Соловьев Дмитрий Иванович. Операции с ценными бумагами на открытом рынке как инструмент денежно-кредитной политики : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Москва, 2006 193 с. РГБ ОД, 61:06-8/3483

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Операции на открытом рынке как инструмент денежно-кредитной политики: теоретические основы и международная практика

1.1. Содержание, цели и инструменты операций на открытом рынке 12

1.2. Проблемы и тенденции развития операций на открытом рынке в международной практике 41

Глава 2. Операции Банка России с ценными бумагами на открытом рынке как инструмент денежно-кредитной политики

2.1. Анализ эффективности деятельности Банка России в области проведения денежно-кредитной политики 47

2.2. Использование операций на открытом рынке в качестве инструмента денежно - кредитной политики 59

2.2.1. Операции прямого РЕПО 62

2.2.2. Операции обратного модифицированного РЕПО 69

2.2.3. Операции междилерского РЕПО 73

2.2.4. Операции аутрайт 74

Глава 3. Тенденции развития операций Банка России с ценными бумагами на открытом рынке

3.1. Использование Облигаций Банка России в операциях на открытом рынке для управления банковской ликвидностью 79

3.2. Применение технологии обмена выпусков облигаций Банка России 102

3.3. Внедрение в практику операций на открытом рынке модели анонимного РЕПО как трансмиссионного механизма рефинансирования банковской системы 109

Заключение 132

Список литературы 136

Приложения

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Основными инструментами денежно-кредитного регулирования, наиболее часто используемыми центральными банками зарубежных стран, являются установление минимальных резервных требований, регулирование официальной учетной ставки и операции на открытом рынке. Однако этим не исчерпывается арсенал инструментов денежно-кредитного регулирования. В некоторых странах центральные банки прибегают к таким методам, как установление кредитных ограничений, лимитирование уровня процентных ставок по депозитам и кредитам коммерческих банков, портфельные ограничения. Выбор и сочетание инструментов денежно-кредитного регулирования зависит, прежде всего, от задач, которые решает центральный банк на том или ином этапе экономического развития.

На начальных этапах перехода к рыночным отношениям наиболее результативными являются прямые методы вмешательства центрального банка в денежно-кредитную сферу: административное регулирование депозитных и кредитных ставок коммерческих банков, установление предельных объемов кредитования банком своих клиентов, изменение уровня минимальных резервов. По мере развития рыночных отношений наблюдается переход к рыночным (косвенным) методам регулирования денежной массы, и прежде всего к операциям на открытом рынке и изменению уровня процентных ставок.

Основным инструментом операций на открытом рынке является РЕПО. В настоящее время Банком России на открытом рынке проводятся операции прямого РЕПО, обратного модифицированного РЕПО, предоставлена возможность проведения операций междилерского РЕПО, прямые операции по купле-продаже государственных ценных бумаг, а также успешно функционирует рынок облигаций Банка России, который в полной мере используется как эффективный инструмент управления банковской ликвидностью как в рамках операций обратного

модифицированного РЕПО, так и на открытом рынке. Степень эффективности проведения операций на открытом рынке во многом зависит от уровня развития финансового рынка и, прежде всего, от уровня развития рынка государственных ценных бумаг либо рынка облигаций центрального банка.

Многие ученые в области денежно - кредитной политики и рынка ценных бумаг работали над этой проблемой, в частности Л.И. Абалкин, СВ. Алексашенко, Я.А. Гейвандов, В.В. Геращенко, Ю.С. Голикова, Э.Д. Долан, К.Д. Кэмпбелл, М.И. Хохленкова. Изучением новых моделей рынка ценных бумаг, в том числе государственного и рынка облигаций Банка России занимались такие российские ученые - экономисты как Е.Ф. Жуков, Г.М. Гамбаров, Я.М. Миркин. Вопросы регулирования рынка ценных бумаг и создания инфраструктуры рассматривались А.А. Козловым, К.Н. Корищенко, А.Л. Кудриным. Разработка и анализ инструментов денежно - кредитной политики проводилась в исследованиях В.М. Алексаняна, С. Грейа, Г.Хоггарта.

