей по денежной массе с 1996 г. Это произошло задолго до финансового кризиса 1999 г. и введения плавающего курса и инфляционного таргетирования⁵¹. На самом деле, хотя центробанк ежеквартально

⁵¹ В этот период Банк устанавливал промежуточные целевые показатели и сообщал о своих намерениях рынку с помощью денежно-кредитного программирования. Он публиковал ежеквартальные целевые показатели (в пределах допустимой погрешности) по денежной базе, расширенной денежной базе, включавшей федеральные ценные бумаги и обязательные резервы в центральном банке, а также по денежным агрегатам M1 и M4 (самый

устанавливал промежуточные цели по денежному агрегату М4 и ряд операционных целей по резервам, он делал это для того, чтобы влиять на межбанковскую ставку и информировать рынок о планируемой процентной ставке. При валютной привязке комитет по денежно-кредитной политике также устанавливал целевые показатели двух процентных ставок по дисконтным кредитам: TBC и TBAN. Они работали как система диапазонов процентных ставок (из которых TBC была нижней ставкой, но объем операций по ней был ограничен в соответствии с резервными депозитами). Вследствие арбитража это привело к формированию ставки SELIC — однодневной процентной ставки, служившей ориентирной рыночной процентной ставкой (ставкой по однодневным операциям репо между банками под залог государственных ценных бумаг) и фактическим операционным целевым показателем денежно-кредитной политики, который должен был оставаться в пределах широкого коридора⁵². Коридор процентных ставок стал фактически основным инструментом политики в период до финансового кризиса 1999 г.

Тем не менее, центробанк при проведении денежно-кредитной политики всё еще сильно полагался на беспроцентные обязательные резервы (основной инструмент изъятия избыточной ликвидности, на который приходилось до 75% чистых депозитов до востребования) и использовал операции на открытом рынке на основе объема параллельно с частыми валютными интервенциями, которые на практике являлись важными операциями по предоставлению и изъятию ликвидности⁵³. К тому же в августе 1999 г. в связи с пришедшим извне финансовым кризисом центробанк приостановил действие ставки TBC.

Последним шагом к таргетированию рыночных процентных ставок был сделан уже после перехода на плавающий валютный курс в марте 1999 г., когда центробанк отменил ставки TBC и TBAN и стал устанавливать целевые уровни однодневной ставки SELIC в контексте перехода на режим инфляционного таргетирования. Таким образом ставка SELIC, до этого служившая основным ориентиром для остальных процентных ставок в экономике, превратилась в операционный целевой показатель.

Факты говорят о том, что при изменении режима, например, при переходе от фиксированного валютного курса к плавающему или внедрении инфляционного таргетирования, нет необходимости в смене операционной стратегии. Это видно из опыта стран, перешедших на инфляционное таргетирование после 2000 г., — таких как Сербия, Грузия, Молдова и Украина. Например, Грузия и Сербия сумели внедрить таргетирование процентной ставки за считанные месяцы и практически сразу получили благоприятные результаты в виде уменьшения волатильности рыночных процентных ставок (см. рис. 5).

Иногда, однако, использование операционной цели по процентной ставке спровоцировало смену политики, особенно при гибких счетах движения капитала, как это случилось в Чехии в 1996–1997 г. В некоторых случаях операционные целевые показатели денежной массы и процентной ставки какое-то время действовали параллельно, но цели по процентной ставке быстро брали верх, а показатели денежной массы в принципе сохранялись вследствие традиции и по правовым причинам. В Бразилии операционные цели устанавливались с перспективой обеспечения определенной траектории или движения процентных ставок.

широкий показатель). Целевые показатели по этим агрегатам устанавливались так, чтобы дать рынку и субъектам экономической деятельности дополнительную информацию о намерениях Банка в отношении желаемой траектории процентных ставок.

⁵² Другими словами, до 1999 г. комитет по денежно-кредитной политике не устанавливал целевых уровней ставки SELIC.

⁵³ Центральный банк также проводил операции на форвардном рынке.

В Польше при принятии операционных решений тоже всё больше внимания уделялось желаемому изменению процентной ставки.

Опыт указывает на следующие трудности при реализации новой концепции:

- *Контроль центробанка над собственным балансом.* Во всех странах, внедривших операционные целевые показатели процентной ставки, ЦБ имел контроль над своим балансом, а роль госбюджета не доминировала в экономической политике⁵⁴. Такой подход представляется одной из базовых предпосылок успеха.
- *Отсутствие рыночных инструментов.* В некоторых странах почти не выпускалось гособлигаций в национальной валюте, отсутствовали ставки-ориентиры, а финансовые рынки были очень слабо развиты. Нередко центробанки выпускали свои собственные бумаги, сначала как реализуемые на рынке инструменты изъятия избыточной ликвидности, а затем в качестве залогового обеспечения. Также центральные банки играли ключевую роль в задании стандартов рыночных сделок, способствуя унификации торговых площадок, создавая типовые договоры репо, содействуя установлению справочных ставок и улучшая общую инфраструктуру рынка.
- *Затраты на изъятие избыточной ликвидности.* Многие центробанки несли большие издержки по изъятию ликвидности и поэтому неохотно учреждали депозитный механизм постоянного действия и/или начисления процентов на депонированные резервы. Иногда такие опасения по поводу рентабельности вредили их основным операциям. Опасения не утихали долгое время. С течением времени многие центробанки формирующихся рынков научились работать при значительном отрицательном капитале (например, Коста-Рика, Словакия, Чили и Израиль).
- *Фактическая и формальная ключевая ставка.* Практически во всех странах центральный банк раньше устанавливал процентные ставки по некоторым операциям, такие как ставки рефинансирования, ставки по «дисконтному окну» и учетные ставки. Их часто ошибочно принимают за те ставки, которые сейчас называются ключевыми. В большинстве случаев такие ставки не влияли на рыночные ставки и, следовательно, не являлись ключевыми ставками в их подлинном значении операционного целевого показателя. Фактической ключевой ставкой служила рыночная ставка, но чтобы осознать это, потребовалось время.
- *Два типа операционных механизмов по роли в формировании ставок.* Хотя желание направлять рыночные процентные ставки возникло давно, операционные механизмы были неясны. В частности, регулирующие органы часто выбирали для этой цели инструменты, основанные на объеме, принимая сложившиеся ставки как данность. Поскольку этого было явно недостаточно, чтобы остановить волатильность рыночных ставок, появились различные виды операций «тонкой настройки» и нестрогих коридоров. Лишь позже центробанки признали необходимость ценоустанавливающих операций, близким по форме к аукционам с полным распределением или депозитным аукционам со ставкой на уровне операционного целевого показателя. Какое-то время также потребовалось на осознание того, что при проведении долгосрочных операций (например, по абсорбированию ликвидности) необходимо принимать существующие ставки, чтобы не исказить кривую доходности. В некоторых странах рынки далеко не сразу поняли эти различия.

⁵⁴ Хотя, незначительное финансирование правительства иногда допускалось, как в случае Сербии.

- *Компромисс между сужением и расширением коридора процентных ставок.* Первоначально центральные банки неохотно устанавливали узкие коридоры процентных ставок (что сокращает издержки по стерилизации денежной массы), опасаясь, что это будет подавлять рыночный механизм. Нередко они начинали с коридор шириной до 1000 базисных пунктов, но затем постепенно сужали, осваиваясь в новом режиме.
- *Стабильность банковской системы и отделение денежно-кредитной политики от надзорных функций.* В некоторых случаях было сложно упростить процедуры рефинансирования из-за опасений по поводу дестабилизации банковской системы с очевидными последствиями в виде моральных рисков. Но есть и другая крайность, когда использование механизма рефинансирования банками, привлекает излишнее внимание регулятора, что делает неэффективными меры по установлению ставок. Как правило, на отделение функций по реализации денежно-кредитной политики от надзорных функций уходит несколько лет, и тогда первые обеспечивают ликвидность банков, а вторые — их финансовую устойчивость.

Вставка 16. Переход от таргетирования резервов к инфляционному таргетированию

Центральные банки могут начинать осуществление денежно-кредитной политики, ориентированной на процентные ставки, в процессе перехода к режиму инфляционного таргетирования, даже когда промежуточным целевым показателем всё ещё являются резервные деньги. Однако в режиме таргетирования резервных денег бывает сложно прямо направлять ставки денежного рынка только путем введения эффективной ключевой ставки. Во-первых, определяемая ключевая ставка должна согласовываться с промежуточным целевым показателем денежной массы. В идеале ставка должна определяться на длительную перспективу с учетом прогнозов и целей по инфляции, а также динамики других экономических показателей. Преодоление этих сложностей требует значительной работы от аналитических отделов, обеспечивающих принятие стратегических решений, а у стран с формирующейся и пограничной экономикой на ранних этапах перехода часто не хватает для этого возможностей.

Поэтому на промежуточном этапе можно использовать коридор процентных ставок, который обеспечивает для ЦБ определенную гибкость, так как допускает движение ставок в пределах коридора без необходимости немедленного реагирования. Корректировка политики требуется лишь в том случае, когда процентная ставка неотступно движется к границе коридора. А если межбанковские ставки надолго застревают на том или ином краю коридора, это говорит о несогласованности между процентной ставкой и целевым показателем резервных денег. Разрешить этот конфликт можно либо пересмотрев целевой показатель резервных денег, либо сместив коридор процентных ставок. Но выбор правильной меры и способа доведения ее до участников рынка — сложная задача.

Лучший подход к этой проблеме — выделить больше ресурсов для анализа и коммуникаций. Необходимо иметь аналитические возможности, позволяющие: (i) в полной мере понимать шоковые изменения, затрагивающие, в первую очередь, спрос на деньги, в том числе волатильность скорости денежного обращения и денежного мультипликатора, а также совокупный спрос и предложение; (ii) распознавать эти изменения на ранней стадии; и (iii) достоверно прогнозировать инфляцию и совокупный продукт. Это позволит центробанку составить мнение о том, чем вызвана несогласованность между промежуточным целевым показателем резервных денег и операционным целевым показателем процентной ставки: фундаментальными причинами или резкими колебаниями спроса на денежные средства. Если противоречие вызвано шоковым изменением спроса на деньги, тогда операционный целевой уровень процентной ставки нужно сохранить, но умышленно не выполнить его для уравнивания скачка. Если же скачок имеет фундаментальный характер, значит,

скорее всего, (предварительный) прогноз инфляции тоже изменится, и нужно подумать о смещении коридора процентных ставок.

В такой ситуации необходимо также усилить каналы коммуникации центробанка, чтобы иметь возможность убедительно разъяснить дилемму денежно-кредитной политики. Также бывает целесообразно сформулировать оговорки о возможностях отказа от соблюдения режима таргетирования резервов (аналогичные тем, которые используются на ранних этапах инфляционного таргетирования). В любом случае коммуникации в отношении целевого показателя по резервным деньгам всегда оказываются непростыми, поскольку сами по себе эти показатели имеют весьма отдаленное отношение к вопросам, обычно интересующим рынок.

Еще один способ упростить переход к операционным целям, основанным на процентных ставках, — это идти от конечного целевого показателя резервных денег к среднеквартальному целевому показателю, введя для него некий диапазон. Поначалу ширина целевого диапазона должна определяться с учетом наблюдаемых колебаний ликвидности денежного рынка и способности центрального банка соблюдать такой диапазон. Со временем, по мере движения центробанка к операционной цели по процентной ставке, целевой диапазон денежной базы будет расширяться, а коридор процентных ставок — сужаться.

Страны с формирующейся и пограничной экономикой, желающие модернизировать свои операционные режимы, могут вынести следующие уроки из вышесказанного:

- Базовой предпосылкой является контроль центробанка над собственным балансом и валютной структурой. Сюда относится не только отсутствие прямого финансирования правительства, но и сохранение прибыли в распоряжении ЦБ (а не передача ее в госбюджет).
- Обязательной предпосылкой является эффективная инфраструктура платежной системы.
- Систему можно ввести в действие очень быстро. Основным препятствием, скорее всего, будет нежелание нести убытки от абсорбированию избыточной ликвидности и возможное давление правительства в этом вопросе.
- Необходимо как можно раньше осознать, что фактической ключевой ставкой является рыночный процент, а выплата процентов на резервы относится к важным факторам, определяющим рыночные ставки.
- Новая система в меньшей степени зависит от качества прогнозирования ликвидности, поскольку основными инструментами выступают аукционы с почти полным распределением (будь то объемные или многоценовые аукционы).
- Эффективная система реализации денежно-кредитной политики требует доверия, поскольку это намного более долгий процесс, чем внедрение технических элементов. Слишком быстрое и непредсказуемое изменение условий, частые попытки воздействовать на участников рынка «убеждением» и их опасения по поводу надзорных последствий использования инструментов центробанка могут парализовать усилия по эффективной реализации политики.
- Некоторое время новый режим может действовать параллельно с промежуточными целевыми показателями денежной массы, а также с фиксированными (жестко регулируемые) валютными курсами (вставка 16). Но из опыта нельзя сказать точно, как долго эти элементы могут сосуществовать, особенно в условиях относительно развитых и глобально взаимосвязанных финансовых рынков.

- В идеале новую систему следует ввести в действие до перехода на любой другой режим монетарной политики.

С. Ключевая ставка как база для других краткосрочных и долгосрочных ставок

Целевая процентная ставка как «якорь» для процентных ставок денежного рынка

Процентная ставка (особенно, реальная ставка) является ключевой переменной в экономической теории. Она влияет на поведение компаний и домохозяйств при принятии инвестиционных и потребительских решений и, как следствие, на будущие темпы экономического роста и инфляции. Сами по себе процентные доходы могут быть значимой частью общих доходов. Изменения процентных ставок влекут за собой изменение уровня благосостояния, дисконтируя будущие денежные потоки как по ценным бумагам с фиксированной доходностью, так и по акциям. Изменения процентных ставок также изменяют суммы, необходимые заемщикам для обслуживания кредитов и соответственно влияют на оценку приемлемых уровней долговой нагрузки и платежеспособности заемщиков.

Краткосрочные процентные ставки в большой степени обуславливают ценообразование в отношении депозитов, долгосрочных займов с фиксированной и плавающей ставкой и валютных деривативов. Они также играют важную роль в определении размера долгосрочных ставок и их изменении, поскольку служат фундаментом для образования долгосрочных процентных ставок, валютных свопов и форвардных контрактов. Без относительной стабильности денежного рынка было бы слишком трудно устанавливать цены на более долгосрочные активы и обязательства с фиксированным процентом, а также на производные инструменты, используемые для хеджирования рисков. Как результат, те отрасли экономики, которые зависят от долгосрочного финансирования, такие как ипотечный рынок и инфраструктурное финансирование, оставались бы недоразвитыми. Таким образом, у центрального банка есть важная причина заботиться об уровне краткосрочных процентных ставок. Процентная ставка по основному инструменту — ключевая ставка — представляет собой ориентир по минимальной стоимости денежных средств (или же минимально эффективную доходность активов) для кредитных учреждений и поэтому является «центром тяжести» для межбанковских ставок и ориентиром при установлении ставок по банковским вкладам и кредитам. При разных режимах денежно-кредитной политики краткосрочные ставки в большой степени зависят от размера и ожидаемой траектории ключевой ставки.

Кривая доходности (денежного рынка)

Уровень рыночных процентных ставок, как правило, зависит — среди многих других факторов — от оставшегося срока действия базового финансового инструмента. Зависимость между процентными ставками и сроком обращения называется временной структурой

процентных ставок и отображается как кривая доходности. Чаще всего кривая доходности касается безрисковой ставки⁵⁵ и рассчитывается по ценам государственных ценных бумаг.

Краткосрочные кривые доходности можно также рассчитывать на основе самых разных финансовых инструментов, таких как соглашения о будущей процентной ставке (FRA), свопы на индекс «овернайт» (OIS), процентные фьючерсы или ставки межбанковского денежного рынка, включая справочные ставки такие как LIBOR.

Глава 3. Роль денежного рынка в местной валюте

Хотя денежный рынок, в принципе, может хорошо функционировать с использованием и иностранной, и национальной валюты, но ввиду целого ряда причин, от которых зависит эффективное развитие денежного рынка, целесообразно основываться на местной валюте⁵⁶.

Центральный банк как кредитор последней инстанции

Во-первых, центральный банк может надежно выполнять свои функции кредитора последней инстанции и маркет-мейкера последней инстанции только в местной валюте, поскольку его запас иностранной валюты ограничен (в отличие от национальной валюты, на выпуск которой он имеет монополию). Как показал опыт мирового финансового кризиса, финансовые системы, в которых используется местная валюта, обычно оказываются более стабильными, чем системы с преобладанием иностранной валюты, в которой центробанк не может поддерживать ликвидность отдельных организаций, оперативно решать их проблемы с платежеспособностью и гарантировать двусторонние сделки и операции. Если долги правительства преимущественно номинированы в местной валюте, то в кризис центральный банк всегда может обеспечить его платежеспособность⁵⁷. И поскольку стабилизационная роль центробанка на денежном рынке и в финансовой системе в основном работает как страховка, основанная на субъективных ожиданиях, данный фактор важен даже в тех странах, которые располагают довольно большими запасами инвалютных резервов (в таких как Россия или Казахстан). По этой причине национальные денежные рынки, базирующиеся на использовании иностранной валюты, часто оказываются весьма нестабильными и легковесными, что ведет к хрупкости всей финансовой системы таких стран.

⁵⁵ Возможно также выведение кривых доходности при различных (но однородных) уровнях рисков, например, для кредитов с рейтингом «А» или «BBB». Кроме того, для создания кривых доходности на более долгие периоды можно использовать рынки процентных свопов.

⁵⁶ В экономиках с высокой степенью долларизации денежные рынки в основном функционируют в иностранной валюте, включая операции с центральным банком, даже если такая иностранная валюта не является в них законным платежным средством (редким примером страны с двумя официальными валютами служит Либерия). В Камбодже и Перу центральные банки предлагают номинированные в долларах США депозитные сертификаты с различными сроками погашения (которые также принимаются в качестве обеспечения), и распространены долларовые межбанковские депозиты. В Перу широко применяются валютные сделки «репо» и «своп» (в том числе с центральным банком), и ЦБ влияет на долларовую процентную ставку межбанковского рынка. Также центробанк активно работает как маркет-мейкер последней инстанции на межбанковском валютном и долларовом денежном рынках, корректируя свой очень высокий норматив обязательных резервов, который применяется к валютной части балансов коммерческих банков. Кроме того, он функционировал — по крайней мере, отчасти — и как долларовый кредитор последней инстанции, хотя его основной долларовый инструмент кредитования был отменен в 2003 г.

⁵⁷ Хотя дефолты правительств по внутренним долгам фактически составляют примерно 20% от всех случаев (самыми крупными были дефолты Бразилии в 1992 г. и России в 1998 г.), история знает очень немного примеров неплатежей правительства по долгам в местной валюте при режиме гибкого валютного курса.

Первый шаг к построению финансовой системы, основанной на местной валюте

Во-вторых, рынок ликвидных средств в местной валюте — это первый шаг к построению финансовой системы, основанной на местной, а не иностранной валюте. Наличие денежного рынка в местной валюте поощряет спрос на инструменты и ценные бумаги в отечественной валюте — сначала в краткосрочном, а потом и в долгосрочном плане. Это происходит потому, что коммерческие банки начинают искать альтернативные (и более выгодные) варианты размещения своих ликвидных средств в местной валюте, в то время как при отсутствии выбора выгодных инструментов, им приходится держать ликвидность на счетах в центробанке. Первым естественным поставщиком инструментов в национальной валюте является правительство, поскольку оно, главным образом, получает доходы в национальной валюте, а центробанк иногда выступает его банкиром. Со временем, спрос на инструменты в местной валюте будут стимулировать и другие коммерческие организации, получающие выручку внутри страны, выпускать долговые инструменты в местной валюте при условии, что цена на такие инструменты будет справедлива и понятна участникам рынка, а местная валюта будет пользоваться доверием как средство сбережения⁵⁸.

Операции, осуществляемые центральным банком на рынке, служат основным источником ценообразования. При наличии хорошо функционирующего денежного рынка регулярный выпуск государственных долговых ценных бумаг в достаточных количествах позволит создать кривую доходности в местной валюте как ориентир для расчета ставок и по другим инструментам в национальной валюте.

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

Третья причина для создания денежных рынков в местной валюте связана с трансмиссионным механизмом инструментов денежно-кредитной политики. Когда на денежном и финансовом рынках доминирует иностранная валюта, денежно-кредитная политика не способна обеспечивать ценовую и макроэкономическую стабильность. В таком случае, несмотря на то, что Центробанк будет устанавливать процентные ставки и проводить операции на открытом рынке в местной валюте, такие операции будут представлять собой лишь небольшую долю операций на финансовых рынках, а большинство компаний и домохозяйств будут продолжать опираться на иностранную валюту при планировании своих расходов и инвестиций.

Поэтому центральному банку придется проводить монетарную политику с помощью множества административных мер и макропруденциальных инструментов, таких как установление различных резервных требований для разных валют, ограничительные коэффициенты для валютной структуры банковских балансов и набор механизмов контроля над потоками капитала в иностранной валюте. Но опыт показывает, что хотя такие меры и бывают полезными для сохранения финансовой стабильности, они слишком грубы и неэффективны для проведения антициклической денежно-кредитной политики, которая должна способствовать быстрому реагированию на шоки и работать в условиях неопределенного будущего. Эффективная денежно-кредитная политика базируется на

⁵⁸ К типичным примерам относятся пенсионные фонды, строительные сберегательные кассы, и компании, инвестирующие в производство для внутреннего рынка (например, в пивоваренные заводы, молочные хозяйства) и в предприятия сектора услуг (например, универмаги).

регулировании процентной ставки по операциям центробанка на денежном рынке (а в итоге и объемов таких операций), потому что изменения процентной ставки влияют на минимальную доходность активов в банковском секторе и стоимость денежных средств, а также отражаются в ставках по кредитам и депозитам, номинированным в местной валюте, и в стоимости других инструментов, влияющих на экономическую активность.

Поддержка де-долларизации

В заключение, высокая степень долларизации финансового сектора создает угрозу безответственного поведения (т.н. «моральный риск») как в спокойные времена, так и в периоды турбулентности. Долларизация ограничивает возможности использования валютного курса как инструмента антикризисного управления из-за того, что валютные разрывы создают уязвимость балансов как в частном, так и в государственном секторе. Часто валютный риск сконцентрирован у розничных и корпоративных заемщиков, а не в самих банках. Резкая девальвация может вызвать волну неплатежей со стороны заемщиков, подверженных валютному риску, что, в свою очередь усугубит проблемы банков.

Поэтому у директивных органов есть веские причины для уменьшения финансовой долларизации экономики — как из макроэкономических соображений, так и с точки зрения развития рынков краткосрочных инструментов в местной валюте. Но для успешной борьбы с долларизацией необходимо, чтобы политика была направлена на ее первопричины, которые носят как макро-, так и микроэкономический характер.

Что касается макроэкономических причин, долларизация финансовой системы и других экономических операций является следствием того, что денежно-кредитная политика ориентирована на сохранение жесткого валютного курса и пренебрегает задачей поддержания низкого и предсказуемого уровня инфляции (см. вставку 17). Часто это бывает наследием периода денежно-кредитной и экономической турбулентности а также неразвитости регулирующих институтов, а для субъектов хозяйственной деятельности долларизация служит объяснимой в сложившейся ситуации самозащитой от гиперинфляции⁵⁹. Ранее подеркивалась макроэкономическая волатильности и моральные риски, которые приводят к уклону кредитных организаций в сторону иностранных валют и к тому, что пруденциальное регулирование не учитывает ситуацию на рынке и валютные риски (см. вставку 8). Более того, финансовая долларизация вообще процветает в экономиках с высоким уровнем «реальной долларизации» (где, например, принято устанавливать цены на товары в евро), что обычно приводит к еще более высокой чувствительности экономики к изменениям валютного курса.

Вставка 17. Макроэкономические причины долларизации

Высокий уровень инфляции и таргетирование валютного курса. Если денежно-кредитная политика не справляется с задачей снижения инфляции, и поддерживает валютный курс, это способствует долларизации. Аналогичным образом, если при проведении политики снижения инфляции (направленной как на ее снижение, так и стабилизацию), валютный курс стабилизируется быстрее, чем инфляция, это также стимулирует долларизацию.

⁵⁹ [Ize, A., 2003].

Макроэкономическая волатильность. Еще одной причиной долларизации является высокая изменчивость темпов инфляции, если цены растут быстрее номинального ослабления национальной валюты. Важную роль также играют ожидания участников рынка и степень доверия к регуляторам: когда экономические субъекты не верят в то, что начавшееся улучшение изменит ситуацию в среднесрочной перспективе, долларизация может продолжиться по инерции. И даже если макроэкономическая политика уже фундаментально изменилась, ожидания поменяются не сразу.

Боязнь плавающего валютного курса из-за валютной асимметрии балансов. В условиях высокой долларизации у центрбанка может возникать соблазн привязывать или жестко контролировать валютный курс. Процесс важен для защиты экономики от последствий ослабления валюты для бухгалтерских балансов, и денежно-кредитная политика становится заложником «боязни плавающего курса». Скрытый перенос на общество рисков, связанных с бухгалтерскими валютными разрывами, через политику поддержки валютного курса, может создавать моральный риск и, таким образом, еще больше усилить долларизацию.

Недооценка кредитного риска нехеджированных заемщиков. Заемщики и кредитные учреждения часто недооценивают косвенный кредитный риск, вызванный предоставлением валютных кредитов заемщикам, никак не застрахованным от колебаний валютного курса. При установлении процентных ставок с отрицательной рисковой премией создается недальновидная мотивация к тому, чтобы брать кредиты в иностранной валюте. Стимул для предоставления валютных кредитов банками также усиливается тем обстоятельством, что в случае одновременной девальвации и банкротства оценка кредитов, номинированных в иностранной валюте, чаще всего повышается.

Государственная политика смещает стимулы в пользу иностранной валюты. Как уже отмечалось, нормативно-правовая и институциональная среда часто способствует недооценке кредитных рисков, связанных с использованием иностранных валют. Если система надзора не учитывает рисков косвенного валютного дисбаланса, то «отрицательные рисковые премии» могут еще больше усилить отклонение ставок в пользу кредитов в иностранной валюте. Аналогичным образом, привлекательность валютного кредитования усиливается при применении системы страхования вкладов, одинаково распространяющейся на депозиты в местной и иностранной валюте, или механизма кредитора последней инстанции в иностранной валюте (Broda and Levy-Yeyati, 2006). Также способствует долларизации субсидирование ставок по валютным кредитам. Во многих странах практикуется субсидирование процентных ставок по депозитам или кредитам — часто в отношении специальных программ (например, программ поддержки строительных обществ) или особых групп заемщиков (МСП, молодых семей). В долларизованных экономиках такие субсидии часто распространяются на вклады и кредиты в иностранной валюте, что способствует еще большей долларизации. Кроме того, в некоторых странах публичным компаниям позволяется иметь нехеджированные открытые валютные позиции, а это снижает объем депозитов и спрос на долгосрочные инструменты в национальной валюте.

С точки зрения микроэкономики две наиболее важные и коренные причины долларизации связаны с недоразвитостью рынков местной валюты и инструментов хеджирования и с доминированием зарубежных банков:

- В сочетании с легким доступом к большим объемам иностранного финансирования, недоразвитость отечественных рынков может приводить к относительной дешевизне кредитов в иностранной валюте. Недоверие к инструментам сбережения в местной валюте часто сочетается с отсутствием на рынке инвестиционных механизмов в местной валюте, имеющих высокое кредитное качество. В результате происходит нехватка долгосрочных сбережений в местной валюте. Возможность легкого получения

валютных средств из-за рубежа (через материнские банки или денежные переводы) может приводить к большой разнице процентных ставок по финансированию, номинированному в местной и иностранных валютах. Кроме того, отсутствие рынка ликвидных государственных долговых обязательств в местной валюте (кроме самых краткосрочных) означает отсутствие ценовых ориентиров для финансовых инструментов, номинированных в местной валюте, и услуг хеджирования.

- При наличии нормально функционирующего, глубокого и ликвидного валютного рынка (наличного и форвардного), позволяющего надежно определять курсы, уменьшается необходимость в использовании иностранной валюты из предосторожности, так как существует постоянный рыночный доступ к фондированию и механизмам хеджирования. Без надежно работающего валютного рынка местные компании будут искать финансирование в иностранных валютах и, следовательно, принимать на себя валютные риски. В отсутствие развитых инструментов хеджирования лучшей страховкой для импортеров служит установление цен в иностранной валюте.
- Еще одним фактором долларизации может быть доминирующая роль присутствующих в стране иностранных банков в движении капитала. В условиях неэффективности рыночных механизмов (в частности, при отсутствии инструментов, позволяющих хеджировать валютный риск на балансах банков) и жестких пруденциальных ограничений на чистые открытые валютные позиции банки нередко предпочитают перекладывать валютные риски на клиентов и по максимуму использовать возможности роста активов благодаря привилегированному доступу к валютному фондированию со стороны их зарубежных головных банков (см. вставку18).

Вставка 18. Источники фондирования для выдачи кредитов в местной валюте

Одним из факторов, обуславливающих высокую степень долларизации во многих формирующихся и пограничных экономиках, является отсутствие источников фондирования в местной валюте. Предоставлению долгосрочных кредитных инструментов, таких как ипотека или кредиты с фиксированной ставкой, мешают неопределенность краткосрочных процентных ставок и нехватка возможностей для рефинансирования на такой долгий срок. Воплощением неопределенности является отсутствие надежной ориентирной кривой доходности. Компаниям, получающим валютное фондирование (см. вставку 5), необходимо хеджировать возникающие открытые позиции в местной валюте.

Решить проблему не так просто. Лишь для немногих валют стран с формирующейся и пограничной экономикой имеются ликвидные рынки форвардов без поставки, служащие достаточным и надежным источником фондирования в местной валюте⁶⁰. Для остальных валют некоторое облегчение может дать объединение валютных рисков разных стран для нескольких институциональных инвесторов (которое практикуется в специализированных фондах, таких как хедж-фонд ТСХ), но вряд ли это будет достаточным для финансирования масштабной деятельности по предоставлению кредитов в местной валюте.

⁶⁰ Одним из важных условий функционирования рынка NDF является надежность определения валютного курса на внутреннем рынке. Курс на национальной межбанковской валютной бирже, часто используется для расчетов по беспоставочным форвардным сделкам. Для местного хеджирования рисков рынка NDF также необходим работающий денежный рынок. Поэтому неправильное функционирование национального валютного и денежного рынка приведет к сбоям на рынке NDF.

Лучшие возможности дают координированные усилия центрального банка и правительства, но они должны не прекращаться в течение длительных периодов. Во-первых, обязательным условием для установления достоверной кривой доходности, с помощью которой можно будет рассчитывать ставки по долгосрочным кредитным инструментам в местной валюте, является регулярный выпуск ориентирных казначейских долговых бумаг в достаточных объемах (причем достаточно однородных). Во-вторых, условия установления центральным банком ставки рефинансирования и процентной ставки должны быть очень прозрачными и предсказуемыми. Без гибкого валютного курса и денежно-кредитной политики, ориентированной на показатель инфляции, этого трудно достичь — в таких условиях в случае валютного кризиса участники рынка не будут уверены в центральном банке как надежном источнике рефинансирования. Процентная ставка тоже характеризуется гораздо меньшей предсказуемостью в отсутствие прозрачности при реализации денежно-кредитной политики, например, режима инфляционного таргетирования. В-третьих, обращение к центробанку за рефинансированием не должно привлекать повышенное надзорное внимание и влиять на репутацию банка-заемщика. В-четвертых, можно разработать специальные схемы для упрощения фондирования кредитов в местной валюте, например, принимать в качестве обеспечения операций по рефинансированию расширенный список ценных бумаг, номинированных в местной валюте.

Глава 4. Непременные условия для формирования эффективного денежного рынка

А. Использование местной валюты

Режим денежно-кредитной политики

Как уже обсуждалось в предыдущих разделах, режим денежно-кредитной политики является краеугольным камнем эффективных денежных рынков в местной валюте.

Депозиты как надежный источник фондирования

Стабильная депозитная база в местной валюте служит первичным источником фондирования и первой «линией обороны», обеспечивающей ликвидность коммерческого банка в течение длительного периода. Депозиты обычно вносятся населением и большим числом организаций и, как правило, на долгие фактические сроки⁶¹ — особенно если депозиты являются основным сберегательным инструментом, как часто бывает в формирующихся и пограничных экономиках со слабо развитым финансовым сектором. Поэтому сами по себе депозиты идеально подходят для смягчения характерного для коммерческих банков разрыва активов и пассивов по срочности. Наконец, депозиты обходятся обычно намного дешевле, чем альтернативные источники денежных средств, например, займы от других участников рынка и от центробанка, а также акционерный капитал.

Стабильность депозитов помогает коммерческим банкам преодолевать проблему несовпадения срочности активов и обязательств, что снижает риски, связанные с пролонгацией фондирования. Банкам нужна определенность в фондировании, иначе они

⁶¹ Даже если вклады формально являются краткосрочными, относительно большая их часть стабильна (т.н. «минимальная сумма депозитов»), и несмотря на непрерывный процесс изъятия отдельных вкладов, в целом существует некий минимальный уровень, который сохраняется постоянно.

рискуют тем, что не смогут достаточно быстро реализовывать свои активы для возврата краткосрочной задолженности перед кредиторами, а если они будут вынуждены это делать, то придется продавать активы по заниженным ценам⁶². Застраховать этот риск банки могут, имея буфер ликвидных активов, поскольку портфель выданных кредитов не очень ликвиден и часто бывает сконцентрирован по секторам или клиентам. Текущие и резервные счета в центральном банке по определению отличаются самой высокой ликвидностью среди активов, но обычно приносят низкий процентный доход.

Большое значение имеет валютная структура депозитов. Как мы уже объясняли, преобладание вкладов в иностранной валюте не способствует системной стабильности национальной финансовой системы, а также подавляет активность на денежном рынке. Наличие вкладов в иностранной валюте упрощает выдачу кредитов, номинированных в иностранной валюте, а центробанк может поддерживать фондирование такой деятельности (в случае массового изъятия вкладов) лишь в пределах своих валютных резервов. В этом заключается важный системный риск, особенно в режимах фиксированного валютного курса.

Депозиты представляют собой практически незаменимый источник фондирования в странах с формирующейся и пограничной экономикой. Как обсуждалось в разделе 2, хотя денежный рынок может обеспечивать альтернативу депозитам в виде займов от центробанка или других участников рынка, в странах с формирующейся и пограничной экономикой этот источник вряд ли надежен, особенно в случае низких кредитных лимитов и сегментированности банковского сектора, где необеспеченные кредиты могут быть недоступными или весьма ограниченными по объему и срокам.

Даже когда есть возможность получать оптовые кредиты от центрального банка или других участников рынка (в том числе — в случае иностранных банков — от материнских компаний или с международных кредитных рынков), на слаборазвитых рынках такие механизмы не формируют достаточной базы фондирования для активов с длительными сроками погашения⁶³. Они обходятся коммерческим банкам намного дороже депозитов, имеют очень короткие сроки и в то же время сопряжены со значительными рисками пролонгации (см. вставку 19). Когда кредитные линии на денежном рынке прерываются (что может произойти довольно внезапно, как убедительно показал опыт мирового финансового кризиса), банки-заемщики мгновенно становятся неликвидными и вынуждены прибегать к экстренным кредитным механизмам центробанка. Такая ситуация не может продолжаться долго, и, скорее

⁶² Соглашение «Базель III» предусматривает использование показателя краткосрочной ликвидности как центрального инструмента обеспечения краткосрочной устойчивости банков к скачкам ликвидности, т.е. возможности продолжать деятельность в условиях значительного стресса в течение 30 календарных дней. Норматив показателя краткосрочной ликвидности требует, чтобы банки имели высококачественные ликвидные активы, такие как денежные средства или активы, конвертируемые в денежные средства без (значительной) потери стоимости на частных рынках, соответствующие 100% чистого оттока денежных средств как минимум за 30 календарных дней. Этого времени должно хватить для принятия руководством, надзорным органом или центральным банком надлежащих корректирующих мер. Дополнительные сведения см. в [BIS, 2013].

⁶³ Введение показателя чистого стабильного фондирования имеет целью снижение рисков фондирования на длительный горизонт и требует, чтобы банки финансировали свои операции за счет достаточно стабильных источников, чтобы минимизировать риск нехватки средств в будущем. Суммы доступного и требуемого стабильного фондирования, указанные в стандарте, калибруются с учетом предполагаемой степени стабильности пассивов и ликвидности активов. В целом пассивы с долгими сроками считаются более стабильными, чем краткосрочные обязательства, а вклады населения — более стабильными, чем оптовые кредиты, привлеченные на такие же сроки. Таким образом, расчет показателя чистого стабильного фондирования позволяет избегать излишней зависимости от оптового фондирования. Дополнительные сведения см. в [BIS, 2014b].

всего, нехватка ликвидности перерастет в неплатежеспособность — даже при хорошей организации бизнеса и высоком качестве кредитного портфеля.

С макроэкономической точки зрения стабильная депозитная база отражает доверие к национальной валюте и стабильность банковского сектора, что, в сущности, является следствием проведения макроэкономической политики, направленной на сглаживание экономического цикла, сохранение гибкого валютного курса и поддержание низкого и предсказуемого уровня инфляции.

Вставка 19. Фондирование на денежном рынке: крах банка Northern Rock

История банка Northern Rock — яркий пример того, как внезапное прекращение краткосрочного фондирования из-за кредитного кризиса на международных межбанковских рынках может за несколько недель привести солидное и состоятельное финансовое предприятие на грань краха. От банкротства его спасла только благополучная интервенция кредитора последней инстанции. Банк Northern Rock к 2007 г. был пятым по величине ипотечным кредитором в Великобритании. Его динамичный рост был основан на бизнес-модели, зависящей почти целиком (3/4 базы фондирования) от привлечения краткосрочных средств на денежных рынках путем выпуска ипотечных ценных бумаг и других инструментов (в противовес привлечению средств розничных вкладчиков). Риски, связанные с огромным несопадением активов и пассивов по срокам погашения, стали очевидными в августе 2007 г., когда денежные рынки по всему миру сжались после того, как инвесторы стали массово нести потери на американских рынках субстандартных кредитов. В итоге такие специализированные ипотечные банки, как Northern Rock, столкнулись с невозможностью выполнения надвигающегося объема платежных обязательств. И, хотя Управление по финансовому регулированию и надзору и Британская банковская ассоциация считали Northern Rock устойчивым и надежным банком, он испытал полномасштабный кризис ликвидности и был вынужден прибегнуть к экстренному кредиту Банка Англии, и этот шаг вызвал первое паническое изъятие вкладов в стране за 150 лет. Помимо иллюстрации опасностей бизнес-модели, чрезмерно зависящей от привлечения оптовых кредитов на денежном рынке, этот эпизод из 2007 г. также свидетельствует о том, что регулирующий орган оказался неспособным предотвратить массовое изъятие банковских вкладов, не приняв немедленные и решительные меры для обуздания роста ставок по кредитам на нестабильном межбанковском рынке.

Депозиты активно привлекаются коммерческими банками и служат важным и стабильным источником фондирования. Депозиты также являются объектом большого количества нормативных требований, нацеленных на защиту как вкладчиков, так и самих банков (см. вставку 20). Центральные банки и другие органы заинтересованы в том, чтобы стимулировать использование депозитов как для проведения платежей, так и для сбережений. Центробанки разрабатывают законы, обеспечивающие вкладчикам большую юридическую защиту, чем пользователям других инструментов. Фонды страхования вкладов, поручителем по которым выступает правительство (т.е., в конечном итоге, центробанк), сегодня созданы практически повсеместно как форма защиты вкладчиков⁶⁴. Иногда правительство стимулирует создание депозитной базы не такими очевидными способами (вставка 20).

⁶⁴ Фонды гарантирования вкладов обычно пополняются за счет обязательных взносов коммерческих банков. В случае нехватки средств такие фонды выпускают собственные биржевые ценные бумаги (например, простые векселя), привлекают кредитные линии от международных финансовых организаций или получают заём от правительства в виде казначейских облигаций, под залог которых центробанк затем предоставляет рефинансирование.

Регулятор также пытается защищать банки от внезапных изъятий вкладов. В некоторых странах нормативные акты предотвращают досрочное снятие средств со срочных депозитов. Такое регулирование более всего необходимо при режиме фиксированного курса национальной валюты, стабильность которого по существу зависит от доверия рынка к паритету твердого валютного курса. Утрата доверия приводит к изъятию вкладов в местной валюте и переходу на иностранные вклады, что подрывает стабильность банковской системы, которую центробанк как кредитор последней инстанции способен поддерживать лишь короткое время. При этом в условиях плавающего валютного курса необходимости в подобном регулировании практически нет.

Вставка 20. Участие правительства и центрального банка в создании стимулов для использования депозитов

Правительства часто субсидирует процентные ставки по некоторым видам сберегательных вкладов для населения.

Субсидирование накоплений с целью получения кредита на приобретение жилья, или участия в долевым жилищно-строительном кооперативе является довольно популярным инструментом. Такое субсидирование приучает вкладчиков к регулярному и предсказуемому внесению средств на депозит, что создает стабильную и надежную базу фондирования для банков. В идеале такое стимулирование должно распространяться только на вклады, номинированные в местной валюте.

Однако, стабильности депозитной базы могут фактически мешать другие формы государственных интервенций. Например, правила, позволяющие вкладчикам изымать срочные депозиты, могут, с одной стороны, внушать больше доверия к депозитам как к сберегательным инструментам, а с другой — ослаблять стабильность фондирования для банков, поощрять переход вкладчиков на иностранную валюту и обратно и потенциально нарушать бесперебойное функционирование денежного рынка.

Иногда центробанки также активно занимаются пополнением средств на своих счетах, предлагая различные сберегательные инструменты непосредственно населению, минуя банковский сектор. Такие действия приводят к неоднозначным результатам. Во-первых, они непосредственно не способствуют повышению доверия к банковской системе. Во-вторых, они уменьшают возможности коммерческих банков заниматься кредитованием экономики, так как конкурируют с их сберегательными продуктами и, следовательно, отнимают у банковского сектора часть потенциальной депозитной базы. В то же время, иногда эффект усиления конкуренции может стимулировать активность коммерческих банков на денежном рынке и снижать их монопольные ставки, особенно, если банковский сектор характеризуется высокой концентрацией. В целом, подобная деятельность центробанков не способствует поддержанию депозитной базы фондирования банковского сектора⁶⁵.