Тем не менее, многие вопросы остались нерешенными. В частности до настоящего времени недостаточно изучена экономическая сущность операций на открытом рынке, существует необходимость дальнейшего теоретического осмысления операций на открытом рынке в различных финансовых условиях, требуют дальнейшего развития методы обоснования, разработки и реализации новых инструментов денежно-кредитного регулирования и т.д. Отмеченные моменты определили цель, задачи и структуру настоящего диссертационного исследования.

**Цель и задачи исследования.**Целью данной работы является обоснование целесообразности и разработка модели нового инструмента операций на открытом рынке как трансмиссионного механизма рефинансирования банковской системы России на основе анализа международного и российского опыта.

В соответствии с поставленной целью в процессе работы были поставлены и решены следующие задачи:

исследовать международный опыт проведения денежно-кредитной политики, провести анализ применяемых инструментов при проведении операций на открытом рынке и определить возможности их использования в банковской системе России;

проанализировать эффективность деятельности Банка России в области проведения денежно-кредитной политики и определить потенциально свободные ниши формирования новых финансовых инструментов, обеспечивающих ее повышение;

исследовать спектр операций на открытом рынке, раскрыть их содержание и определить границы;

выявить тенденции и определить перспективы развития операций на открытом рынке в Российской Федерации;

осуществить комплексный анализ организованного рынка государственных ценных бумаг Российской Федерации и облигаций Банка России на предмет расширения спектра проводимых на нем операций;

провести всестороннее исследование института маркет-мэйкеров и выработать рекомендации по его адаптации к российской действительности;

разработать модель рынка «Анонимного РЕПО» как трансмиссионного механизма рефинансирования банковской системы.

**Объектом исследования**является организованный рынок государственных ценных бумаг зарубежных стран и Российской Федерации.

**Предметом исследования**выступают операции центрального банка с ценными бумагами на открытом рынке как инструмент денежно-кредитной политики.

**Теоретическую и методологическую основу диссертационной работы**составили основные положения экономической теории, системного анализа и теории банковского дела. При решении конкретных задач использовались известные и хорошо опробованные методы кластеризации и

классификации элементов исследуемой предметной области, синтеза допустимых вариантов решения, статистической обработки выборочных данных и т.п., зафиксированные в трудах российских и зарубежных ученых в области денежно - кредитной политики и рынка ценных бумаг.

В качестве априорной информации использовались материалы центральных банков развитых стран (стран ЕС, США, Канады), крупных коммерческих банков, российские и зарубежные законодательные и нормативные документы, достижения ведущих научных школ в области методологии регулирования финансово-кредитных отношений, статьи в специальной периодической литературе, материалы научных конференций, симпозиумов и семинаров.

**Научная новизна**диссертационной работы состоит в разработке нового инструмента на открытом рынке - «Анонимного РЕПО», в основе которого лежит расширение круга его участников за счет центрального контрагента, призванного гарантировать анонимность и исполнение обязательств всех участников рынка и моделировании его развития в реальных условиях отечественной системы финансово-кредитных отношений.

На защиту выносятся следующие основные положения, содержащие элементы научной новизны:

Раскрыто содержание операций на открытом рынке как экономической категории. Доказана необходимость регулирования денежного обращения и уровня процентных ставок при помощи рыночных рычагов - операций на открытом рынке. Аргументирована неэффективность прямых методов монетарного регулирования денежного обращения и процентных ставок.

Доказано, что операции на открытом рынке — наиболее действенный и гибкий рыночный инструмент денежно-кредитной политики центрального банка, обеспечивающий эффективное воздействие на денежный рынок и банковский кредит, а, следовательно, и на экономику в целом. Обосновано,

что операций на открытом рынке предсказуемы и краткосрочны, вызывают заданную реакцию рынка.

Выявлены тенденции развития монетарной политики: усиление роли центральных банков в проведении денежно-кредитной политики; усиление независимости центральных банков от государственных управленческих и законодательных структур; повышение эффективности денежно-кредитной политики в тех странах, где центральные банки проводят более независимую политику.