Проблемы для стабильности банковских депозитов может также создавать развитая система небанковских финансовых организаций — так называемых «теневых банков» (см. вставку 21). Теневой банкинг может процветать при не слишком жестком регулировании банковской деятельности. Слишком высокие нормативы беспроцентных минимальных резервов еще больше отдаляют друг от друга ставки по вкладам и кредитам, а небанковские финансовые организации способны обходить эту проблему. Вообще, если банковское регулирование

⁶⁵ В 1990-е годы в Польше и в 2000-е в Сербии центральные банки выпускали прямые сберегательные инструменты для населения, чтобы культивировать более конкурентную среду в сильно концентрированном, олигополистическом банковском секторе. Власти Польши в целом положительно оценили последствия этих временных мер, а в Сербии их результаты были не столь определенными.

создает высокие издержки для банков, это обязательно вызовет стремление обходить правила и возникнет множество небанковских организаций, предоставляющих такие же услуги, как и банки, но на более конкурентных условиях, нежели законные банки. Это может подрывать депозитную базу банков и повышать кредитные риски и риски ликвидности, но в то же время — активизировать рынок и способствовать развитию финансовой системы и ее инструментов.

Вставка 21. Теневые банковские услуги

Денежный рынок состоит не только из банков. Он может привлекать множество небанковских финансовых посредников, заинтересованных в краткосрочном заимствовании, кредитовании и хеджировании. Некоторые из них тесно связаны с банками через общих собственников или деловые отношения, а многие могут фактически предоставлять услуги, весьма схожие с услугами банков. Чаще всего деятельность этих организаций никак не регулируется или регулируется не так строго, в основном, из-за того, что они не принимают вкладов от населения. Они привлекают краткосрочное фондирование на денежных рынках в форме обеспеченных кредитов или из других источников, таких как договорные схемы финансирования и другие пассивы недепозитного характера. Обратной стороной медали является то, что эти организации не получают доступа к кредитам центрального банка, а также к системе страхования вкладов и другим инструментам поддержки. Это не создавало бы серьезной проблемы, если бы не тесные связи и взаимозависимые отношения теневых банковских организаций с банками, а также их потенциально высокая долговая нагрузка.

Теневые банки — это финансовые посредники с большой долей заемных средств, обязательства которых в целом воспринимаются как аналогичные банковским депозитам. Население считает их обязательства ликвидными и погашаемыми по номиналу⁶⁶. По менее формальному определению, данному МВФ, теневой банк — это финансовое учреждение, которое выглядит как банк и действует как банк, но банком не является⁶⁷. Теневые банки заимствуют краткосрочные средства на денежных рынках и используют их для приобретения активов с большими сроками погашения. То есть, как и банки, они оперируют сроками погашения (преобразуя краткосрочные пассивы в долгосрочные активы). Для их деятельности также свойственны преобразование ликвидности и кредитного риска.

Основной риск, связанный с теневыми банками, — это потенциал накопления огромной долговой нагрузки. Поскольку их деятельность регулируется не так строго, как операции традиционных банков, парабанковские организации склонны повышать прибыль от своих инвестиций за счет привлечения гораздо больших объемов заемного капитала, чем разрешается банкам, и предоставления финансирования клиентам, не имеющим возможности получить банковский кредит. Такая деятельность может приводить к накоплению рисков в финансовой системе. Нерегулируемые организации нередко используются для обхода строгих ограничений, действующих в отношении официально признанных банков, и, следовательно, позволяют не соблюдать правила, призванные предотвращать финансовые кризисы.

⁶⁶ [McCulley, 2008].

⁶⁷ [Kodres, 2013].

В. Структура банковской системы и эффективное использование денежного рынка

На денежных рынках эффективность обычно измеряется спредами между ценой продажи и покупки или волатильностью цен. Чем уже спред и чем ниже волатильность, тем (при прочих равных условиях) эффективнее работает рынок. Эти показатели используются и для оценки ситуации с ликвидностью на денежном рынке. Высокие спреды между ценами продажи и покупки могут также свидетельствовать о низкой ликвидности. Среди прочих факторов, эффективность денежного рынка зависит от того, кто владеет банками, степени диверсификации бизнес-моделей и конкуренции в банковском секторе. На формирующихся рынках банковский сектор часто характеризуется высокой концентрацией — доминированием нескольких крупных участников, которые к тому же часто находятся в государственной собственности. В такой среде эффективность денежного рынка снижается и объемы торгов на нем невелики.

Конкуренция, как правило, приводит к росту эффективности, к уменьшению издержек клиентов благодаря более низкой ставке по банковским продуктам или меньшим спредам между продажей и покупкой на денежных рынках, к повышению качества услуг (более точному и быстрому исполнению поручений клиентов) и к расширению ассортимента финансовых услуг, подходящих для широкого круга клиентов с различными профилями рисков и доходности. Однако на сильно концентрированных рынках поведение участников может подавлять торговую активность: они склонны вступать в неформальные соглашения и вытеснять конкурентов с рынка, лишая их доступа к ликвидности.

Структура собственности также сильно влияет на конкуренцию и эффективность. В частности, банковский сектор, на котором доминируют государственные банки, может быть менее конкурентным и эффективным, чем тот, который в основном состоит из частных кредитных организаций. Государственная собственность часто ослабляет коммерческую ориентированность банков и является причиной многих других перекосов, например, ввиду привилегированного доступа к механизмам центробанка.

Иностранное участие в капитале банков обычно сопровождается повышением эффективности работы на денежных рынках. Зарубежные банки приносят с собой новые компетенции, новую практику руководства и корпоративного управления, а также инновационные технологии. Благодаря возможности получения помощи от головных банков они часто имеют более высокие кредитные рейтинги и могут первыми использовать дополнительные внешние источники ликвидности и фондирования. Кризис также показал, что в некоторых странах зарубежные материнские банки в нужный момент оказывают поддержку своим местным «дочкам» и тем самым уменьшают груз проблем, возникающих у центрального банка как у кредитора последней инстанции, и снижают стоимость санации банковского сектора в целом. Это может оказаться жизненно важным для функционирования денежного рынка в случае финансового кризиса в стране.

Кроме того, имеет значение и разнообразие бизнес-моделей, применяемых банками. Как правило, розничные банки имеют избыточную ликвидность, а банки с «оптовой» моделью

чаще привлекают фондирование через денежный рынок⁶⁸. В случае, если денежный рынок работает плохо или становится неликвидным, в первую очередь страдают банки, обслуживающие юридических лиц. В странах с формирующейся и пограничной экономикой банки не очень диверсифицированы и весьма схожи между собой с точки зрения спроса на ликвидность и источников фондирования. Это сводит активность на денежном рынке к минимуму, так как все его участники выступают на одной стороне сделки: либо как кредиторы, либо как заемщики. Если структурный избыток ликвидности равномерно распределен среди нескольких банков с похожей клиентской базой, то в операциях по регулированию ликвидности у них есть только один естественный контрагент — центральный банк.

В то же время, высокая степень диверсификации бизнес-моделей банков и их потребностей в ликвидности не является достаточным условием для развития эффективных денежных рынков. Иностранное участие, при всем его благоприятном воздействии на рынок, иногда приводит к сегментации рынка и к снижению лимитов (а в редких случаях — и к полному отсутствию) кредитных линий между отдельными участниками рынка. Иностранные банки часто проводят казначейские операции централизованно через единое казначейство группы, а не на уровне местного подразделения. Они активно занимаются собственными направлениями бизнеса, в том числе, часто предпочитают осуществлять финансирование не в местной, а в твердой валюте. Кроме того, отсутствие доверия в банковской системе или отсутствие понимания бизнес-моделей и обоснованности принятых в стране деловых практик приводит к тому, что для операций с местными банками устанавливаются жестко ограниченные кредитные линии.

Несмотря на то, что у разных сегментов рынка существуют разные потребности в ликвидных средствах и фондировании, в отсутствие адекватных кредитных лимитов, сделок между ними проводиться не будет. В таком случае, отделение иностранного банка будет вынуждено полагаться на капитал и финансовые ресурсы головной компании вместо того, чтобы осваивать местные рынки. Такая ситуация может существовать даже при наличии достаточного залогового обеспечения, поскольку оно не устраняет контрагентские риски⁶⁹. Таким образом, наличие зарубежных собственников не может привести к формированию активного и эффективного денежного рынка

Вставка 22. Компании с иностранным капиталом

Принадлежащие иностранным владельцам компании финансового сектора (в том числе банки) зачастую не имеют легкого доступа к депозитам и ликвидным средствам в местной валюте. Хотя их

⁶⁸ Розничные банки работают с физическими лицами (розничными клиентами), а оптовые специализируются на обслуживании коммерческих и других организаций (корпоративных клиентов). Как правило, розничные банки выдают кредиты небольшого размера, но в массовом масштабе, в то время для оптовых банков характерны небольшие портфели крупных кредитов. Розничные банки обычно несут меньше затрат по депозитам и устанавливают более высокие ставки по своим кредитам, поскольку розничные клиенты не имеют возможности торговаться. Оптовые банки вынуждены предлагать своим корпоративным клиентам более выгодные условия, так как круг таких клиентов ограничен, они лучше информированы и имеют альтернативные варианты в небанковском финансовом секторе. С другой стороны, юридические лица гораздо больше пользуются высокоприбыльными финансовыми услугами банков (в частности, казначейскими, услугами инвестиционного консультирования и управления денежной наличностью), за которые банки обычно берут комиссионное вознаграждение.

⁶⁹ Во многих странах с пограничной экономикой также нередко устанавливаются лимиты на операции с центральным банком в местной валюте, что не имеет под собой никаких оснований, поскольку ЦБ в принципе не способен не выполнить свои обязательства. В таких случаях эффективное выполнение центробанком функций маркет-мейкера бывает затруднено. В то же время из-за обязательных кредитных ограничений сложно создать функциональный рынок операций репо.

капитал номинально рассчитывается в национальной валюте (в силу законодательства), средства для операций в большой степени поступают из-за рубежа (от материнской компании или с оптового рынка фондирования) и номинированы в иностранных валютах. При этом их бизнес-стратегия не предусматривает активного вовлечения в дорогостоящую конкуренцию за депозиты в местной валюте, и многие такие компании, например, в области микрофинансирования и потребительского кредитования, вовсе не прилагают усилий для получения банковской лицензии, чтобы иметь возможность привлекать средства вкладчиков. Не заинтересованы они и в накоплении относительно ликвидных активов в местной валюте, например, государственных ценных бумаг. У них много валютной ликвидности.

Отсутствие средств в местной валюте практически исключает для них деятельность по кредитованию в национальной валюте, поскольку она приводит к возникновению значительных чистых открытых позиций, сопряженных с высокими рисками⁷⁰. Поэтому их бизнес-стратегия ориентирована на предоставление кредитных инструментов, номинированных в иностранной валюте. Однако, в большинстве случаев, такие инструменты просто перекалывают валютные риски на конечных пользователей, чьи доходы и активы, обеспечивающие погашение кредитов, обычно в местной валюте. Какую бы осмотрительность ни проявляли такие кредитные организации при предоставлении займов и установлении ставок по ним, очень часто валютный риск конечного пользователя недооценивается.

Для выдачи кредитов в местной валюте таким компаниям необходимо найти надежный источник фондирования в той же валюте. Самой распространенной формой является использование рынка NDF или заключение валютных свопов с местным участником денежного рынка либо с центральным банком под залог их ликвидных валютных активов. Но во многих странах центробанки неохотно совершают операции валютного свопа или заключают их с премией, что может приводить к деформациям на денежном рынке. В таком случае—иностранные компании, располагающие валютной ликвидностью, вынуждены заключать свопы с другими (как правило, отечественными) банками, имеющими много активов в местной валюте (например, казначейских векселей), под залог которых можно получать ликвидность от центрального банка. Таким образом, банки, владеющие приемлемыми в качестве обеспечения активами в местной валюте, зарабатывают премию, переводя ликвидные средства в местной валюте от центробанка тем компаниям (и участникам денежного рынка), которые имеют валютную ликвидность.

В обычное время эта бизнес-модель хорошо функционирует. В турбулентные периоды она может не срабатывать, поскольку по сути зависит от возможности получения ликвидности в местной валюте от центрального банка. В период стресса, например, при давлении рынка на валютный курс, центробанк, вероятно, будет ограничивать ликвидность в местной валюте, и/или увеличивать валютную ликвидность на рынке. Благодаря этому будут сокращаться объемы аукционов по рефинансированию кредитов, повышаться процентные ставки и объемы операций по изъятию ликвидности, снижая требования к валютным резервам и продавая иностранную валюту на рынке. В таких ситуациях, скорее всего, центробанк прекратит принимать иностранную валюту в качестве обеспечения и отменит существующие своповые линии, и так же поступят другие участники рынка, борясь за ликвидные средства в местной валюте. В результате те участники денежного рынка, которые полагаются на такие сделки как на источник ликвидности в национальной валюте, могут вдруг оказаться отрезанными от этого источника.

Парадокс ситуации заключается в том, что, хотя иностранные компании чаще всего располагают большой валютной ликвидностью, которой в принципе на рынке не хватает (что и вызывает

⁷⁰ Как правило, банки обязаны соблюдать строгие нормативные ограничения в отношении открытых валютных позиций, при расчете которых учитываются ликвидные активы, валюта баланс, а также балансовые и забалансовые статьи.

девальвацию), им становится сложно конвертировать свои активы в местную валюту, а это не позволяет им выдавать в ней кредиты и еще больше усугубляет давление на курс. Как объяснялось выше, пруденциальных соображения и управление рисками мешают им получать валютную ликвидность на наличном рынке, поскольку резкое увеличение доли активов, номинированных в местной валюте, открывает на их балансе короткую валютную позицию. Учитывая эти перспективы, коммерческие банки находят бизнес-модель, основанную на выдаче валютных кредитов, намного более привлекательной и менее рискованной.

Следствием непредсказуемости и ненадежности доступа к ликвидности в местной валюте является то, что центральный банк сталкивается с проблемой повышения волатильности валютного рынка и дальнейшей долларизации экономики. Это еще раз подчеркивает необходимость активного выполнения функций маркет-мейкера последней инстанции в местной валюте. Чтобы уметь оценивать соответствующие риски, центробанки должны понимать механику финансирования валютных кредитов, финансовые инструменты, используемые для преобразования валюты пассивов в валюту активов, состав основных участников рынка и скрытые взаимосвязи между ними. Они должны быть готовы вмешиваться при разрыве цепочки финансирования, введя в действие на этот случай необходимые инструменты и правила их применения. И, прежде всего, центробанки должны быть готовы в любое время предоставлять ликвидность на ясных и предсказуемых условиях.

С. Роль центрального банка в развитии финансового сектора

Центральные банки играют важнейшую роль в стимулировании развития денежных рынков и рынков долгосрочного финансирования. В формирующихся экономиках, где денежные рынки обычно недостаточно развиты, центробанкам чаще всего приходится жестко регулировать ликвидность. Такой подход приводит к тому, что участникам частного сектора нет смысла обращаться за ликвидностью друг к другу, что изначально подавляет развитие денежного рынка как такового. Чтобы способствовать эволюции денежных рынков, центральному банку необходимо ослабить контроль и стимулировать банки взаимодействовать между собой. Для этого ему нужно уменьшить частоту проведения своих операций и организовывать их так, чтобы не подавлять ценоустанавливающую активность других участников рынка.

Поначалу ЦБ может выступить катализатором, иницируя деятельность межбанковского рынка. Первым шагом является создание такого операционного режима денежно-кредитной политики и таких условий ликвидности, которые способствуют межбанковским сделкам. Если этого недостаточно, ЦБ может помочь банкам сделать первый шаг, организовав централизованный денежный рынок, на котором все сделки совершаются с участием ЦБ как центрального контрагента, и тем самым смягчив опасения участников по поводу неплатежеспособности контрагентов или решив проблему значительной фрагментированности и олигопольной структуры рынка. По мере увеличения оборота и объемов сделок центробанк может постепенно отстраняться от этой деятельности (хотя на практике это может быть сопряжено с политическими трудностями).

Важным институциональным элементом является регулярный выпуск однородных государственных долговых бумаг, без которого не формируется кривая доходности вложений в местной валюте и подрывается роль трансмиссионного механизма. Иногда центробанки играют еще более активную роль, убеждая правительства принять программу регулярного

выпуска казначейских векселей со стандартными сроками погашения в достаточных объемах. Действительно, во многих странах первичные аукционы краткосрочных казначейских обязательств сначала организовывались центробанком, который затем консультировал правительство по вопросам управления долгом. Также центральный банк может принимать участие в развитии функционирующего вторичного рынка государственных ценных бумаг, которые могут служить обеспечением при кредитовании на межбанковском и других денежных рынках. К мероприятиям по повышению ликвидности также относится создание сети первичных дилеров и системы аукционов в целях установления ставок на прозрачной торговой площадке или фондовой бирже (см.Главу 1).

В дополнение к основному рынку могут создаваться эффективные наличные и срочные рынки валюты, служащие источником как ликвидности, так и фондирования для инструментов в местной валюте. Для этого необходимо допускать некоторую волатильность валютного курса независимо от режима денежно-кредитной политики (за исключением режима жесткой привязки) — это даст толчок формированию валютных рынков и стимулирует коммерческие банки укреплять свои компетенции по управлению валютными рисками и ликвидностью.

Еще одна важная (хотя и не столь широко признаваемая) роль центрального банка, особенно на ранних стадиях, заключается в продвижении передовых стандартов, методов и кодексов деловой этики, а также в содействии созданию рыночной инфраструктуры, в том числе торговых площадок, рамочных договоров, таких как генеральное соглашение о репо, и исходных биржевых индексов. Повысить ликвидность рынка и обеспечить присутствие контрагентов на обеих сторонах сделок также позволит допуск иностранных инвесторов и банков к участию в операциях на финансовых рынках.

Вставка 23. Действия Национального банка Польши (НБП) по развитию финансовых рынков

В Польше центральный банк сыграл заметную роль в эволюции финансовых рынков. Эта роль заключалась в формировании инфраструктуры и институтов, установлении стандартов и создании стимулов для участников рынка. В 1993–1994 гг. начала работать система единых счетов банков в НБП, которая имела важнейшее значение для денежного рынка и упростила введение правила усреднения в системе обязательных резервов в конце 1994 г. Одновременно была разработана платежная система. НБП поддержал развитие рынка, начав проводить операции репо в 1993 г. В 1995 г. была введена система бездокументарного учета краткосрочных облигаций, выпущенных Министерством финансов и Национальным банком. Кроме того, НБП (в сотрудничестве с коммерческими банками) содействовал установлению рыночных стандартов и стимулировал банки осуществлять рыночные операции. Уже в 1993 г. была создана система первичных дилеров денежного рынка.

Еще одним значительным толчком к развитию финансовых рынков было введение во второй половине 1990-х годов операционного режима целевых уровней процентных ставок, гибкого валютного курса и инфляционного таргетирования. Справочные ставки WIBOR и WIBID стали надежными рыночными индикаторами, служившими ориентирными ценами для расчетов по производным инструментам, таким как соглашения о будущей процентной ставке (FRA) и процентные свопы (interest rate swap, IRS). Также начали процветать рынки валютных свопов и лондонских NDF, что обеспечило для участников рынка источники фондирования и ликвидности.

D. Законодательство, поддерживающее рынок

Помимо общей правовой базы, закрепляющей фундаментальные юридические концепции, такие как право владения, передача прав собственности и возможность принудительного исполнения судебных решений, для обеспечения бесперебойной работы рынка может быть необходимо принятие специального законодательства. К требующим решения вопросам часто относятся, процедуры банкротства, окончательный характер платежей и расчетов, правовой статус и использование обеспечения, возможность взаимозачетов⁷¹ и зачетов встречных требований⁷², статус операций репо, сущность доверительной собственности и пределы фидуциарной ответственности.

Также важна разработка законодательства о ценных бумагах, большая часть которого касается корпоративного поведения и защиты потребителей. Финансовое законодательство обычно определяет структуру финансовых рынков: например, в США закон Гласса — Стиголла на большую часть столетия разграничил деятельность коммерческих и инвестиционных банков, а Вторая банковская директива ЕС создала единый европейский рынок банковских услуг. Другая группа законов, многие из которых приняты после финансового кризиса, нацелена на исправление дефектов рыночного механизма и снижение рисков в финансовой системе. Среди недавних примеров можно упомянуть американские законы Сарбейнса — Оксли и Додда — Франка.

Финансовые регуляторы и принимаемые ими нормативы обычно опираются на законодательство, хотя по большей части их деятельность имеет форму директив, регламентов и административных мер, а не законов. Кроме того, налоговое законодательство должно определить режим налогообложения операций на денежных рынках, в том числе доходов от прироста капитала (если таковые возникают), текущего (процентного) дохода и разницы в темпах инфляции и валютных курсах.

Сделки совершаются различными способами: на бирже или на другой торговой площадке, или на внебиржевом рынке, электронным способом или с помощью голосовых и других систем связи, напрямую или через брокеров. Обычно они становятся обязательными к исполнению в момент заключения торгового договора. Однако, фактические финансовые потоки (платежи и передача ценных бумаг) происходят позже — в оговоренную дату зачисления и в оговоренном порядке (например, при покупке ценных бумаг даются инструкции по их поставке)⁷³. Для завершения сделки и придания ей окончательного характера необходимо выполнение ряда функций «бэк-офиса»⁷⁴. Окончателность расчетов — важная характеристика финансовой системы, снижающая риски и неопределенность. Без окончательности операция может быть

⁷¹ Возможность для банка или иной организации рассматривать активы и обязательства контрагента в совокупности и производить расчеты по «чистой» сумме.

⁷² Возможность для банка или иной организации зачитывать находящийся в его распоряжении актив контрагента в счет его обязательства в случае неплатежа.

⁷³ Ценные бумаги «хранятся» в электронной форме у депозитария, которым может выступать центральный банк, коммерческий банк или специальное учреждение. Он ведет учет и отвечает за платежи и их подтверждение, уплату налогов и другие вопросы.