Сформулирован поэтапный подход в развитии денежно-кредитной политики Банка России: первый этап характеризуется становлением и агрессивным развитием рынка государственных ценных бумаг, началом применения Банком России операций на открытом рынке; второй этап характеризуется послекризисным восстановлением рынка государственных ценных бумаг - операции на открытом рынке не применяются; третий этап характеризуется тем, что Банк России в проведении денежно-кредитной политике перешел к косвенному регулированию уровня банковской ликвидности, широко используя операции на открытом рынке как наиболее эффективный инструмент регулирования.

Разработана и апробирована на практике российского рынка ценных бумаг адаптационная модель института маркет-мэйкеров на рынке облигаций Банка России (далее-ОБР). В основе предложенной методики лежит ежедневное выставление Банком России двусторонних котировок по выпуску(ам) ОБР, прекращение поддержания котировок по достижении инструментом трехмесячного срока до выкупа ОБР, проведения в дату обратного выкупа обмена выкупаемого выпуска ОБР на вновь продаваемый.

Разработана и внедрена в практику новая технология размещения ОБР с обязательством выкупа ОБР через 7 дней после государственной регистрации отчета об итогах выпуска облигаций. Данная технология первичного размещения позволяет разместить максимально возможное количество ОБР на открытом рынке.

Разработана и подготовлена к апробации на практике модель рынка «Анонимного РЕПО» как трансмиссионного механизма рефинансирования банковской системы. В основе модели лежит наличие организации (центрального контрагента-ЦК), которая приобретает права требования и несет обязательства по всем сделкам анонимного РЕПО, гарантирует добросовестным участникам исполнение перед ними обязательств по сделке РЕПО, несет ответственность перед участниками за исполнение таких обязательств и выступает ответчиком по искам участников сделок анонимного РЕПО.

Отмеченные положения соответствуют п. 8.4 «Денежно-кредитная и валютная политика. Особенности формирования денежно-кредитной политики РФ и механизмов ее реализации в современных условиях» и п. 9.2 «Проблемы и инструменты денежно-кредитной политики. Эмиссия и антиинфляционная политика в рыночной экономике» Паспорта специальности **08.00.10**Финансы, денежное обращение и кредит.

**Теоретическая и практическая значимость исследования**состоит в развитии методологии банковского дела в части проектирования института маркет-мэйкеров на рынке облигаций Банка России, технологии проведения обмена выпусков облигаций и разработки механизма их внедрения в практику российского рынка ценных бумаг.

Материалы диссертационного исследования положены в основу нормативных документов Банка России, регламентирующих проведение операций «Анонимного РЕПО». Разработанная модель рынка «Анонимного РЕПО» принята к реализации на Московской межбанковской валютной бирже.

Отдельные положения диссертационного исследования могут быть использованы в учебном процессе в высших учебных заведениях, а также на курсах повышения квалификации работников, занятых в органах государственного регулирования, банковской и биржевой деятельности.

**Апробация работы.**Основные положения работы докладывались и  
обсуждались на научно - практических семинарах, в которых автор  
участвовал и выступал, а именно: «Structure of financial markets» (06-09 мая  
2003 г., Банк Англии, Великобритания, Лондон), «Денежно-кредитная  
политика Банка России» (23-24 марта 2004 г., Центр подготовки персонала  
Банка России, г. Москва (далее-ЦПП)), «Операции с ценными бумагами» (19-  
20 мая 2004 г., ЦІ ill), «Денежно-кредитная политика Банка России» (24-28  
мая 2004 г., Хабаровская Банковская Школа, г. Хабаровск), «Операции с  
ценными бумагами» (15-18 июня 2004 г. Московская Банковская Школа, г.  
Москва), «Операции на финансовых рынках» (1-5 ноября 2004 г.,  
Центральный аппарат Банка России, г. Москва), «Инструменты денежно-  
кредитной политики Банка России, особенности их применения в 2005 г.  
Операции Банка России на открытом рынке» (15.02.05 г., ЦПП), «Операции с  
ценными бумагами» (22.03.05-25.03.05 г., Московская Банковская Школа, г.  
Москва), «Macroeconomic management and Fiscal Policy Issues» (31 мая-1  
июля 2005 г., МВФ, США, г. Вашингтон), «Developing Asian Bond Market:  
Investor's Perspective» в рамках процесса министров финансов Азиатско-  
Тихоокеанского экономического сотрудничества (АТЭС), (4-6 ноября 2005 г.,  
КНР, г. Шанхай), Семинар, проведенный автором для сотрудников  
Пенсионного Фонда Российской Федерации (ПФР) - «Инвестиционные  
процессы, связанные с вовлечением государственных ценных бумаг:  
облигаций внутреннего и внешнего займа, современное положение и  
перспективы развития» (08 ноября 2005 г., Государственное образовательное  
учреждение дополнительного профессионального образования

«Государственная академия профессиональной переподготовки и повышения квалификации руководящих работников и специалистов инвестиционной сферы», г. Москва), «Операции с ценными бумагами» (21-24 марта 2006 г., Омская Банковская Школа, г. Омск), «Проблемы повышения эффективности функционирования банковского сектора экономики» (20 мая 2006 г., МЭСИ, г. Москва).

**Публикации.**По материалам диссертации опубликованы три работы общим объемом 2,0 п.л. Все публикации авторские.

**Структура диссертационной работы**определяется логикой поставленных задач. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Статистический и информационный материал, рассмотренный автором и собранный в процессе его практической и научной деятельности, представлен в диссертации 11 графиками, 5 таблицами, 4 схемами, 2 гистограммами.

Первая глава посвящена теоретическим основам и международной практике проведения денежно-кредитной политики. Рассмотрены инструменты проведения денежно-кредитной политики. Особенно подробно исследуются вопросы проведения операций на открытом рынке. В качестве примера рассмотрены центральные банки стран ЕС, США, Канады. Исследованы и проанализированы на международном опыте операции РЕПО как эффективного инструмента операций на открытом рынке.

Вторая глава посвящена операциям Банка России с ценными бумагами на открытом рынке как инструмента денежно-кредитной политики. Проведен ретроспективный анализ эффективности деятельности Банка России в области проведения денежно-кредитной политики. Рассмотрены инструменты и операции, применяемые Банком России на открытом рынке. Проанализирована эффективность инструментов Банка России при проведении операций на открытом рынке.

В третьей главе изложены основные тенденции развития операций Банка России с ценными бумагами на открытом рынке. Создан и апробирован на практике институт маркет - мэйкеров на рынке облигаций Банка России. Разработана и внедрена в практику технология проведения обмена выпусков облигаций Банка России. В последней части третьей главы разработана и подготовлена к апробации модель рынка «Анонимного РЕПО» как трансмиссионного механизма рефинансирования банковской системы.

## Содержание, цели и инструменты операций на открытом рынке

Денежно-кредитная политика - это политика государства, воздействующая на количество денег в обращении с целью обеспечения стабильности цен, ставки процента, валютного рынка, финансового рынка, полной занятости населения и роста реального объема производства.

Являясь составной частью экономической политики государства, денежно-кредитная политика играет важную регулирующую роль экономики страны, влияет на решение актуальных проблем, таких как инфляция, безработица, необходимость обеспечения экономического роста. Для России, которая переживает период глобальной экономической трансформации, стратегическая цель денежно-кредитной политики состоит в финансовой стабилизации, являющейся макроэкономическим фактором эффективного функционирования рыночной экономики.

Центральный банк является основным проводником денежно-кредитной политики и органом, осуществляющим денежно-кредитное регулирование. Денежно-кредитное регулирование - это совокупность конкретных мероприятий центрального банка, направленных на изменение денежной массы в обращении, объема кредитов, уровня процентных ставок и других показателей денежного обращения и рынка ссудных капиталов. Денежно-кредитное регулирование, являясь одной из составляющих экономической политики государства, одновременно позволяет сочетать макроэкономическое воздействие с возможностями быстрой корректировки регулирующих мер и служит инструментом их оперативной и гибкой поддержки.