⁷⁴ Операционное подразделение, отличающееся по функциям от «фронт-офиса» (оформление сделок) и «мидл-офиса» (управление рисками).

«отыграна назад», сторнирована, что существенно повышает расчетные и рыночные риски участвующих в ней сторон.

Кроме законодательной базы, для эффективной торговли, работы на рынке и проведения расчетов требуется стандартная документация и четко определенные условия договоров. Это особенно важно для обеспеченного кредитования. Иногда правила торговли отсылают к международным стандартам, разработанным регулируемыми органами или торговыми организациями. Так, Международная ассоциация рынков капитала (ICMA) разработала Глобальное типовое соглашение о репо (GRMA), которое широко применяется и снабжается приложениями, касающимися местных особенностей. Желательно, чтобы центробанк и местные финансовые организации согласовали между собой типовые договоры репо. Это будет способствовать развитию межбанковского рынка. Кроме того, иногда принимаются специальные законы, устраняющие правовую неопределенность, связанную с залоговым обеспечением и сделками репо.

Мировой финансовый кризис дал новый импульс усилиям по повышению открытости и прозрачности торговли ценными бумагами и производными инструментами и вообще внебиржевой торговли. В отличие от биржевых торгов, которые проводятся публично, внебиржевые сделки непрозрачны — о них знают только стороны, непосредственно участвующие в них. Это приводит к ограниченности данных об объемах торговли, открытых позициях и другой информации, которая позволила бы предотвратить накопление скрытых рисков. Сегодня информация обо всех сделках, даже осуществляемых на внебиржевом рынке, должна в установленные сроки направляться в регулирующий орган или отраслевую ассоциацию⁷⁵. Несмотря на настойчивые призывы к повышению транспарентности, общеизвестно, что маркет-мейкерам необходима некоторая непрозрачность сообщаемых данных, чтобы защититься от хищнического поведения других участников рынка, особенно на менее ликвидных рынках.

В дополнение к существующей практике расчетов через центральный депозитарий ценных бумаг, регуляторы разных стран всё чаще требуют, чтобы участники определенных сделок — в частности, с производными инструментами, — регистрировали такие сделки и проводили расчеты по ним через центральных контрагентов. Это уменьшает расчетный риск и позволяет минимизировать дестабилизацию рынка в случае дефолта контрагента.

Е. Эффективные платежные и расчетные системы

Платежи и денежные переводы осуществляются через платежную систему. Эффективная платежная инфраструктура необходима для эффективной работы межбанковского, денежного и фондового. Следствием слабости платежной системы может быть неэффективное использование финансовых ресурсов и снижение доверия к финансовой системе, что, в свою очередь, может привести к серьезному ухудшению работы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

⁷⁵ Как пример эффективной отчетности о торговых сделках на формирующихся рынках часто упоминается Таиландская ассоциация участников рынка облигаций (ThaiBMA). Ей удалось решить трудную проблему защиты ведущих участников рынка долговых инструментов и при этом обеспечить высокую прозрачность, установив правило отсроченной отчетности на основе ликвидности инструмента.

На денежном рынке платежи почти неизменно проводятся в электронной форме⁷⁶. Первоначально платежные системы работали по принципу взаимозачета цепочки плательщиков, как в клиринговом центре. Платежные поручения какое-то время накапливались и в определенные сроки рассчитывалась чистая позиция каждого банка (приход минус расход), и между каждым из банков производился один итоговый платеж. Иногда это делалось вручную, но введение электронных систем позволило осуществлять такие расчеты пакетами по несколько раз в день. Недостаток системы взаимозачетов заключается в задержке между поручением и исполнением и, следовательно, в неокончателности сделок: узнать о том, что платеж состоялся, можно только после завершения клирингового цикла, а то и позже. В последнее время быстро развиваются цифровые (часто с использованием мобильной связи), пиринговые и другие инновационные платежные системы, многие из которых оказали заметное влияние на развивающиеся и пограничные рынки. За несколькими исключениями, они пока не играют системообразующей роли, но уже требуют непрерывного мониторинга и оценки.

Основная функция платежной системы — обеспечивать окончательность расчетов, чтобы транзакция, осуществленная через платежные сети, была завершенной и необратимой даже в случае банкротства или прекращения платежей ее участниками после проведения расчетов. Участники должны быть уверены, что, даже в периоды неопределенности, или кризиса в финансовой системе, осуществляемая ими сделка состоится. Политика регулятора может быть направлена на внедрение расчетных систем, обеспечивающих окончательность расчетов и снижающих риск их непроведения. Для обеспечения окончательности расчетов важно, чтобы платежная система была способна обрабатывать транзакции в довольно короткие сроки. Например, крупные платежи могут вызывать значительные колебания ликвидности, так что банкам необходимо получать информацию о них как можно скорее.

Для решения некоторых проблем в области расчетов, особенно ввиду увеличения объемов и сумм операций за последние десятилетия, были разработаны системы валовых расчетов в режиме реального времени (RTGS). Такие системы обеспечивают большую уверенность в окончательном характере платежей и в бесперебойности работы финансового рынка. Они позволяют производить расчеты непрерывно (а не в конце рабочего дня) на основе отдельных поручений без сальдирования встречных платежей. В силу своих особенностей, системы RTGS особенно подходят для операций небольшого объема, но с высокой стоимостью, поскольку позволяют немедленно увидеть изменение в позициях банка. Обычно эти системы работают в центральных банках. Использование систем RTGS также снижает расчетные риски⁷⁷, связанные с национальными платежными системами, поскольку обработка транзакций на валовой основе позволяет осуществлять окончательные (т.е. безусловные и безотзывные) расчеты непрерывно в течение процессингового дня.

Системы RTGS очень разнообразны по своей архитектуре и техническим характеристикам. При применении в центральных банках (т.е. чаще всего) они требуют более сложного управления, чем платежные системы с взаимозачетом. С операционной точки зрения расчеты и клиринг должны быть осуществлены по каждому отдельному платежу, а не по одному или нескольким

⁷⁶ Разумеется, розничные платежи могут выполняться различными способами: наличными, с помощью чека, кредитной карты и пр. Но окончательные расчеты по ним в любом случае проводятся в оптовой платежной системе.

⁷⁷ Только в сочетании с возможностью поставки против платежа (DVP).

нетто-платежам. С учетом уменьшения расчетных рисков отдать предпочтение этой системе может большое число участников рынка. Более того, управление потоком платежей — их объемом, порядком проверки и расчетов — становится насущно необходимым для центрального банка как оператора системы и для коммерческих банков как ее пользователей. Важен также вопрос цены доступа к системе RTGS и то, в какой мере центробанк решит поощрять ее использование. Некоторые ЦБ стимулируют использование системы, устанавливая благоприятные цены, или просто требуют, чтобы платежи, превышающие определенный размер проходили через систему RTGS, ограничивая максимальную сумму платежей, производимых через другие системы (с нетто-расчетами).

Увеличение спроса на ликвидность является ценой снижения расчетного риска, что стимулирует активность на денежном рынке. Большие объемы сделок с низкой стоимостью обычно проводятся через национальные системы отсроченных расчетов на нетто-основе, в которых транзакции обрабатываются в пакетном режиме и с взаимозачетом в течение ночи. Они создают меньшую потребность в ликвидности, но им присущ более высокий расчетный риск. Систему отсроченных расчетов на нетто-основе также можно модернизировать, делая возможной обработку операций несколько раз в день, но наблюдается общемировая тенденция к переходу на системы мгновенных расчетов, даже для небольших розничных платежей. Это требует еще большей ликвидности, но при быстрой обработке транзакций банки точнее видят изменение своих позиций в течение дня, и это позволяет им эффективнее управлять своей ликвидностью, а розничным клиентам и компаниям — иметь меньшие остатки на счетах.

Как уже отмечалось, система RTGS устраняет межбанковский расчетный риск, но повышает потребность во внутридневной ликвидности. При обработке платежей на нетто-основе внутридневные кредиты от банка-плательщика банку-получателю предоставляются условно. А в системе RTGS есть постоянная потребность в проведении внутридневных кредитных операций для беспрепятственной обработки поручений, поскольку в ходе расчетного дня непременно возникает некоторый дисбаланс ликвидности среди участников. Без предоставления ликвидности центральным банком может возникнуть цепная реакция неплатежей, приводящая к дезорганизации платежной системы.

В классической системе RTGS ликвидность не предоставляется взаймы: платежное поручение исполняется только при наличии у плательщика достаточных средств на счете, а в противном случае оно ставится в очередь или отклоняется (и тогда его нужно будет давать повторно). Сейчас более распространен другой подход, при котором центробанк допускает овердрафты на расчетных счетах. Он должен определить условия превышения лимитов: обычно оговаривается предоставление достаточного и приемлемого обеспечения, максимальный размер и срок овердрафта и начисляемые проценты (если овердрафт не беспроцентный). Для поддержки бесперебойной работы систем RTGS были разработаны автоматические системы предоставления ликвидности в режиме реального времени. Такие системы могут основываться на заранее выделяемом обеспечении, «плавающем» залоге или однодневной передаче (покупке и продаже) государственных ценных бумаг.

Правила залога и управление обеспечением — неотъемлемая часть системы RTGS. Должны быть решены все обычные вопросы, связанные с управлением залоговым имуществом:

критерии приемлемости, процедуры оценки стоимости, его дисконтирования с учетом рисков, хранения и действий в случае несостоявшегося расчета. Точная форма системы определяется законодательством, касающимся прав собственности, документации, передачи прав, замены предмета залога и ликвидации обеспечения. Приемлемое обеспечение в платежных системах обычно определяют весьма узко, чтобы сохранять высокую степень ликвидности и надежности. Хотя большинство операций совершается с отечественными активами, обеспечением могут служить и зарубежные активы, но это усложняет управление. В этом случае и центробанк, и коммерческий банк должны иметь подходящие счета в международном клиринговом центре и заключить с ним соглашения. В других случаях центробанк может управлять обеспечением в своих национальных системах для иностранного центробанка. Самый известный пример такого взаимодействия — Корреспондентская модель отношений между центральными банками (CCBM), которая используется в Евросистеме и совместима с платежной системой TARGET.

Клиринг и расчеты по отечественным ценным бумагам могут осуществляться центральными банками (например, в США — системой расчетов Федеральным резервным банком Fedwire) или частными клиринговыми банками. В международном масштабе расчетами по ценным бумагам и их хранением занимаются такие учреждения, как CEDEL и EUROCLEAR, которые также оказывают дополнительные услуги, в том числе по предоставлению ценных бумаг займа и управлению маржевыми взносами.

При разработке своих инструментов и операционных инструкций центральному банку также следует учитывать параметры платежной системы и характер поступления государственных платежей на счет. Операции постоянного действия сроком на один день (овернайт) должны становиться доступными для банков сразу после выяснения их позиций по итогам дня. Преимуществом таких механизмов является то, что после проведения расчетов утром средствами можно пользоваться весь день. Основной инструмент должен быть доступен уже после совершения крупных внутрисдневных платежей: например, во многих европейских и африканских странах сообщения SWIFT приходят в начале второй половины дня.

Со временем для уменьшения расчетных рисков был разработан ряд процедур. Прежде всего, к ним относятся: поставка против платежа, поставка против поставки, платеж против платежа и непрерывные связанные расчеты.

Поставка против платежа⁷⁸

Поставка против платежа (DVP) — такой порядок расчетов на рынке ценных бумаг, при котором платеж за приобретенные ценные бумаги производится только в случае их поступления на счет покупателя и наоборот. Любой временной интервал между платежом и поставкой порождает расчетный риск, поскольку одно плечо сделки исполняется без другого. Принцип DVP означает, что денежный платеж производится одновременно с поставкой ценных бумаг. Он также может предусматривать поставку двух наименований ценных бумаг

⁷⁸ Различные типы DVP-систем обсуждаются на стр. 16–25 документа [BIS Basle 1992] (раздел «Delivery versus Payments in Securities Settlement System»), где содержится до сих пор используемая классификация. От типа внедренной DVP-системы зависит потребность в регулировании внутрисдневных овердрафтов, заимствования и предоставления в заем ценных бумаг, а также различных других мер, позволяющих операциям с ценными бумагами беспрепятственно проходить через расчетный цикл.

таким образом, чтобы поставка одних бумаг происходила только в случае поступления других (этот вариант также называется «поставка против поставки» — DVD).

Расчетная система

Расчетная система (CLS) используется в валютной торговле для минимизации расчетного риска⁷⁹. Оператор системы — CLS Bank International — учрежден рядом международных финансовых институтов. Все сделки (в первую очередь, операции с наличной валютой, но не только) проходят обработку в CLS Bank во время пятичасового окна, когда все системы RTGS в юрисдикциях обращения валюты расчетов CLS открыты и способны производить и принимать платежи. Это позволяет одновременно проводить расчеты по платежам на обеих сторонах валютной сделки.

CLS Bank базируется в Нью-Йорке, но имеет счета в различных странах, с валютами которых он выполняет сделки.

Платеж против платежа в валютообменных операциях

Расчеты по сделкам проводятся в режиме «платеж против платежа» (PVP). Каждая из сторон переводит в CLS Bank валюту, которую она продала другой стороне. Этот платеж не зачисляется контрагенту, пока тот не депонирует встречный платеж по сделке. Многосторонний зачет позволяет каждому участнику системы непрерывных связанных расчетов каждый день производить один нетто-платеж по каждой валюте.

Непосредственное участие в системе непрерывных связанных расчетов принимают только те финансовые учреждения, которые являются акционерами CLS Bank и также называются участниками расчетов. Финансовые организации стран с переходной экономикой могут становиться пользователями системы под гарантии участников расчетов. Банки-пользователи направляют расчетные поручения за себя и своих клиентов, но эти транзакции проводятся через счета их гарантов — участников расчетов, которые действуют как банки-корреспонденты. Исполнение платежных поручений и соответствующие платежи являются окончательными и безотзывными.

Глава 5. Составляющие эффективного денежного рынка

А. Основные понятия денежного рынка

Краткосрочной заимствование и кредитование на денежном рынке происходит с залоговым обеспечением или без такового. С наступлением мирового финансового кризиса (МФК) большее распространение стало получать обеспеченное кредитование — на основе залоговых

⁷⁹ Также известен как «риск Херштатта» — по названию немецкого банка, который прекратил существование посреди рабочего дня из-за дефолта по многочисленным конверсионным сделкам. В связи с ростом общемирового объема валютообменных операций, который в 2014 г. превысил 5 трлн долларов США в день, возможность сбоя в системах расчетов на валютном рынке представляет значительные системные риски. Благодаря финансовым инновациям появились «обходные пути», которые позволяют передавать необращающиеся инструменты: например, путем переуступки (замены стороны договора другой стороной) или секьюритизации, в том числе с помощью облигаций, выпущенных на базе пула кредитов, или сертификатов участия в кредите.

соглашений или с исполнением сделок, заключаемых между банками, на их счетах в центральном банке. Жизнеспособность межбанковского рынка зависит от уверенности в том, при наступлении сроков погашения межбанковских кредитов расчеты будут произведены. При повышенных кредитных рисках и отсутствии одобренных лимитов операций банки перестают заключать сделки между собой, поэтому необходимо культивировать такую среду, в которой банки будут доверять друг другу и устанавливать кредитные и торговые лимиты по обеспеченному и беззалоговому кредитованию.

Необеспеченное (беззалоговое) кредитование на межбанковском рынке — главный компонент нормально функционирующего денежного рынка. Беззалоговое кредитование осуществляется просто, но связано с серьезными рисками, поскольку кредитор может полагаться исключительно на способность и желание заемщика возвращать долги. Поэтому банки должны быть уверены в кредитоспособности остальных участников рынка. Банкам необходимо установить по отношению друг к другу торговые лимиты или кредитные линии, определяющие возможную сумму операций. Так как большинство межбанковских сделок заключаются на очень короткие сроки, вплоть до однодневного, кредитная оценка является довольно простой процедурой.

До тех пор, пока банки были уверены в кредитоспособности друг друга, беззалоговое кредитование могло осуществляться легко и почти без осложнений. Но из-за МФК банки стали в большей степени опасаться выдавать необеспеченные кредиты. На пике кризиса ликвидность исчезла почти полностью, и рынки практически перестали функционировать. С тех пор опасения ослабли, но не до конца, и в результате межбанковские рынки сейчас работают при гораздо большем посредничестве центральных банков. Банки, располагающие избыточной ликвидностью, депонируют ее в центральном банке, который в свою очередь предоставляет ее займы тем банкам, у которых возник дефицит. Таким образом, центробанк по сути компенсирует потерю доверия среди банков благодаря собственному безрисковому положению.

Обеспеченное межбанковское кредитование со времени МФК распространилось гораздо шире. Хотя обеспеченное кредитование, особенно с использованием договоров репо, представляло собой большой и развитый рынок еще до 2008 г., большинству банков было проще и дешевле работать на беззалоговом рынке. Во время МФК банки стали не готовы кредитовать друг друга и стали требовать от заемщиков залогового обеспечения. В основном это осуществляется путем заключения договоров репо — соглашений о продаже с обязательством обратной покупки (см. Главу 5).

Важную роль в обеспеченном кредитовании на межбанковском рынке играют государственные ценные бумаги. Развитый и ликвидный рынок государственных бумаг производит большую часть обеспечения для кредитования через договоры репо. Хотя обеспеченное кредитование значительно снижает риски на рынке, но оно сопряжено с некоторыми сложностями, такими как залоговый дисконт, уплата гарантийного (маржинального) взноса, более сложные расчеты и более интенсивное администрирование. Распространенным предметом опасений является наличие достаточного и приемлемого обеспечения: если кредиты предоставляются главным образом под залог, то недостаток обеспечения может серьезно ограничивать эффективность рынка. Также необходимо

уточнить, как учитывается залоговое имущество при расчете использования установленных лимитов на операции с контрагентами. Обеспеченное кредитование является значительно менее рискованным, чем беззалоговое, и должно иметь отдельные (менее строгие) лимиты или включаться в общие лимиты, но с меньшим весовым коэффициентом рисков. Кроме того, получение и хранение залогового имущества для удовлетворения потенциальных потребностей в кредитах может усложнить управление активами и пассивами банка.

Денежный рынок оперирует **ликвидными (обращающимися) и неликвидными (необращающимися)** инструментами. Обращающиеся инструменты (как правило, ценные бумаги) могут продаваться или передаваться от одного владельца другому. Они обеспечивают ликвидность и гибкость, поэтому доходность (процентная ставка) по ним обычно бывает ниже, чем по неликвидным инструментам с идентичными (в остальном) характеристиками. Необращающийся инструмент (например, банковский депозит) нельзя продать⁸⁰, поэтому он, как правило, хранится до погашения и приносит более высокий процентный доход, чем такой же биржевой инструмент, что компенсирует владельцу его неликвидность⁸¹.

Обязательства денежного рынка могут быть **обеспеченными или необеспеченными**. Обеспеченный инструмент содержит не только договорное обязательство заемщика погасить долг, но и некую дополнительную страховку от несовершения платежей: это может быть залог имущества, право удержания, поручительство или залог будущих денежных поступлений. Необеспеченное обязательство не имеет гарантий погашения, кроме договорного обязательства должника⁸², и полностью зависит от его способности вернуть долг. Поскольку обеспеченное обязательство связано с меньшими рисками, чем такое же необеспеченное, оно обычно имеет меньшую ставку процента (доходность).

Производные инструменты — это финансовые продукты, стоимость которых является функцией («производной») от базового (реального) актива. К ним относятся: форвардные и фьючерсные контракты, стоимость которых является функцией от текущей («наличной») цены актива; опционы — права на покупку или продажу актива по указанной цене; и свопы — соглашения об обмене денежными потоками от различных активов. На развитых рынках производные продукты стали чрезвычайно разнообразными и сложными.

Залоговое имущество (обеспечение) выполняет на денежном рынке несколько важных ролей. Многие коммерческие кредиты гарантируются путем предоставления обеспечения, и весь рынок репо строится вокруг наличия подходящего обеспечения. Вопросы оценки стоимости и управления залоговым имуществом (в том числе гарантийным взносом для совершения

⁸⁰ Финансовые инновации, дерегулирование и конкуренция с небанковскими финансовыми посредниками привели к размыванию некогда четких различий между разными финансовыми инструментами. Например, в США существуют депозитные счета со ставками денежного рынка (ММДА), которые по сути представляют собой процентные текущие счета. Близким аналогом текущих счетов или вкладов являются паи взаимных фондов денежного рынка, выпускаемые небанковскими посредниками

⁸¹ Кстати, многие обращающиеся ценные бумаги изначально зародились на банковских рынках. Банки начали принимать к оплате («учитывать») различные обязательства: векселя, коносаменты и права требования. Со временем такие банковские документы, как аккредитивы и акцепты, приобрели стандартную форму, и стали распространяться услуги факторинга, переучета векселей и другие подобные операции. Началось развитие вторичных рынков, и в конечном итоге ценные бумаги первого выпуска (например, коммерческие бумаги) стали альтернативой чистому банковскому финансированию.

⁸² С юридической точки зрения обязательства различаются по своей силе: они могут иметь разный приоритет в очереди погашения, т.е. быть старшими или субординированными.

биржевых и внебиржевых сделок) приобрели бóльшую важность после МФК, вызвавшего повышенный спрос на сделки с обеспечением. Отсутствие достаточного и подходящего обеспечения может представлять серьезное препятствие для развития финансового рынка.

Обеспеченные обязательства имеют под собой материальные активы, так что в случае невыполнения обязательства кредитор может реализовать эти активы на сумму непополненного платежа. Они сопряжены с меньшими рисками и, как следствие, имеют меньшую доходность, чем идентичные, но необеспеченные залогом инструменты. Гарантийный (маржинальный) взнос — это вид переменного обеспечения: при изменении рыночной стоимости обязательства размер вноса должен быть увеличен или уменьшен, чтобы сохранить сумму обеспечения на желаемом уровне. Залоговое имущество часто оценивается с дисконтом: стоимость предоставленного в залог актива уменьшается на определенную сумму, чтобы гарантировать, что она покроет сумму обязательства в случае изменения. В случае низкого кредитного качества обеспечения или волатильности его стоимости применяется более высокий залоговый дисконт.

Кроме самих инструментов, существуют различия и в способах их выпуска и обращения. Первоначальный выпуск рыночных ценных бумаг происходит на **первичном рынке**, где инструмент продается эмитентом (должником) или его агентом инвестору. Выпуск может осуществляться сериями (траншами) — установленными и заранее объявленными количествами ценных бумаг, продаваемых на рынке. «Возобновление» серии означает последующую продажу дополнительных ценных бумаг, тождественных первым и с таким же идентификационным кодом. Ценные бумаги могут выпускаться открытой серией — тогда эмитент продает свои бумаги постепенно с учетом рыночной конъюнктуры и динамики спроса и предложения. Так часто выпускаются депозитные сертификаты и коммерческие бумаги. Для продажи серий ценных бумаг существуют различные процедуры, такие как гарантирование выпуска (андеррайтинг), синдицирование и аукцион. У каждой из них есть свои преимущества и недостатки. В частности, аукционы бывают разных типов, в том числе английский, голландский, одноценовой и дискриминационный. Выпущенная ценная бумага, в случае если она обращающаяся, может покупаться и продаваться на **вторичном рынке**. Размещение на первичном рынке создает для заемщика обязательство, а для кредитора — актив. Торговля на вторичном рынке никак не меняет выпущенные в обращение активы: меняется только владелец бумаги, а должник в этих сделках уже не участвует.

Ценные бумаги могут выпускаться в порядке **публичной эмиссии или частного размещения**. Публичный выпуск обычно должен соответствовать определенным нормативным требованиям, таким как публикация проспекта эмиссии, и связан с дополнительными издержками. Частное (или закрытое) размещение, как правило, проводится среди ограниченного числа крупных «квалифицированных» или «профессиональных» инвесторов и поэтому не сопряжено с теми затратами и раскрытиями информации, которые необходимы для публичной эмиссии. Но выпускаемые таким образом бумаги чаще всего не подлежат регистрации на бирже и менее ликвидны, поэтому по ним, как правило, приходится выплачивать более высокий доход. На некоторых рынках ценные бумаги, выпускаемые

в порядке частного размещения, после определенного периода «выдержки» могут предлагаться широкому кругу инвесторов⁸³.

Ликвидные инструменты могут обращаться на вторичных рынках двух типов: **без посредников (во внебиржевом обороте) или на бирже**. Внебиржевой рынок не имеет централизованного местонахождения или торговой площадки. Сделки заключаются сторонами в двустороннем порядке с помощью различных средств связи: в первую очередь, по телефону или через другие системы передачи речевых или электронных сообщений. Биржи — это организации, предоставляющие площадку для ведения торговли в соответствии с определенными правилами и стандартами. Хотя изначально это были физические площадки, расположенные по конкретному адресу, в настоящее время на большинстве бирж торговля ведется электронным способом. Как на биржах, так и на внебиржевых рынках могут действовать «маркет-мейкеры» — участники, принявшие на себя формальное или неформальное обязательство обеспечивать ликвидность на рынке. Для этого они должны быть готовы всегда (при определенных условиях) покупать и продавать инструменты клиентам.

В. Характеристики инструментов денежного рынка

Финансовые инструменты обладают многочисленными характеристиками, определяющими их **степень риска, доходность и ликвидность**. Важнейшая из них — это **кредитный риск**, связанный данным обязательством, т.е. вероятность того, что заемщик выплатит основную сумму обязательства и проценты по нему, или наоборот — вероятность полного или частичного невыполнения обязательства (дефолта). Этот риск в первую очередь зависит от кредитоспособности должника⁸⁴, но на его величину также влияют предоставленное в залог имущество, выданные поручительства, а в секьюритизированных инструментах — качество базового актива. Долг суверенного эмитента в национальной валюте обычно считается свободным от риска непогашения.⁸⁵ Поскольку инструменты денежного рынка по определению имеют короткий срок (до одного года), их кредитная оценка не так сложна, как в случае с долгосрочными ценными бумагами. Чем выше кредитный риск, тем ниже рейтинг долгового обязательства и тем выше должен быть доход по нему, чтобы компенсировать займодавцу увеличение риска.

Инвесторы (особенно финансовые инвесторы) для упрощения принятия решений часто используют различные **показатели соотношения риска и доходности**, которые могут сравниваться для разных типов инструментов и инвесторов. Один из популярных показателей — коэффициент Шарпа, выражающий отношение ожидаемой финансовой доходности по инвестиции к волатильности ее цены. Те инвесторы, у которых допустимый уровень риска выше, требуют меньшего вознаграждения за принимаемые на себя риски, и их инвестиции характеризуются более низким коэффициентом Шарпа, и наоборот. Хотя и с большим упрощением, коэффициенты Шарпа также используются для установления цен на инструменты финансового рынка. Например, если для какого-то вида инструмента

⁸³ Например, в Польше частно-размещенные ценные бумаги могут допускаться к торгам на Варшавской фондовой бирже на площадке Catalyst при условии их соответствия критериям котировки в отношении числа инвесторов и раскрытия информации.

⁸⁴ Она часто измеряется «рейтингом», присвоенным одним из специализированных агентств, таких как S&P, Moody's или Finch.

⁸⁵ Хотя и не всегда, как показывает история.

коэффициент Шарпа известен, то его можно применить для определения стоимости аналогичного инструмента с известной степенью волатильности цены.

Доходность инструмента денежного рынка может принимать две формы: **дисконт** или **выплата процентов**. В первом случае инструмент при выпуске продается с дисконтом (т.е. по цене ниже номинальной), а по наступлении срока погашения выкупается по номиналу. Разница между стоимостью погашения по номиналу и ценой покупки и составляет доходность инвестиции (а для эмитента — стоимость капитала). Процентные инструменты отличаются тем, что на их основную сумму начисляется процентный доход по оговоренной ставке («купонная ставка»). Дисконтные инструменты не приносят промежуточных денежных поступлений. Что касается процентных бумаг, то поскольку на денежном рынке обращаются краткосрочные инструменты, часто выплата процентов производится только один раз — вместе с возвратом основной суммы при наступлении срока погашения. Однако по некоторым инструментам проценты могут выплачиваться периодически: еженедельно, ежемесячно, ежеквартально или раз в полгода. Подробную информацию об определениях и расчете доходности см. в главе «Технические аспекты денежного рынка».

Еще одной важной характеристикой инструмента является его **ликвидность**, которая обусловлена собственными параметрами инструмента, рынком, на котором он обращается, и общими экономическими условиями. Ликвидность означает легкость превращения данного инструмента в обязательство центрального банка (или вклад в коммерческом банке) на сумму, близкую к «справедливой» стоимости инструмента. Ликвидность повышается в случае большой суммы обязательства, простоты торговли (например, наличия большого количества маркет-мейкеров, стандартных условий и деноминаций), известности эмитента и низкого кредитного риска. Также на нее влияют способ первоначального размещения и тип покупателей. От деноминации зависит круг инвесторов: выпуск ценных бумаг с небольшим номиналом обеспечивает их доступность для розничных инвесторов, а бумаги крупного достоинства смогут распределяться, как правило, только среди организаций и очень состоятельных частных лиц. Первоначально все инструменты денежного рынка выпускались в бумажной форме (отсюда такие термины «ценная бумага», «депозитный сертификат», «купон») и могли быть именованными или с оплатой на предъявителя. Сегодня практически все финансовые активы выпускаются в бездокументарной, электронной форме. Это снижает операционные риски и повышает их оборотоспособность.

С. Инструменты денежного рынка

Для упрощения необеспеченного и обеспеченного кредитования между участниками рынка было разработано множество различных инструментов. В большинстве стран основным, самым традиционным и известным инструментом денежного рынка является **банковский депозит (вклад)**. Депозитом может быть текущий счет, который обычно не приносит процентов⁸⁶ и используется для платежей. Срочный депозит — это простое⁸⁷ однопериодное

⁸⁶ Финансовые инновации, дерегулирование и конкуренция с небанковскими финансовыми посредниками привели к размыванию некогда четких различий между разными финансовыми инструментами. Например, в США существуют депозитные счета со ставками денежного рынка (ММДА), которые по сути представляют собой процентные текущие счета. Близким аналогом текущих счетов или вкладов являются паи взаимных фондов денежного рынка, выпускаемые небанковскими посредниками.

обязательство коммерческого банка возвратить принятую сумму и выплатить обещанные проценты по наступлении указанного срока. По некоторым долгосрочным вкладам проценты начисляются через определённые промежутки времени в течение всего срока. Банковский депозит совершенно неликвиден, т.к. не может передаваться другому лицу⁸⁷. С точки зрения кредитного риска депозиты имеют самый высокий ранг надёжности и связаны с самыми низкими рисками среди обязательств банка. Благодаря своей центральной роли в финансовой системе депозиты в пределах определенной суммы гарантируются правительством («страхование вкладов»), что практически устраняет для вкладчиков кредитный риск. Банковские депозиты играют несколько важных ролей: они являются основным компонентом общего количества денег в обращении, они необходимы для функционирования платежных систем, а выплачиваемые по ним проценты нередко служат справочной ставкой для других инструментов (в частности, для межбанковских депозитов; см. раздел F в Главе 5).

Депозитные сертификаты (ДС) — это обязательства коммерческого банка, которые имеют такую же очередность погашения (приоритет), как депозиты, но выпускаются в форме ценных бумаг, что придает им определенную степень ликвидности в отличие от обычных вкладов. Это могут быть бумаги мелкого достоинства, подходящие для розничных вкладчиков, а также крупные деноминации для институционального сегмента рынка. Благодаря некоторой ликвидности (чаще всего — неформальному обязательству банка-эмитента купить их обратно) они могут выпускаться на относительно длительные сроки — до пяти лет. Существуют ДС с фиксированными и плавающими процентными ставками, и выпускаются они обычно не единым траншем, а по мере необходимости и возникновения спроса. При назначении ставок и обращении на вторичном рынке депозитным сертификатам присваиваются разные категории в зависимости от кредитного рейтинга эмитировавшего их банка: AAA, AA и т.д.

Банковские акцепты (БА) — это краткосрочные долговые инструменты, которые выпускаются нефинансовыми компаниями, а затем индоссированы (гарантируются) коммерческим банком. После получения гарантии от банка они получают такой же кредитный рейтинг, как и сам банк, и могут свободно обращаться. Это был один из первых инструментов денежного рынка: он появился много столетий назад и всегда играл значимую роль в облегчении международной торговли.

Казначейские векселя (краткосрочные облигации министерства финансов) — еще один важный компонент денежного рынка. Это долговые обязательства центрального правительства страны, выпускаемые обычно на срок до одного года и считающиеся безрисковыми инструментами. Их значимость возросла с увеличением государственного долгового финансирования. Обычно они являются самыми ликвидными краткосрочными ценными бумагами на рынке и, учитывая низкий риск и высокую степень ликвидности, приносят минимальный доход, который определяет краткосрочную кривую доходности. Эти бумаги выпускаются Казначейством в рамках процесса управления государственным долгом либо по графику (что способствует развитию рынка), либо на нерегулярной основе, и обычно в форме аукциона. Низкий уровень риска и ликвидность обусловили их широкое применение

⁸⁷ Банки изобретают разнообразные способы «украшения» счетов, обычно нацеленные на привлечение розничных клиентов.

⁸⁸ В некоторых случаях и в ряде юрисдикций досрочное изъятие депозита возможно, но обычно оно сопровождается значительным штрафом и происходит довольно редко.

в качестве обеспечения и в проводимых центральным банком операциях на открытом рынке. Традиционно они имеют форму дисконтных облигаций. Являясь обязательствами министерства финансов, в некоторых странах они, тем не менее, эмитируются центральным банком, выступающим как фискальный агент правительства.

Краткосрочные облигации центрального банка иногда выпускаются в случае, если запаса государственных ценных бумаг недостаточно для эффективных монетарных операций. Центральное правительство не всегда видит необходимость в краткосрочных долговых операциях, или они бывают не предусмотрены его политикой управления долгом. Тогда центральный банк может выпускать собственные краткосрочные облигации (векселя) в целях поглощения избыточной ликвидности (стерилизации денежной массы). В этом случае затраты на выплату процентов несет непосредственно центробанк, и это может представлять серьезную проблему. При принятии решения об эмиссии краткосрочных облигаций центрального банка необходимо учитывать не только наличие других инструментов и связанных с ними издержек, но и то, как она отразится на каналах передачи воздействия денежно-кредитной политики и на операционной независимости ЦБ, а также уровень развития финансовых рынков и координацию с ведомствами, занимающимися управлением государственным долгом.

Коммерческие ценные бумаги (commercial papers, CP) — это необеспеченные краткосрочные долговые инструменты, которые могут выпускаться финансовыми или нефинансовыми компаниями и сопряжены с кредитным риском эмитента⁸⁹. Как правило, они используются для финансирования краткосрочной дебиторской задолженности (пополнения оборотного капитала). Рынок CP делится на категории по типам эмитентов и их кредитному рейтингу. Обычно CP выпускаются с крупным номиналом без ориентации на розничных инвесторов и часто покупаются взаимными фондами денежного рынка и другими подобными фондами. Эмиссия проводится по мере спроса, иногда по «программе выпуска коммерческих бумаг», и желаемый уровень заемного финансирования достигается выпуском CP с разными сроками погашения. Рынок CP может быть важным шагом к диверсификации кредитного рынка и устранению тотальной зависимости от банковского финансирования.

Коммерческие ценные бумаги, обеспеченные активами — это CP, обеспеченные залогом, — как правило, финансовыми активами, такими как дебиторская задолженность, ипотечные или коммерческие кредиты. Они выпускаются специализированными инвестиционными механизмами — компаниями-посредниками, которые держат активы на своем балансе и эмитируют обеспеченные ими CP. Эмиссия обычно осуществляется в рамках программы, а компания-посредник чаще всего связана с финансовой фирмой и используется ею для привлечения средств под более низкий процент или с меньшими нормативными требованиями. Несмотря на залоговое обеспечение, такие бумаги имеют ту или иную степень кредитного риска в зависимости от характеристик обеспечения и структуры специализированных инвестиционных механизмов.

Соглашение о продаже с обязательством обратной покупки и соглашения о покупке с обязательством обратной продажи (репо и обратное репо) в последние годы играют

⁸⁹ CP, выпущенные банками, имеют более низкую очередность погашения, чем депозиты, и, следовательно, более высокие риски.

ключевую роль на денежных рынках, а также стали важны для монетарных операций. Рынок репо является одним из самых активных и крупных денежных рынков, оборот которого только в США измеряется триллионами долларов. Репо — это оформленная соглашением договоренность между двумя сторонами, согласно которой одна из них продает другой ценные бумаги за оговоренную цену и обязуется купить их обратно позднее за другую оговоренную цену. Таким образом, соглашение репо с экономической точки зрения тождественно краткосрочному процентному займу под определенное обеспечение. Продавец (экономически — заемщик денежных средств и залогодатель) и покупатель (экономически — заимодавец денежных средств) могут таким способом достичь своих инвестиционных целей — обеспеченного фондирования и пополнения ликвидности. Обратное репо — это та же самая сделка, только рассмотренная с точки зрения покупателя, предоставляющего денежные средства займа.

Прежде всего, сделка репо является краткосрочной кредитной операцией по заимствованию или предоставлению в кредит средств при низких рисках ввиду наличия залога. Таким образом, она обеспечивает надежность для кредитора и низкие затраты для заемщика. Репо стали основным способом фондирования запасов ценных бумаг посредников и важным инструментом управления денежной наличностью и инвестирования. Они играют заметную роль в развитии рынков, представляя собой удобный способ получения тех или иных ценных бумаг, необходимых заимодавцу денежных средств (например, для поддержания короткой позиции). Они также стали необходимым компонентом монетарных операций как эффективный и гибкий способ временного вливания или изъятия ликвидности центральным банком. Договоры репо используются Федеральной резервной системы США как основной инструмент при проведении операций на открытом рынке, а также многими другими центробанками.

Большинство сделок репо заключается на очень короткие сроки, — как правило, на один день («овернайт»). Но бывают также «срочные репо» с заранее оговоренным сроком и «открытые репо» — однодневные сделки, которые автоматически возобновляются сторонами до особого соглашения. Процентная ставка по сделке может быть либо реально выплачиваемой (и выражаться в процентах от номинала), либо неявной, заключенной в разнице между ценой продажи и обратной покупки⁹⁰.

Неотъемлемой частью договора являются положения об обеспечении в форме ценных бумаг: они могут поставляться другой стороне, находиться у третьего лица, как в «трехсторонних репо»⁹¹, или — реже — оставаться на ответственном хранении у одной из сторон⁹². Кроме того, залоговое имущество обычно «уценивается», т.е. кредитор получает избыточное обеспечение за счет применения залогового дисконта, призванного гарантировать, что обеспечение покроет сумму кредита даже в случае снижения его цены.

⁹⁰ В соглашениях оговариваются такие технические детали, как выплата процентов на залоговое имущество в течение периода репо, использование брутто- или нетто- («грязной» или «чистой») цены и пр.

⁹¹ Такой механизм получил большое распространение, при этом третье лицо оказывает также другие услуги, например, по организации сделок, управлению гарантийным депозитом и т.п.

⁹² Это несколько увеличивает риск для другой стороны ввиду возможного неисполнения обязательств держателем обеспечения. В прошлом такими механизмами злоупотребляли.

В классическом репо в качестве обеспечения используются государственные ценные бумаги, но к ним добавился и ряд других классов бумаг. Чем ниже воспринимаемое кредитное качество и ликвидность обеспечения, тем выше стоимость кредита (процентная ставка) и залоговый дисконт. Самые низкие ставки устанавливаются по репо с государственными ценными бумагами. Когда конкретные ценные бумаг не требуется, сделка называется «репо с общим обеспечением». Иногда у кредитора есть мотивация получить конкретное обеспечение, чтобы покрыть короткую позицию по ценным бумагам или для иных целей. Такие сделки известны как «специальное репо», и чем выше спрос на такие конкретные ценные бумаги, тем привлекательнее для заимодавца будет установленная процентная ставка. Процентные ставки по специальным репо всегда ниже, чем по репо с общим обеспечением, и могут быть нулевыми или отрицательными — так было даже до периода низких ставок, начавшегося после кризиса 2008 г. Развитие рынков репо и специального репо способствовало эволюции рынков государственных облигаций, поскольку оно позволяет маркет-мейкерам по соответствующим ценным бумагам чувствовать себя в большей безопасности, предоставляя ликвидность участникам рынка.

До того, как операции репо приняли стандартный вид, тот же экономический смысл имели сделки «покупки с обратной продажей» и «продажи с обратным выкупом», в которых стороны одновременно договаривались о продаже и покупке ценных бумаг с разными датами исполнения, а разница в цене составляла доход по операции. Но формализованная, стандартная сделка репо является более удобной, безопасной и может пользоваться более предпочтительным режимом бухгалтерского учета и налогообложения.

Договорное и юридическое оформление, порядок учета и налогообложения играют важную роль на рынке репо. Широко применяется Глобальное типовое соглашение о репо (GMRA) Международной ассоциации рынков капитала (ICMA). Во многих юрисдикциях действует законодательство о рынке репо, устраняющее неоднозначность статуса договоров репо в налоговом отношении и в случае невыполнения обязательств.

В то же время во многих формирующихся экономиках отсутствие нормативной базы, в том числе рамочного соглашения, препятствует обеспеченному кредитованию на межбанковском рынке, особенно в ситуации, когда банки не доверяют и не открывают кредитных линий друг другу. Стандартизация документов с четким определением обязанностей по договору способствует более эффективной торговле. В целях развития межбанковского рынка центральному банку и местным финансовым организациям следует согласовать между собой местный типовой договор репо.

На развитых финансовых рынках существуют разнообразные инструменты с **коротким остаточным сроком погашения**, которые становятся частью денежного рынка или его близким аналогом. Это изначально долгосрочные долговые инструменты, до погашения которых осталось не больше одного года. С экономической точки зрения они должны быть идентичны любому другому инструменту денежного рынка с такими же характеристиками (кредитным качеством и пр.). Но на практике они обычно пользуются меньшим спросом и имеют более высокую доходность, чем собственно инструменты денежного рынка. Также они характеризуются меньшей ликвидностью, нерегулярным оборотом, а иногда имеют неактуальные купонные ставки или другие недостатки. Например, если прирост капитала

облагается более высоким налогом, чем процентный доход, то облигации с низким купоном не так привлекательны. Кроме того, на некоторых рынках долговые инструменты с длинными сроками «разделяются»: оставшиеся купонные платежи и основные суммы обращаются отдельно. В этом случае выплаты, подлежащие получению в следующие 12 месяцев, фактически становятся дисконтными ценными бумагами и близким аналогом инструментов денежного рынка, так же как и отделенные от них купоны.

Валютные операции часто используются в связи с инструментами, номинированными в национальной валюте, а иногда и заменяют их. Почти повсеместно они совершаются на внебиржевом рынке. В *наличной* валютообменной операции одна валюта обменивается на другую с немедленной оплатой (срок платежа зависит от стандартов рынка, но обычно составляет два рабочих дня). В *форвардной или обычной срочной* сделке стороны договариваются об обмене, в том числе об обменном курсе, в момент совершения операции, но с отсроченной датой исполнения. *Своп* — это одновременно наличная сделка и форвардный обмен на первоначальную валюту по курсу, оговоренному в момент совершения операции. Это устраняет курсовой риск, так что экономический смысл сделки заключается в получении необходимых средств. По сути, это депозит или кредит, обеспеченный иностранной валютой.

За последние десятилетия возникло много **производных инструментов**⁹³, которые стали играть важные роли на финансовых рынках, в том числе на денежных. Для управления денежной наличностью, активами и пассивами, а также для инвестиций и хеджирования используются различные процентные деривативы. Условная⁹⁴ стоимость обращающихся производных процентных инструментов измеряется сотнями триллионов долларов. Развитию внебиржевого рынка деривативов очень способствовала разработка типовых договоров, таких как Генеральное соглашение ISDA. В условиях формирующихся и пограничных рынков производные инструменты, такие как валютные форварды, свопы и валютно-процентные свопы стали важным источником местной валюты для иностранных инвесторов (вставка 25). Ниже описаны некоторые наиболее известные типы производных инструментов:

- Процентные фьючерсы — это фьючерсные сделки (обращающиеся и оцениваемые так же, как и другие фьючерсные контракты), базовым активом которых является процентный инструмент. Они обращаются на биржах в очень больших объемах. К примерам таких контрактов относятся фьючерсы на ставки по казначейским векселям, евродолларам и федеральным фондам в долларах США; ставкам EURIBOR и LIBOR (в фунтах стерлингов) в Европе и евроиенам в Японии.
- Соглашения о будущей процентной ставке (forward rate agreements, FRA) — это внебиржевые контракты, определяющие, какую процентную ставку выплатят (или получат) стороны в определенную дату в будущем по оговоренной условной сумме займа. Ставка, выплачиваемая (или получаемая) на дату исполнения, определяется справочной ставкой,

⁹³ Некоторые производные инструменты имеют очень долгую историю: так, торговля рисовыми фьючерсами в японском городе Осака ведется не первое столетие. Однако развитие современных моделей определения цен на опционы в 1970-х гг. вместе с повышением волатильности и усложнением технологий привело к огромному расширению разнообразия деривативов и объемов их обращения.

⁹⁴ Условной стоимостью называется номинальная стоимость базовых активов производного контракта, при этом фактическая рыночная стоимость самого производного инструмента обычно бывает значительно меньше этой условной стоимости.

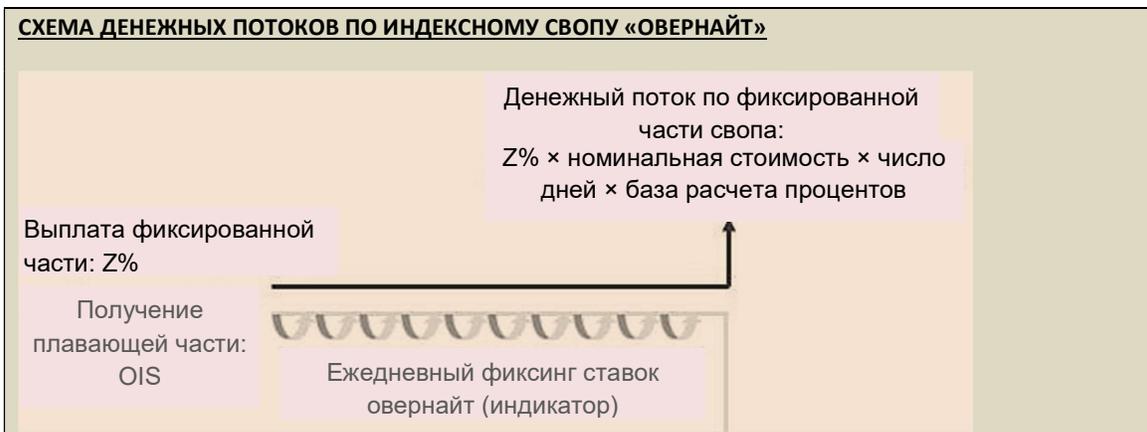
такой как LIBOR. При этом стороны обычно не перечисляют друг другу основную сумму: по окончании срока контракта производится один чистый платеж, представляющий разницу между суммой процентов по справочной ставке и суммой FRA на дату исполнения.

- Процентные свопы (interest rate swap, IRS)— это соглашения между сторонами об обмене доходами по разным процентным ставкам (обычно — о выплате разницы между ставками без обмена самими суммами процентных доходов) на оговоренную условную сумму. Эти внебиржевые инструменты широко используются для управления наличностью и пассивами, для хеджирования риска, а также для спекулятивной торговли. Обмен может осуществляться между фиксированной и плавающей процентными ставками или между двумя плавающими ставками в одной и той же или в разных валютах. Перечисления основной суммы, как правило, не происходит, а производится один чистый «денежный расчет» в каждую дату платежа. Особую важность для активности и развития денежного рынка имеет своп на индекс «овернайт» (OIS) (см. вставку 24, вставку 27 и вставку 28).

Вставка 24. Свop на индекс «овернайт»

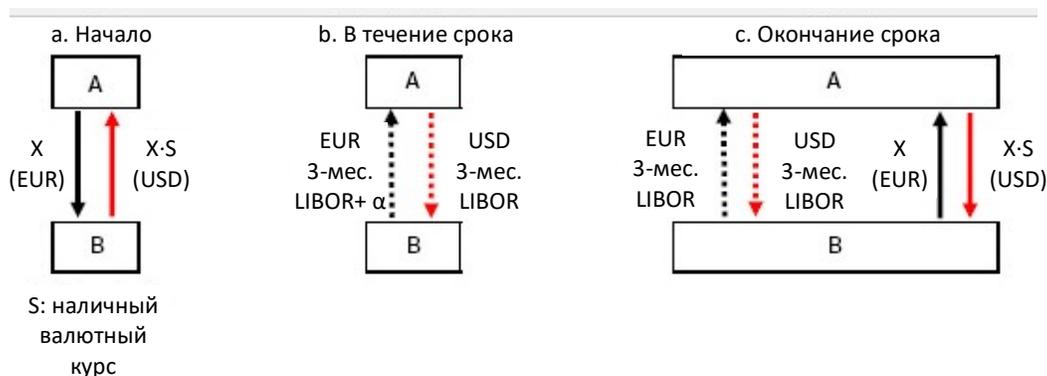
Свop на индекс «овернайт» (OIS) — это процентный свop, имеющий особую важность. В этом свопе плавающая часть определяется сложением однодневных процентных ставок за соответствующий период. Примеры включают OIS на однодневную ставку по федеральным фондам (доллар США) или на евро-процентную ставку EONIA (Евро). Поскольку большинство однодневных процентных ставок тесно связаны с ключевыми ставками, они могут служить важным источником информации об ожидаемом направлении денежно-кредитной политики.

По сути, OIS — это особый тип процентных свопов, привязанный к индексу ставок «овернайт». Однодневные межбанковские операции совершаются намного чаще долгосрочных сделок, и именно поэтому участники рынка обычно считают однодневные индексы более надежными. В свою очередь, OIS, позволяющий банкам обменивать (почти без кредитного риска) ставки «овернайт» на более долгосрочные фиксированные ставки, является мощным инструментом управления чистым процентным риском. В отличие от IRS, привязанных к индексам необеспеченных межбанковских денежных рынков, OIS не включает в себя никакой (или почти никакой) премии за кредитный риск и риск ликвидности межбанковских необеспеченных депозитов. Как чистое отражение ожиданий участников рынка в отношении динамики процентных ставок, OIS может быть для центрального банка полезным инструментом при оценке того, насколько эффективно передается воздействие режима монетарной политики (см. вставку 28). Эти свопы также можно использовать для построения надежной долгосрочной индикативной кривой доходности, особенно на неликвидных рынках (вставка 27).



- Валютно-процентные свопы** подразумевают одновременное предоставление контрагенту займы одной валюты и получение от него другой. В течение срока действия свопа стороны обмениваются процентными ставками по соответствующим валютам: это может быть обмен фиксированной ставки на плавающую, плавающей на плавающую или любая другая оговоренная комбинация. В отличие от процентных свопов, здесь стороны обычно обмениваются и основной суммой. Такие соглашения могут заключаться на весьма долгие сроки и часто используются, чтобы получить доступ к местной валюте для инвестиций или чтобы изменить валюту своих обязательств. Во многих странах с формирующейся и пограничной экономикой валютно-процентные свопы используются иностранными кредитными организациями для хеджирования курсового риска, связанного с выдачей кредитов в местной валюте. Например, валютный фонд TCX специализируется на предоставлении таких инструментов институциональным инвесторам на пограничных рынках.

Рис. 6. Валютно-процентный своп



Источник: БМР, «Основная механика валютных свопов и свопов на бивалютной основе» (BIS – The basic mechanics of FX swaps and cross-currency basis swaps), 2008 г.

- Прочие свопы** : своповый механизм может использоваться для обмена между сторонами их денежных поступлений из любого источника. Рынок свопов растет очень динамично. Среди наиболее распространенных типов — сырьевые свопы (золото, нефть), свопы на

акции, а также кредитно-дефолтные свопы, применяемые для страхования от кредитных рисков.

- Процентные опционы — это производные инструменты, стоимость которых основана на соответствующей процентной ставке. Как и другие опционы, они дают покупателю право (но не обязывают его) исполнить опцион на определенных условиях. Их часто используют для того, чтобы установить верхний или нижний предел процентной ставки.
- Экзотические производные инструменты — это особые вариации, комбинации и сочетания вышеописанных «простых» деривативов. Разнообразие таких инструментов практически бесконечно и включает различные структурированные продукты, свопционы, барьерные опционы, бинарные опционы и т.д.

Вставка 25. Инструменты денежного рынка, выполняющие посредническую функцию для иностранных инвестиций

В небольших странах с формирующейся и пограничной экономикой финансовое посредничество имеет место не только между отечественными вкладчиками и отечественными же заемщиками, но также касается преобразования иностранных сбережений в инвестиции и потребление внутри страны. Национальные денежные рынки играют в этом процессе важную роль.

Предположим, иностранный инвестор желает инвестировать средства в местную экономику и получить адекватное вознаграждение за риск. Этот риск состоит из многих компонентов, предоставляющих иностранному инвестору возможность получения прибыли, и нормально функционирующий денежный рынок помогает иностранцу реализовать эту возможность. К наиболее значимым рискам, с которыми связано инвестирование в страны с пограничной экономикой и развивающиеся рынки, относятся валютный (курсовой) риск, риск конверсии, трансфертный риск, риск банкротства местного контрагента и кредитные риски местных заемщиков (в том числе — правительства).

Проблема состоит в том, что все эти различные риски обычно сгруппированы в одном и том же используемом финансовом инструменте, а инвесторы чаще всего готовы принять на себя только те риски, которыми они хорошо умеют управлять. Например, простая покупка бумаг национального правительства, номинированных в местной валюте, для иностранного инвестора сопряжена одновременно с валютным и кредитным риском. Если денежные и валютные рынки страны работают нормально, они позволяют разделить эти риски на разные составляющие и продать их инвесторам, специализирующимся на данном типе рисков.

Те инвесторы, которые берут на себя только валютный риск, обычно используют валютные форвардные сделки — либо с местным контрагентом, либо на международном рынке на беспоставочной основе (NDF). Те инвесторы, которые осуществляют т.н. «непокрытый процентный арбитраж» (см. главу 6), в дополнение к покупке местной валюты обычно покупают краткосрочные государственные бумаги через местных контрагентов.

Другие инвесторы предпочитают принимать на себя только местные кредитные риски. Их основной баланс составляется в иностранной валюте, но кредитный риск возникает, когда им приходится в процессе деятельности приобретать местную валюту, особенно если правила национальных финансовых рынков препятствуют кредитованию в иностранной валюте. Это означает, что такому инвестору необходимо заключить сделку валютного свопа с местным участником денежного рынка, совершая обмен иностранной валюты на местную валюту на весь срок инвестиции и платя за местную валюту по ценам денежного рынка, но в то же время получая дополнительную процентную маржу от предоставления розничных кредитов местным заемщикам в местной валюте. Тогда валютный риск не реализуется, а прибыль определяется как разница между ставками розничных кредитов и процентной ставкой денежного рынка.

Денежный и валютный рынки предлагают несколько способов для того, чтобы не брать на себя валютных рисков при инвестировании в кредитные риски местной экономики. Один из них заключается в том, что инвестор использует валютный своп с местным коммерческим банком для доступа к ликвидности в местной валюте, которая затем инвестируется в государственные бумаги, ипотечные и корпоративные кредиты или прочие инвестиционные инструменты. Другой путь — конвертировать иностранную валюту в национальную на местном рынке наличной валюты и хеджировать возникший риск через срочную сделку, например, на зарубежном рынке NDF (если он существует).

Таким образом, в денежной экономике ключевым источником средств в местной валюте являются форвардные рынки. Для того, чтобы эти рынки полноценно функционировали, делая возможным эффективный процентный арбитраж, необходимы надежные базовые (или индикативные) ставки денежного рынка (см. главу 6). Многие международные финансовые организации, предоставляющие кредиты в местной валюте, пользуются услугами специализированных зарубежных учреждений по хеджированию валютных рисков, связанных с такими операциями. К ним, например, относится амстердамская организация TCX (The Currency Exchange Fund), специализирующаяся на управлении валютными рисками многих пограничных экономик через валютно-процентные свопы.

Взаимные фонды денежного рынка возникли после того, как реформа нормативно-правового регулирования в развитых странах позволила коммерческим банкам и небанковским финансовым организациям предлагать более широкий ассортимент финансовых продуктов. Взаимные фонды денежного рынка и другие похожие паевые фонды управляются посредниками, предлагающими публике ликвидные активы с низким уровнем рисков. Эти посредники покупают другие активы, характерные для денежного рынка (например, краткосрочные казначейские облигации, коммерческие бумаги и депозитные сертификаты), и «переупаковывают» их в форму, подходящую для розничных инвесторов.

D. Участники денежного рынка

Банки — во многих отношениях самые главные участники рынка. Они по-прежнему играют центральную роль в любой финансовой системе и являются доминирующими финансовыми посредниками во многих странах, в том числе в большинстве развивающихся и переходных экономик. Они создают денежную массу и сбережения (см. вставку 3). Банки — основной канал, через который центробанк может пополнять и изымать ликвидность из системы. Кроме того, они проводят платежи и оказывают множество других необходимых рынку услуг. Коммерческие банки обычно являются самыми крупными игроками в системе. К прочим организациям, принимающим вклады, относятся сберегательные учреждения, кредитные союзы и кооперативные банки. Банки могут быть «универсальными» (предоставляющими широкий спектр услуг), коммерческими (с более ограниченными функциями) и региональными (крупные банки в мировых финансовых центрах) — и все они играют жизненно важную роль на денежном рынке.

Центральные банки выполняют на денежном рынке множество функций. Как «банк для банков», ЦБ получает депозиты от банковской системы, кредитует ее, выступает критическим поставщиком ликвидности и устанавливает многие параметры денежного рынка, определяя уровень обязательных резервов, ключевую ставку и принимая другие решения. Центробанки предоставляют платформу для клиринга и исполнения платежей. Денежный рынок является основной ареной их монетарных операций и проводником воздействия их денежно-кредитной политики. Он также представляет собой важный источник информации для

формирования этой политики. Кроме того, центральные банки могут играть на денежном рынке роль регулятора и действовать как фискальный агент правительства. Они в значительной степени определяют политику валютного курса, что оказывает сильное воздействие на денежный рынок.

Правительства также относятся к ключевым игрокам, в частности, министерства финансов. Они влияют на ликвидность, финансируя государственный бюджет и осуществляя бюджетные операции. Форма, в которой правительства проводят свои операции, можно оказывать серьезное воздействие на объем денежной массы и денежно-кредитную политику (вставка 26). Сделать управление системной ликвидностью более эффективным позволяет единый казначейский счет. В порядке управления государственным долгом правительство выпускает ценные бумаги. Как суверен, оно устанавливает много правил и влияет на многие аспекты работы рынка, в частности, на правовую базу и налоговую политику. С правительством может быть связана и большая часть инфраструктуры рынка, например, коммуникационные сети.

Помимо центральных правительств на рынке также участвуют местные органы власти, государственные предприятия (ГП), государственные агентства (такие как Государственная национальная ассоциация ипотечного кредита («Ginnie Mae»), Федеральная национальная ипотечная ассоциация («Fannie Mae») и Федеральная жилищная ипотечная корпорация («Freddie Mac») в США). Активную роль играют и международные финансовые организации (такие как Всемирный банк и региональные банки развития), в то время как организации в области микрокредитования, выдающие очень небольшие кредиты, мало взаимодействуют с денежными рынками.

Вставка 26. Правительство и денежные рынки

Правительство является важным участником денежного рынка, поскольку оно может способствовать его развитию, расширяя рынок краткосрочных государственных ценных бумаг поскольку оно в наибольшей мере обуславливает волатильность уровня ликвидности. Правительство имеет централизованный счет в центробанке. В краткосрочном плане денежные средства, поступающие на счет правительства в центральном банке, становятся «потерянными» для остальных секторов, включая банковский. Физические и юридические лица расходуют свои депозиты в коммерческих банках на уплату налогов; следовательно, пополнение счета правительства приводит к уменьшению ликвидности и наоборот. Операции правительства, как правило, отличаются большим масштабом (например, решение вопросов госдолга, сбор налогов, расходование средств на крупные проекты, выплата зарплат в государственном секторе и т.п.) и поэтому оказывают большое воздействие на ликвидность. При этом прогнозы правительства часто бывают наименее достоверными. Чтобы смягчить эту проблему, можно перевести счет правительства в банковский сектор или ввести такую систему, при которой излишки выше определенного порога будут предоставляться банкам в кредит, а при недостатке средств на счете они будут автоматически изыматься. Но реализации таких инициатив могут препятствовать институциональные факторы и неготовность к ним правительства.

Часто правительство является крупнейшим дебитором в экономике и регулярно продает государственные ценные бумаги для финансирования своего долга и бюджетного дефицита. Применяя для выпуска бумаг рыночные решения (например, аукционы), правительство может создать первые ростки денежного рынка. Рынок казначейских векселей обычно служит исходной точкой для построения функционального денежного рынка, а затем — кривой доходности. Периодическая эмиссия

однородных казначейских долговых бумаг с достаточной регулярностью и в достаточных масштабах позволяет увеличить ликвидность, а сами ценные бумаги могут использоваться как обеспечение для сделок на межбанковском и других денежных рынках. Кроме того, ставка по казначейским векселям служит первым ориентиром для определения равновесной рыночной процентной ставки.

Наличие развитых и ликвидных денежных рынков способствует уменьшению премии за долгосрочные риски, а это упрощает и удешевляет для правительства заимствование в местной валюте и на длинные сроки. По мере удлинения сроков погашения ценных бумаг и кредитного требования и снижения доходности по ним станут очевидны выгоды уменьшения рискованной премии (снижение процентных расходов), и правительство будет иметь стимул поддерживать политику, направленную на снижение рискованной премии и поддержание ее на стабильно низком уровне. Кроме того, рынок долгосрочных государственных ценных бумаг с фиксированным доходом делает управление госдолгом менее чувствительным к скачкам ликвидности и временным (глобальным) кризисам на рынках благодаря уменьшению риска непродления кредитов, что в свою очередь способствует бюджетной устойчивости и финансовой стабильности. Наконец, существование рынка долгосрочного ипотечного кредитования оказывает стабилизирующее воздействие на налогово-бюджетную политику, смягчая циклы бумов и спадов в госрасходах, поскольку ипотечные ставки имеют значение для широких масс электората и в демократической системе способны стать важной переменной в политических дебатах.

Небанковские финансовые посредники — это финансовые организации, которые не имеют лицензии на предоставление полного спектра банковских услуг, но своей деятельностью дополняют или заменяют банки. Они активно выступают на денежных рынках и как заемщики, и как кредиторы, и включают компании-держатели ценных бумаг, компании по управлению активами, страховые, финансовые компании, а также разнообразные фирмы, обслуживающие преимущественно розничный сегмент (см. вставку 21 о теневых банковских услугах). Под эту категорию подпадают многие другие организации, перечисленные в этом разделе.

Дилеры и брокеры играют важную роль в функционировании денежного рынка. Дилеры обеспечивают ликвидность как формальные или неформальные маркет-мейкеры, продавцы или гаранты размещений ценных бумаг. Брокеры не участвуют в торговле от своего имени, но упрощают сделки как посредники между покупателями и продавцами.

Нефинансовые организации обычно действуют не в роли посредников, а от своего имени, когда им необходимо получить кредит или инвестировать избыточные средства, или вообще в порядке управления денежными потоками. Для пополнения оборотного капитала и других краткосрочных нужд они выходят на рынок коммерческих кредитов, выпускают коммерческие бумаги и банковские акцепты или привлекают финансирование под залог своих активов, например, дебиторской задолженности. При наличии свободных избыточных средств они могут пользоваться разнообразными инструментами денежного рынка. Для финансирования международной торговли (импортно-экспортных операций) применяются специализированные сделки, в том числе аккредитивы и документарные аккредитивы. Многие нефинансовые корпорации осуществляют финансовое посредничество в лице своих дочерних компаний — первоначально для поддержки своей основной деятельности. Ярким примером здесь служит автомобилестроительная промышленность.

Население (физические лица) тоже играют заметную роль как поставщики средств на денежный рынок, открывая банковские депозиты и инвестируя в ценные бумаги или договорные механизмы, такие как взаимный фонд денежного рынка.

Компании по управлению активами используют денежный рынок для регулирования денежных потоков, поддержания ликвидности и контроля над финансовыми рисками и для этого часто прибегают к процентным деривативам (например, фьючерсам, FRA) и другим производным инструментам. Для различных целей они также участвуют на рынке репо.

Регулирующие/надзорные органы оказывают непосредственное и значительное воздействие на развитие и поведение рынка, т.к. они буквально устанавливают правила, по которым работают рынки. Регулирующие органы — это государственные учреждения, подчиненные либо центральному банку, либо правительству, но заслуживают отдельного обсуждения благодаря своей решающей роли на рынке. Если регулятор подчинен центробанку, то следует тщательно отделять его надзорные функции от функций проведения денежно-кредитной политики, в том числе организационно. Деятельность банков строго регулируется — часто центробанком, а иногда отдельным органом банковского надзора, — и сильно зависит от регулятивных решений в области достаточности капитала, минимальных требований к ликвидности, соотношения собственных и заемных средств и пр.⁹⁵

Направления регулирования часто включают как пруденциальный надзор, так и контроль за соблюдением деловой этики, а эти задачи не всегда совпадают. Пруденциальный надзор нацелен на обеспечение стабильности как отдельных организаций, так и финансовой системы в целом. Правила ведения бизнеса устанавливаются для защиты потребителей путем предотвращения недобросовестной деловой практики и конфликтов интересов, поощрения прозрачности, полного раскрытия информации и честной конкуренции. Организационные структуры надзора в разных странах различаются, но обычно помимо банковского регулятора существует еще один (или не один) регулирующий орган, отвечающий за рынки капитала, фондовые биржи, страховые компании и других небанковских финансовых посредников. Если действует система страхования вкладов, то также есть отдельное агентство.

В последние годы во многих странах были созданы комитеты или советы по финансовой стабильности (FSB) с различными структурами и полномочиями, осуществляющий общий мониторинг стабильности финансовой системы. Надлежащая структура регулирующих учреждений — это предмет напряженных дискуссий, которые пока не привели к общепринятым выводам. Поскольку эти органы формировались со временем в постоянно меняющихся условиях, их структуры часто сложны, а сферы компетенции и ответственности неясны и частично совпадают.

Отраслевые объединения, такие как Международная ассоциация рынков капитала и Международная ассоциация по свопам и деривативам, играют важную роль в финансовом образовании и продвижении стандартов и передовой практики. В небольших странах, особенно с формирующейся экономикой, отраслевые ассоциации, например, местные отделения Ассоциации финансовых рынков (Association Cambiste Internationale, ACI) играют роль координатора финансового сектора. Многие объединения работают под эгидой регулирующих органов. Так, Консультативный комитет инвесторов по финансовым рынкам и Валютный комитет действуют при Федеральном резервном банке Нью-Йорка, а Лондонский

⁹⁵ В ответ на расширяющуюся глобализацию и интеграцию финансовых рынков также усиливается роль международного регулирования. К примерам относятся базельские нормативы минимальной достаточности капитала и предлагаемые стандарты «Базель-III» в отношении показателей краткосрочной ликвидности и стабильного фондирования.

совместный постоянный валютный комитет — при Банке Англии. Не имея формальных полномочий по регулированию или определению политики, они, тем не менее, играют значимую роль на рынке, как и другие «саморегулируемые» группы.

Операторы инфраструктуры, поддерживающей функционирование денежного рынка, — не столь заметные, но необходимые участники рынка. К ним относятся организаторы торговли (например, операторы биржевых площадок), учреждения, обеспечивающие расчеты, клиринг и хранение (такие как Депозитарная трастовая и клиринговая корпорация (DTCC) в Нью-Йорке, Лондонская клиринговая палата (LCH), Euroclear, Clearstream и их местные аналоги), операторы платежных систем и другой необходимой инфраструктуры (такой как система SWIFT для передачи финансовых сообщений).

Рис. 7. Структура финансового рынка



Е. Операции и функции

На денежном рынке создаются денежная и кредитная масса (см. вставку 19). Благодаря этому он занимает центральное место в финансовой системе. На нем осуществляется управление ликвидностью, осуществляются операции с ней, а также определяется ее цена. Это создает основу и платформу для всех жизненно важных функций рынка.

Денежно-кредитная политика проводится с помощью операций центрального банка. Через денежный рынок работают косвенные инструменты, такие как обязательные резервы, операции на открытом рынке и операции постоянного действия.

На денежном рынке применяется **платежная система**. Центральный банк должен гарантировать эффективную работу платежной системы, которая является неотъемлемой

частью современной экономики. Важно обеспечивать достаточную ликвидность в платежной системе — как системную, так и для каждого участника.

Через денежный рынок проходит значительная часть **государственных финансовых потоков**. Сюда входят как налогово-бюджетные операции (расходование бюджета и сбор налогов), так и операции по управлению государственным долгом, включая выпуск казначейских долговых ценных бумаг.

Краткосрочные кредиты и сбережения также создаются, передаются, трансформируются, размещаются, продаются и распределяются на денежном рынке. Ключевую роль в предоставлении кредитов играют банки. Кроме того, существенное (и во многих странах растущее) значение имеют другие финансовые организации.

На денежном рынке осуществляется **управление денежной наличностью**. Финансовые и нефинансовые организации используют широкий спектр инструментов и площадок денежного рынка для управления оборотным капиталом, устранения финансовых брешей и удовлетворения своих потребностей в ликвидности. Также на денежном рынке в значительной степени финансируется и осуществляется международная торговля.

Денежный рынок позволяет удовлетворять **инвестиционные** нужды. Денежные средства и их эквиваленты входят в состав многих инвестиционных портфелей — как для покрытия действительных или потенциальных потребностей в ликвидности, так и для обеспечения диверсифицированной структуры активов. Инструменты денежного рынка могут быть основными для портфелей, управляемых с коротким временным горизонтом. Важными инструментами управления портфелем являются, среди прочего, банковские депозиты, ДС, казначейские векселя, СР и производные инструменты. Инвестиции на денежном рынке различаются по принципам владения: возможно длительное владение (до погашения), пролонгация (продление срока) или активное управление исходя из нужд инвестора и развития ситуации на рынке. Кроме того, при управлении долгосрочными портфелями (или обязательствами) нередко используются инструменты денежного рынка, позволяющие регулировать такие важные параметры, как срок погашения, с помощью соглашений о будущей процентной ставке (FRA), процентных свопов и фьючерсов.

Денежные рынки регулярно используются для **управления рисками** всех видов. Многие типы финансовых рисков могут контролироваться — и контролируются с помощью инструментов денежного рынка. Процентные деривативы и другие контракты позволяют балансировать денежные потоки, выравнять обязательства и хеджировать финансовые риски. Многие другие инструменты управления рисками, хотя сами и не относятся к инструментам денежного рынка, но торгуются на денежном рынке и тесно интегрированы с ним. Примерами таких ценных бумаг являются свопы кредитного дефолта (CDS), товарные фьючерсы и производные долевые инструменты.

Г. Индикативные (ориентирные) межбанковские ставки

Индикативные ставки нужны для целей статистики, оценки стоимости и бухгалтерского учета, а также служат ориентирами при заключении финансовых и других договоров. Они делают рынок более прозрачным, позволяют улучшить контроль и соответствие нормативным

требованиям, помогают при хеджировании и управлении рисками и, следовательно, способствуют уменьшению системных рисков. Если они отражают чистые процентные ставки внутреннего рынка и не искажаются валютными факторами (как в случае индексов, основанных на вмененных процентных ставках, рассчитанных из валютных свопов), эти индикаторы иногда помогают центральным банкам отслеживать эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Это важные элементы для развития рынков капитала, особенно производных инструментов и способов хеджирования рисков.

Индикативные ставки отличаются от ставок центробанка, которые характеризуются некоторой ограниченностью и не всегда своевременно отражают рыночную конъюнктуру. Те индикативные ставки, которые появились в частном секторе, обычно отображаются в финансовых информационных системах, таких как Reuters и Bloomberg. Регуляторы и участники рынка пристально следят за развитием событий, в том числе за всеми аспектами работы рынка, т.е. смотрят не только на курсы и ставки, но также на объемы торгов, волатильность, тенденции и другие параметры.

Определение ориентирных ставок для широкого спектра ценных бумаг и контрактов — это особо важная функция денежного рынка. Большинство долговых инструментов с переменной ставкой периодически переоцениваются исходя из текущих краткосрочных ставок. На оговоренной между сторонами индикативной ставке основаны многие производные инструменты: например, FRA и процентные свопы. Для контрактов с различными сроками и валютами эта роль закрепилась за ставкой LIBOR (лондонская межбанковская ставка предложения). Ставка LIBOR рассчитывается по котировкам крупных банков, т.е. основана не на фактически заключенных сделках. Ввиду своей величины, ликвидности и достаточной однородности лондонский межбанковский рынок был удобен для установления индикативных ставок. Их ежедневно устанавливаемые значения выступали ориентиром для депозитов, займов, ипотечных кредитов, ценных бумаг, производных инструментов и других соглашений на триллионы долларов. Свои индикативные ставки возникли и в других финансовых центрах: HIBOR в Гонконге, SIBOR в Сингапуре, EURIBOR для зоны евро, PIBOR в Париже и пр.

С тех пор, как после наступления мирового финансового кризиса выявились факты манипуляций и сговоров между банками-участниками при установлении ставок LIBOR, было выдвинуто несколько предложений по созданию альтернативной ориентирной ставки, но осуществимой и практичной альтернативы до сих пор не найдено⁹⁶.

У стран с формирующейся и пограничной экономикой часто нет ни достаточно ликвидного рынка, ни достаточной прозрачности цен для создания индикативных ставок для кредитов определенной срочности. В новых рекомендациях Международной организации комиссий по

⁹⁶ Первоначально ставки LIBOR устанавливались отраслевым объединением — Британской банковской ассоциацией (BBA), но в свете недавнего скандала право на управление ставкой перешло частной небанковской организации ICE Benchmark Administration. LIBOR рассчитывается для пяти основных валют и семи типов срочности кредитов — от однодневного до 12-месячного. Свои котировки направляют 11–18 банков (в зависимости от валюты и срока кредита). В 2013 г. стало известно о тайных соглашениях и манипуляциях при установлении этих ставок. Расследование еще продолжается, в т.ч. на предмет уголовных правонарушений, и несколько влиятельных банков отстранили или уволили определенных сотрудников и подверглись крупным штрафам.

ценным бумагам (IOSCO), составленных как часть «принципов для финансовых индикаторов», указано, что в идеале индикаторные ставки должны быть связаны с ликвидным рынком. В формирующихся экономиках это всегда было трудно осуществить, так как в них редко существовали активные рынки долгосрочных необеспеченных межбанковских операций. В таких странах осуществлялось немало безуспешных попыток создания индикативных ставок для денежных рынков, которые могли бы стать фундаментом для развития рынка долгосрочных процентных свопов. Безуспешность этих инноваций объясняется несколькими причинами, среди которых можно упомянуть следующие:

- индикативная ставка не связана с самой активной частью межбанковского рынка;
- индикативная ставка не отражает фактические рыночные ставки;
- существует слишком высокий кредитный риск контрагента и риск ликвидности;
- банки опасаются того, что повышение прозрачности приведет к снижению их рентабельности.

При любых попытках создания индикативной ставки необходимо иметь в виду, что такие индексы приносят пользу лишь при наличии у участников рынка уверенности в том, что они действительно отражают те ставки, по которым банки заключают сделки друг с другом. Как минимум, ориентирные ставки должны быть основаны на понятных правилах расчета, включая прозрачные процедуры и положения для периодов повышенной волатильности или стресса на рынках. Кроме того, они должны публиковаться достаточно регулярно и быть легко доступными, чтобы ими можно было непрерывно пользоваться для установления и сверки цен контрактов. Участники рынка должны понимать, чем определяется индекс, и быть способны хеджировать существующие у них риски изменения этого индекса. Наконец, необходим надлежащий контроль над ориентирными ставками для предотвращения злоупотреблений и ошибок. Определение и параметры индекса, разумеется, зависят от специфики конкретной страны и рыночных условий.

В многих странах с формирующейся и пограничной экономикой установлению индикативных ставок (разнообразных ХХ-боров) способствовал авторитет центрального банка. Он имел наилучшие возможности, чтобы осуществлять необходимый надзор и организационную работу для создания таких ставок. После того, как ориентирная ставка получала широкое признание, функции по ее расчету часто переходили к частному сектору.

Центральный банк также играл важную роль в установлении надежных однодневных индексов на основе фактически заключенных сделок. Центробанк довольно легко рассчитывает индикативную ставку по межбанковским кредитам «овернайт», взяв средневзвешенное значение по всем операциям между банками, проведенным в течение данного дня, поскольку все эти сделки проходят через их депозитные счета в центробанке. Главным образом, именно надежность таких однодневных индексов делает их более привлекательными по сравнению с традиционными ставками, основанными на котировках банков. Данный тип индикатора можно использовать при построении достоверной долгосрочной ориентирной кривой доходности (вставка 27).

Вставка 27. Курсы свопов на индекс «овернайт» как индикативная ставка денежного рынка в развивающихся странах

Одной из инноваций, давно предлагаемых ЕБРР, является разработка некоей комбинации рыночных котировок свопов на индекс «овернайт» (OIS, overnight indexed swap) с фиксингами по OIS для различных сроков (например, одна неделя, один месяц, три месяца и шесть месяцев). Если эти кратковременные фиксинги рассматриваются как достоверные и устойчивые отражения рыночных ожиданий в отношении базовой ставки по соответствующему сроку, то их можно использовать в качестве плавающей «ноги» для более долгосрочных процентных свопов.

Преимущества использования данной методики по сравнению с «классической» межбанковской индикативной ставкой проявляются в следующем:

1. ставка «овернайт» активно торгуется на межбанковских рынках во всех развитых и формирующихся экономиках.
2. OIS — это рыночный инструмент с низким кредитным риском контрагента.
3. краткосрочный OIS представляет собой сделку, которую можно «собирать» и «разбирать», то есть «реплицировать».
4. фиксинг можно осуществлять на основе требования обязательного предоставления котировок всеми участниками даже при отсутствии торговых лимитов у их контрагентов.
5. для фиксинга нет необходимости учитывать цену риска ликвидности.
6. для фиксинга курса нет необходимости учитывать кредитный риск системы в целом.

Ставка «овернайт» активно торгуется на всех межбанковских рынках. Во всех странах, где существует рынок однодневных кредитов, он является необеспеченным рынком. Поэтому однодневная ставка применяется в наибольшем количестве сделок, и ее средняя величина за день (особенно в режимах таргетирования инфляции) является относительно стабильной переменной, тесно связанной с ключевой ставкой центрального банка.

OIS — это рыночный инструмент с низким риском контрагента. По сравнению с необеспеченным депозитом сделка OIS подвержена минимальному контрагентскому риску. Она позволила добиться от участников рынка (в таких странах, как Россия) обязательств заключать сделки друг с другом, а также предлагать клиентам продукты на основе ставок OIS. Это способствовало увеличению объемов торговли между участниками рынка. Если правовая система поддерживает взаимозачеты (неттинг), то уровень контрагентского риска может быть снижен еще больше. Кроме того, OIS — это идеальный инструмент для централизованного клиринга, а это может в конечном счете привести к исчезновению дифференциации контрагентов при формировании цен, так как сама торгуемая ставка должна быть свободной от кредитного риска, не зависящей от контрагента.

Краткосрочный OIS представляет собой сделку, которую можно «собирать» и «разбирать», иными словами «реплицировать». Учитывая, что коммерческие банки активно участвуют на однодневном рынке, они могут воспроизводить сделку OIS, совершая обмен не только ставками, но и фактическими денежными потоками. В результате ценообразование осуществляется путем эффективного арбитража, на который должны влиять только ожидания участников, а не позиция или размер соответствующей сделки. Таким образом, цены должны устанавливаться на основе относительно небольших спредов между ценой покупки и продажи независимо от активности торговли на самом рынке OIS.

Фиксинг можно осуществлять на основе требования обязательного предоставления котировок всеми участниками даже при отсутствии торговых лимитов у их контрагентов. На формирующихся рынках одной из проблем с обновлением справочной ставки и дисциплиной объявления цен бывает отсутствие соответствующей торговой активности и кредитных линий между

контрагентами, которые позволяли бы создавать эффективные дисциплинирующие механизмы среди банков, участвующих в установлении индикативной ставки. Но поскольку OIS является краткосрочным производным инструментом, он несет гораздо меньше рисков, чем денежный инструмент. Это намного облегчает «приучение» банков к обязательному котированию своих ставок при определении фиксингов на различные сроки.

При определении фиксинга нет необходимости учитывать цену риска ликвидности. В странах с формирующейся экономикой цена ликвидности может значительно различаться. Периоды дефицита и избытка ликвидности бывает трудно прогнозировать, что делает цену срочных необеспеченных сделок на денежном рынке зависимой от большего количества переменных, чем простые ожидания будущих процентных ставок. Часто это приводит к тому, что кривая доходности денежного рынка становится более наклонной, чем если бы она была основана на ожидаемых ставках. Напротив, производный инструмент не связан с факторами ликвидности и, следовательно, дает «чистую» информацию о цене.

При определении фиксинга нет необходимости учитывать кредитный риск системы в целом. Одним из уроков кризиса 2008–2009 гг. стало то, что индикативные ставки, основанные на необеспеченных межбанковских операциях, могут скорее служить показателем состояния финансовой системы в целом, нежели отражать чистые ожидания динамики процентных ставок. Это потенциально сигнализирует о системном риске но, в то же время, вызывает беспокойство, поскольку данное положение дел может вводить индикативную ставку в самосбывающуюся негативную спираль. Поэтому большое преимущество имеет использование такой системы определения индикативных ставок, которая не отражает этих рисков, — например, сделок OIS.

Развитие OIS зависит от существования денежного рынка однодневной ликвидности с достаточным спросом и предложением, оборотами и активностью участников. Тогда развитие фиксинга OIS, как правило, осуществляется в несколько этапов: (i) обеспечение целостности данных и получение надежного индекса ставок «овернайт»; (ii) развитие национальной инфраструктуры, необходимой для формирования срочного рынка, если ее еще нет (документация, правовой статус, налоговый режим); (iii) развитие рынка OIS с появлением предложения и спроса на такие свопы (начиная с недельного срока и двигаясь до трех месяцев и, если возможно, к еще более длинным срокам); (iv) создание фиксинга на те сроки, на которые участники рынка заключают сделки OIS.

ЕБРР успешно продвигал эту методику при построении надежной ориентирной кривой доходности на российском денежном рынке в 2013–2014 гг. Создание индекса ROISfix позволило банку приступить к выстраиванию устойчивой платформы, на которой он выпускал облигации в местной валюте с привязкой к данному индексу. Это также создало условия для предоставления клиентам кредитов, привязанных к индексу ROISfix, и активизировало торговлю на соответствующем рынке OIS. Эта инициатива была признана весьма полезной для развития денежного рынка в России.

Глава 6. Технические аспекты денежного рынка

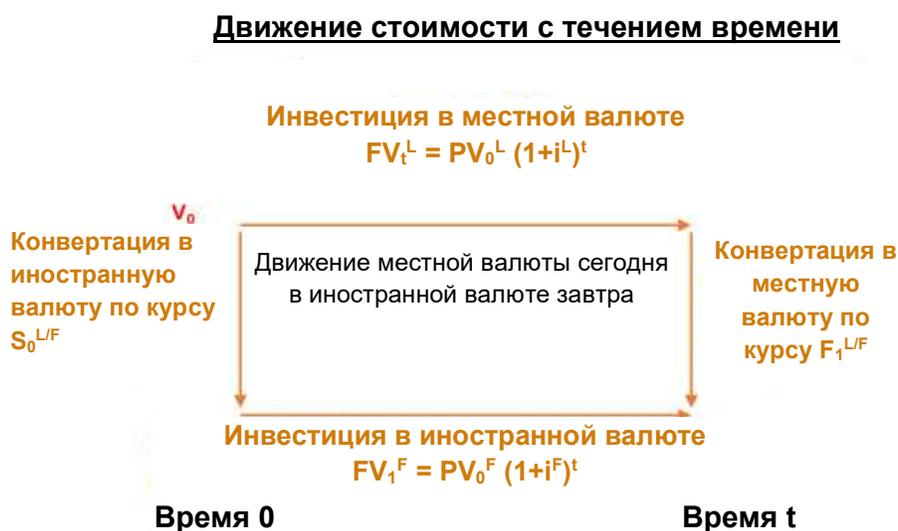
Покрытый паритет процентных ставок

Отношение между процентными ставками на национальных и зарубежных денежных рынках формирует один из ключевых компонентов международного финансирования, известный как «покрытый процентный паритет». Благодаря возможностям арбитража между внутренними и иностранными процентными ставками, курс валютного свопа («форвардные пункты») между

двумя валютами всегда определяется разницей процентных ставок между данными валютами за соответствующий период, выраженным в терминах валютного курса⁹⁷. Арбитражные операции поддерживают денежные рынки разных стран в строгом и легко рассчитываемом соотношении, основанном на процентных ставках денежных рынков и конъюнктуре рынков соответствующих валют. В противном случае можно было бы получать безрисковый доход, играя на любых расхождениях. Это подразумевает, что при отсутствии контроля над движением капитала, существует эквивалентность между осуществлением краткосрочных финансовых операций на локальном денежном рынке и сделками по купле-продаже средств на валютном рынке. Депозит (или кредит) можно предоставить либо на денежном рынке национальной валюты, либо синтетически используя наличные и форвардные валютные курсы и иностранный денежный рынок (см. рис. 8).

Это важное соотношение позволило рынку валютнообменных операций плотно интегрироваться в денежные рынки, обеспечивая для рынков дополнительные пути развития и повышения эффективности. Поскольку форвардные валютные курсы выражают разницы процентных ставок, они дают информацию о будущем. Но эта информация различается в зависимости от режима валютного курса. В режиме фиксированного курса это отношение будет отражать ожидания будущих изменений валютного курса, поскольку валютная политика будет иметь преобладающее влияние на рынках. С другой стороны, в режиме плавающей ставки они отражают ожидание будущей динамики процентных ставок. Это позволяет получить форвардную кривую доходности, которая может затем поддержать развитие рынка ставок «форвард-форвард» и рынка FRA (соглашения о будущей процентной ставке).

Рис. 8. Стилизованный пример движения стоимости с течением времени между валютами



⁹⁷ На практике должны учитываться рыночные «силы трения», такие как транзакционные издержки, различия в кредитовании, налогообложение и пр.

Вставка 28. Денежный рынок как источник информации

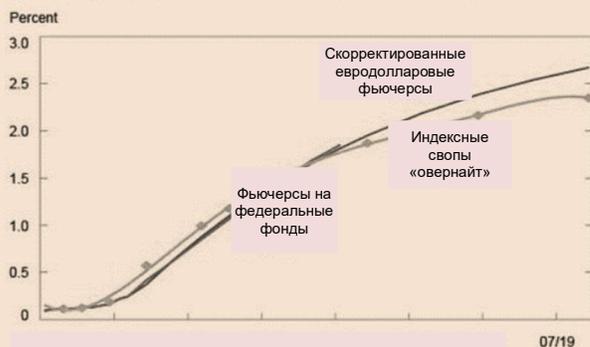
Эффективные денежные рынки можно использовать как источник важной информации об ожиданиях рынка в отношении инфляции, будущей траектории краткосрочных ставок или степени стресса на рынке.

Характер информации, которую можно получить, в большой степени зависит от денежно-кредитной политики и режима валютного курса. Например, если режим ориентирован преимущественно на внешнеторговую ценовую стабильность, фиксацию или таргетирование валютного курса, то, скорее всего, ценообразование и ценовые ожидания на денежном рынке будут обусловлены событиями на валютном рынке, а цены денежного рынка будут определяться рынком валютных свопов. И наоборот, если режим денежно-кредитной политики ориентирован на стабильность внутренних цен (например, режим инфляционного таргетирования), тогда ценообразование на денежном рынке (и на рынках OIS) с большей вероятностью будет обусловлено инфляционными ожиданиями и связанными с ними изменениями в монетарной политике. Таким образом, необходимо учитывать соответствие между режимом денежно-кредитной политики и сигнализирующей функцией денежных рынков в отношении долгосрочных ожиданий.

Центральные банки, работающие в режиме гибкого валютного курса и использующие процентные ставки денежного рынка в качестве основного инструмента, как правило, бывают наиболее заинтересованы в извлечении информации о предполагаемой или ожидаемой траектории будущих краткосрочных процентных ставок из кривой доходности (рис. 9). Для этих целей они в основном используют цены на различные процентные деривативы. Фьючерсы на федеральные фонды (FED Fund Futures), FRA, OIS и евродолларовые фьючерсы (Eurodollar) основаны на будущей траектории краткосрочных ставок, которые связаны с процентными ставками центробанка. Соответственно, будущие изменения ключевых ставок отражаются в цене таких деривативов. При этом необходимо делать корректировки на премии за риск, уровень ликвидности, премии за долгосрочность и т.п.

Рис. 9. Ожидаемая рынком траектория эффективной ставки по федеральным фондам (Fed Funds Rate)

Ожидаемая рынком траектория эффективной ставки по федеральным фондам (Fed Funds Rate)



Источники: Bloomberg, собственные расчеты авторов

Источник: Liberty Street

Для получения объективной оценки центральным банкам необходимо вычислить, какие премии за долгосрочность содержит кривая доходности. Динамика колебаний премии за риск пока недостаточно изучена. Тем не менее, разумной отправной точкой для измерения ожидаемого уровня процентных ставок на основе кривой доходности представляется гипотеза ожиданий. Ведь чем короче горизонты

операций на денежном рынке, тем, как правило, ниже и стабильнее является премия за долгосрочность.

Премия за долгосрочность отражает различные виды рисков, за которые инвестор должен получить компенсацию: риск дефолта или кредитный риск (как описано выше), риск длительности до погашения (риск дюрации) и риск ликвидности. В финансовой прессе упоминается много других рисков премий, но можно рассматривать их как частные случаи перечисленных трех типов. Например, страновой или курсовой риск — часть риска дефолта. Риск дюрации обусловлен тем, облигации с большим сроком погашения более чувствительны к колебаниям процентной ставки. Риск ликвидности связан с потенциальными убытками в том случае, если инвестор захочет быстро продать свои инвестиции, чтобы использовать деньги для других целей.

Помимо среднего значения ожидаемых краткосрочных процентных ставок денежные рынки также могут дать информацию о распределении этих ожиданий. Так, на рис. 10 показано, как с помощью опционов можно не только определить среднее значение ожиданий, но и узнать кое-что об их распределении.

Рис. 10. Ожидаемая рынком траектория и неустойчивость трехмесячной ставки LIBOR



Источник: Liberty Street

Еще одной разновидностью информации, регулярно получаемой центробанками из кривой доходности денежного рынка, являются инфляционные ожидания. Согласно уравнению Фишера, номинальную процентную ставку можно разложить на два компонента: реальную процентную ставку (или ожидаемую доходность) и ожидаемый темп инфляции. Для центральных банков, работающих в режиме инфляционного таргетирования, эта формула критически важна, так как позволяет извлекать из кривой доходности информацию об инфляционных ожиданиях участников рынка. Для этого им необходимо иметь надлежащую оценку ожиданий в отношении реальной процентной ставки. Обычно ее получают из облигаций, индексируемых по инфляции (если таковые выпускаются), доходность по которым довольно точно указывает на ожидаемый уровень реальных процентных ставок. Используя эти

реальные ставки вместе с номинальной доходностью облигаций, можно вычислить так называемый «безубыточный уровень инфляции».⁹⁸

Наконец, как уже отмечалось, спред между курсом OIS и ставкой LIBOR является важным индикатором не только ожидаемого курса денежно-кредитной политики, но и уровня кредитного риска в банковской системе. Поскольку индексные свопы «овернайт» не имеют (или почти не имеют) кредитного риска, спред между OIS и межбанковской процентной ставкой (в частности, ставкой LIBOR) — это практический показатель рисков, связанных с кредитованием банков, и состояния ликвидности на рынке (рис. 11).

Рис. 11. Использование спреда OIS –LIBOR для оценки уровня стресса на денежном рынке



Источник: <http://thismatter.com/money/derivatives/overnight-index-swaps.htm>

Непокрытый процентный арбитраж

Покрытый паритет процентных ставок обеспечивает равенство доходности в разных валютах в случае хеджирования курсового риска. Непокрытый процентный арбитраж («керри-трейд») позволяет инвесторам увеличивать доходность, исключая хеджирование и оставляя на позиции непокрытый валютный риск. Техника таких операций проста: она заключается в получении кредитов в одной валюте под низкий процент и инвестировании в другой валюте с высокой процентной ставкой без хеджирования риска того, что обменный курс изменится не в пользу инвестора. Эта тактика может быть (и бывает) прибыльной, но за счет значительных рисков. Хотя инвестор зарабатывает на разнице между процентными ставками в юрисдикциях двух разных валют, неблагоприятное изменение соответствующих обменных курсов может приводить к серьезным убыткам. Тем не менее, тактика «керри-трейд» весьма популярна — особенно у японских инвесторов, и на нее часто приходится большие объемы притоков и оттоков капитала на формирующихся и пограничных рынках.

⁹⁸ Однако эмпирические проверки не подтвердили объективность этих оценок инфляционных ожиданий, что объясняется присутствием варьирующейся со временем премии за инфляционный риск. Тем не менее, уравнение Фишера всё же можно использовать для оценки инфляционных ожиданий, которые для центрального банка, осуществляющего инфляционное таргетирование, служат показателем доверия. Следует также отметить, центробанкам важен не только ожидаемый темп инфляции, но и его ожидаемая волатильность, а она напрямую связана с премией за инфляционный риск.

Вычисление доходности

Для расчета доходности и предложения ставок используется несколько разных систем. К основным факторам вычисления краткосрочной доходности относятся начисление процентного дохода (дисконта, купона и т.п.), календарные базы расчета (360 дней в году, 365 дней, фактическое количество дней и пр.) и методы расчета сложных процентов (капитализации процентов по окончании периода или внутри него). По ряду причин наиболее логичным общим знаменателем для определения краткосрочной доходности может служить доходность операций на денежном рынке или доходность эквивалента депозитных сертификатов, которая описывается следующим уравнением:

$$\left(\frac{RP+C}{PP+A} - 1 \right) * \frac{360}{I.P.}$$

RP = цена погашения

PP = цена покупки

C = проценты к уплате

A = начисленные проценты

IP = инвестиционный период в фактических днях

Эта формула является наиболее распространенной для вычисления доходности инвестиций сроком в пределах одного года. Кроме того, она интуитивно понятна и относительно свободна от усложняющих допущений и ограничений.

Календарные базы расчета процентов

При любом вычислении доходности необходимо взять две базы расчета: количество дней, за которое начисляется процент (или количество дней владения дисконтной ценной бумагой), и количество дней, на которое делится объявленная условная процентная ставка (для номинальных годовых ставок это подразумеваемое количество дней в году.) В разных методах год принимается за 360 дней (т.е. объявленная ставка делится на 360), 365 дней, а иногда и фактическое число дней (т.е. в високосный год — 366 дней). Например, при использовании метода, основанного на 360 днях в году (иногда он называется «конвенцией денежного рынка» или «европейской базой расчета»), инвестор, владеющий активом в течение всего 365-дневного календарного года, фактически зарабатывает чуть больше, а именно объявленную процентную ставку, помноженную на 365/360 или на 1,01388.

При выпуске инструментов денежного рынка обычно оговаривается, что платежи по ним и выплаты основной суммы выполняются в официальные рабочие дни («дата зачисления платежа»). Однако при длинных сроках погашения первоначальные даты платежей иногда выпадают на выходные или праздничные дни (более того, выходные дни могут объявляться неожиданно). Фактические платежи производятся в соответствии с действующей рыночной конвенцией — обычно они откладываются до следующего официального рабочего дня.

Депозиты и депозитные сертификаты

Депозиты и ДС по определению предлагаются на условиях денежного рынка и не требуют никаких дополнительных корректировок, кроме внутренних депозитов и сертификатов сроком дольше шести месяцев, проценты по которым выплачиваются раз в полгода. В таком случае нужно сделать корректировку на годовую доходность.

Инструменты с дисконтированным номиналом (краткосрочные казначейские облигации, банковские акцепты, коммерческие бумаги)

Хотя на рынке принято предлагать дисконт к номинальной стоимости таких инструментов, нельзя не заметить, что это лишь механизм ценообразования, не имеющий практически никакой пользы как показатель их действительной доходности. К счастью, рынок давно это понял, и широко распространенный способ объявления «облигационного эквивалента» или «полугодовой» доходности таких бумаг позволяет точно измерять их реальную доходность на полугодовой основе исходя из 365 дней в году. Облигационный эквивалент можно использовать без корректировок при сравнении таких бумаг с облигациями правительства США и другими похожими инструментами, в том числе для основной цели — построения кривой доходности по казначейским обязательствам. Для пересчета эквивалентной доходности казначейских векселей в доходность денежного рынка нужно выполнить только простую корректировку базы расчета процентов ($\frac{360}{365}$), а для инструментов со сроком более шести месяцев — еще пересчитать полугодовую доходность (сравнимую с купонными ставками) в годовую (как на международных денежных рынках). Следует отметить, что поскольку у дисконтных инструментов срок погашения никогда не приходится на нерабочий день, в корректировке на возможные выходные дни нет необходимости. Кроме того (к некоторому удивлению) при вычислении эквивалентной доходности по краткосрочным облигациям используется такой же метод начисления сложных процентов, что и при расчете доходности денежного рынка, так что поправок на это делать не нужно (как в случае пересчета купона). В этом смысле эквивалентная доходность по краткосрочным казначейским обязательствам является лучшим показателем реальной доходности, чем доходность облигаций, которую она призвана имитировать.

(1) Доходность денежного рынка (годовая или евробаза)

$$\left(\frac{RP+C}{PP+A} - 1 \right) * \frac{360}{I.P.}$$

где:

RP = цена погашения

PP = цена покупки

C = проценты к уплате

A = начисленные проценты

IP = инвестиционный период в фактических днях

Привлекательность этой формулы расчета заключается в ее простоте и широкой применимости. Это самый распространенный способ вычисления доходности на денежных рынках. Как видно из формулы, для нее просто берется ставка доходности за период владения и пересчитывается в годовую на основе простых процентов и 360 дней в году (как принято на денежных рынках). Возможности начисления сложных процентов в ней не учитываются. Инструменты, номинальная ставка которых объявляется по другой конвенции, можно таким образом приводить к условиям денежного рынка для простоты сравнения. См. рис. 11.

(2) Накопленные проценты

$$A. Y_a = \left(1 + \frac{Y_c(n)}{n}\right)^n - 1$$

где:

Y_a = простая годовая доходность (в форме десятичной дроби)

Y_c = накопленная доходность (в форме десятичной дроби)

n = количество периодов наращивания (накопления) процентов в году

Следовательно, самый распространенный случай (пересчет полугодовой доходности в годовую) выглядит так:

$$B. Y_a = \left(1 + \frac{Y_{semi}}{2}\right)^2 - 1$$

(3) Календарная база

Для пересчета доходности с одной базы расчета процентов на другую требуется простое линейное преобразование. Чаще всего бывает нужно скорректировать доходность, указанную на основе 365 дней в году, на 360-дневный год. Для этого необходимо умножить ее на $\frac{360}{365}$ или на 0,9683.

(4) Дисконтные ценные бумаги

Многие инструменты денежного рынка, такие как казначейские векселя, банковские акцепты и коммерческие ценные бумаги, продаются с дисконтом к номинальной стоимости. Несмотря на их легкую доступность, сложившаяся на рынке традиция объявлять цену инструмента в виде дисконта к номиналу может дезориентировать. Дисконтная ставка — это цена, а не доходность. Долларовый дисконт такого инструмента описывается следующим уравнением:

$$A. D = dF \frac{DTM}{360}$$

D = долларовый дисконт

d = учетная ставка (десятичная дробь)

F = номинальная стоимость

DTM = срок до погашения в днях

Следовательно, его долларовая цена выражается формулой:

$$B. P = F - D$$

Доходность денежного рынка можно просто и прямо рассчитать с помощью уравнения:

$$C. Y_a = \left(\frac{F}{P} - 1\right) * \frac{360}{DTM}$$

Т.е. это формула (1), упрощенная за счет удаления купона и начисленных процентов. Как вариант, дисконтную ставку можно непосредственно пересчитать в доходность денежного рынка без расчета долларовой цены с помощью формулы:

$$D. Y_a = \frac{360 d}{360 - d (DTM)}$$

Для сравнения дисконтных ставок с более долгосрочными инструментами необходимо использовать облигационный эквивалент доходности (ОЭ). Следует выделить два случая:

1. Оставшийся срок до погашения — менее шести месяцев:

$$E. ОЭ = \frac{365 d}{360 - d (DTM)}$$

2. В случае если до погашения осталось более шести месяцев, вычисление значительно усложняется тем, что необходимо занизить доходность так же, как доходность облигаций занижает реальную доходность инвестиции, выплаты по которой осуществляются раз в полгода. Формула имеет следующий вид:

$$F. ОЭ = \frac{\frac{2(DTM)}{365} + 2\sqrt{\left(\frac{DTM}{365}\right)^2 - \left(\frac{2(DTM)}{365} - 1\right) - \left(1 - \frac{1}{P}\right)}}{\frac{2(DTM)}{365} - 1}$$

Приложение. Базовые понятия управления рисками

Процентный риск

Любой долговой инструмент подвержен изменению стоимости вследствие колебаний соответствующих рыночных процентных ставок. Это обычно измеряется «дюрацией» инструмента, которая представляет собой меру чувствительности цены инструмента⁹⁹ к изменению ставок доходности и процента. Дюрация выражается в единицах времени: чем дольше дюрация, тем выше волатильность цены инструмента.

Инструменты денежного рынка по определению выпускаются на короткие сроки — менее года. Они характеризуются невысокой волатильностью благодаря тому, что, как правило, они не приносят промежуточных денежных потоков, таких как купонный доход¹⁰⁰. Тем не менее, рекомендуется измерять и контролировать процентный риск, связанный с инструментами денежного рынка, поскольку его воздействие бывает значительным в случае резких сдвигов в кривой доходности, долгих периодов владения и крупных сумм инвестиций. Управление процентным риском — это сложное дело, особенно при работе с производными ценными бумагами. Оно требует специальных знаний и навыков. Тем не менее, любой участник рынка должен быть знаком с базовыми понятиями, такими как дюрация, и convexity (отношение между ценой и доходностью дисконтных бумаг).

⁹⁹ У обращающегося, корректируемого по рынку инструмента фактическая цена меняется в соответствии с рыночными процентными ставками. Цена повышается или снижается вслед за колебаниями релевантных рыночных ставок, чтобы доходность выпущенного инструмента соответствовала доходности идентичных, идеально заменяющих его активов. Даже если актив не является ликвидным и не корректируется по рынку (например, депозит), экономические колебания стоимости происходят таким же образом.

¹⁰⁰ Следует отметить, что хотя волатильность таких инструментов низкая, это необязательно означает низкий уровень рисков у кредитора или заемщика: это зависит от величины процентного риска. Например, инвестор, который имеет долгосрочный горизонт, но инвестирует в краткосрочные активы, подвержен большому риску колебания процентных ставок. В случае снижения ставок он получит доход меньше ожидаемого вследствие риска реинвестирования.

Хеджирование

Хеджирование — это способ контролировать или уменьшать процентный риск путем устранения открытых процентных позиций. Оно может относиться как к отдельному инструменту, так и к сложному портфелю. Основной метод заключается в том, что волатильность инструмента (или портфеля) должна точно уравновешиваться инструментом или портфелем с противоположной открытой позицией. Это означает, что совокупная волатильность инвестиций будет низкой или нулевой, а их общая стоимость не будет меняться в результате колебания рыночных ставок. Хеджирование можно осуществлять на рынке активов, но чаще используют производные инструменты. Оно является общей целью управления денежной наличностью, и для хеджирования подходят и широко применяются многие инструменты денежного рынка. Без возможности хеджирования финансовые рынки характеризовались бы меньшей стабильностью, а посреднические функции было бы труднее выполнять. Управление активами и пассивами включает такое структурирование портфеля, чтобы дюрация какой-либо группы обязательств уравновешивалась подходящей группой активов с соответствующими параметрами. Приведение денежных потоков в точное соответствие друг другу называется иммунизацией пассивов.

Кредитные спреды

Основным риском, связанным с любым финансовым активом, является кредитный риск — риск того, что должник не выплатит обещанную сумму займа и процентов по нему. На денежном рынке кредитный риск относительно невысок, что объясняется краткосрочностью инструментов, а также преобладанием низкорисковых активов (государственных ценных бумаг, высокорейтинговых банковских долговых обязательств и инструментов, гарантированных правительством или банками)¹⁰¹. Тем не менее, он является важным фактором и требует внимательного мониторинга и управления.

Долговые ценные бумаги, выпущенные или гарантированные правительством (в национальной валюте), чаще всего считаются свободными от риска непогашения. В финансовом моделировании процентная ставка по краткосрочным государственным облигациям обычно служит «безрисковой нормой доходности». Ставки по казначейским векселям, как правило, обеспечивают кривую доходности на срок до одного года. Кредитные риски всех остальных активов измеряются «спредом» — разницей между доходностью по рисковому и безрисковому активу. Чем выше риск актива, тем выше его спред относительно доходности по казначейским векселям. Следует отметить, что на спред влияют и другие факторы, такие как разница в ликвидности, возможность использования в качестве обеспечения и применимый режим налогообложения, и эти факторы необходимо учитывать.

Кредитные спреды являются ключевым индикатором не только риска, связанного с тем или иным заемщиком (или с той или иной ценной бумагой, поскольку они различаются по очередности погашения, обеспеченности и наличием сторонних гарантий), но и рисков всей отрасли, например, банковского или сырьевого сектора. Поэтому они требуют пристального мониторинга и учета. К важным показателям кредитного риска относятся спред между свопами на индекс «овернайт» и ставкой LIBOR (OIS-LIBOR) и спред между спредом Казначейских Обязательств США — ставки по Евродолларам казначейским векселем (TED). Дополнительную информацию см. в Главе 2.

¹⁰¹ Несмотря на это, один из крупнейших финансовых кризисов прошлого столетия был связан с дефолтом по коммерческим бумагам железнодорожной компании Penn Central в 1970 г. А во время мирового финансового кризиса 2007–2009 гг. серьезную дестабилизирующую роль сыграли фонды денежного рынка, паи которых представляли собой незастрахованные аналоги банковских депозитов.

Рис. 11. Корректировки при расчете доходности