Цели денежно-кредитной политики, с одной стороны, согласуются друг с другом. Так, высокий уровень занятости прямо связан с экономическим ростом, стабильность ставки процента является важным фактором стабильности на финансовом рынке. С другой стороны, в определенных ситуациях возникают конфликты целей денежно-кредитной политики. Например, задача поддержания стабильного уровня цен часто противоречит задаче поддержания стабильной ставки процента и высокого уровня занятости в краткосрочном периоде. В период экономического роста и снижения уровня безработицы инфляция и ставка процента, тем не менее, могут расти. В случае, когда центральный банк будет предотвращать рост ставки процента, покупая облигации, повышая их цену и вынуждая таким способом ставку процента снижаться, то эта операция на открытом рынке увеличит денежную базу и предложение денег, что в свою очередь, будет стимулировать инфляцию. Но если центральный банк приостановит рост предложения денег, чтобы предотвратить инфляцию, то в краткосрочном периоде и ставка процента, и уровень безработицы могут повыситься. Таким образом, конфликт целей может поставить центральный банк перед выбором между разными сценариями развития экономической ситуации.

Таким образом, можно выделить главную цель и промежуточные цели денежно-кредитной политики. Главной целью денежно-кредитной политики государства является поддержание стабильности цен, национальной денежной единицы и кредитно-банковской системы страны. Промежуточные цели и приоритеты денежно-кредитной политики изменяются в зависимости от конкретной экономической ситуации в той или иной стране. Например, такой промежуточной целью может быть обеспечение определенного обменного курса национальной валюты, достижение заданных значений денежных агрегатов, характеризующих денежную массу в обращении, и т.п.

Инструменты денежно-кредитной политики можно классифицировать по разным признакам. По объектам воздействия выделяют инструменты, влияющие на предложение денег и влияющие на спрос на деньги; по форме выделяют инструменты прямого (административного) и косвенного (рыночного) регулирования; по характеру параметров, устанавливаемых в ходе регулирования, выделяют инструменты, вызывающие качественные и количественные изменения; по срокам воздействия - инструменты, оказывающие краткосрочное и долгосрочное воздействие1.

Инструментами прямого регулирования являются инструменты, имеющие форму директив, предписаний, инструкций, исходящих от центрального банка и направленные на ограничения сферы деятельности кредитных институтов, на регулирование уровня процентных ставок, прироста кредитов, объема портфельных инвестиций.

Жесткое административное регулирование процентных ставок по кредитам и депозитам коммерческих банков характерно для стран с развивающимися финансовыми рынками, хотя в отдельные годы такое регулирование использовалось и в странах с развитыми рынками. При ограничении верхних пределов процентных ставок облегчается доступ к кредитам разным категориям юридических лиц, в том числе мелким и средним компаниям. Таким образом, низкие процентные ставки стимулируют инвестиции и способствуют повышению деловой активности.

Прямой контроль за уровнем процентных ставок широко использовался государствами на ранних этапах развития рыночных отношений. Так, этой практике следовал Банк Кореи в 60-80-е гг. 20 в., когда на каждый вид депозитов и кредитов банковских институтов устанавливался максимальный уровень процентных ставок. В конце 1988 г. порядок регулирования процентных ставок коммерческих банков был либерализован, в частности, были дерегулированы процентные ставки по кредитам и краткосрочным депозитам.2

## Анализ эффективности деятельности Банка России в области проведения денежно-кредитной политики

В деятельности Банка России в области проведения денежно-кредитной политики можно выделить несколько этапов, которые неразрывно связаны с этапами развития рынка государственных ценных бумаг. Это связано с тем, что наиболее эффективным инструментом проведения денежно-кредитной политики являются операции на открытом рынке, осуществляемые чаще всего именно с государственными ценными бумагами. С этих позиций нами выделены следующие этапы в проведении- денежно-кредитной политики Банка России.

С начала 90-х годов до августа 1998 г.

С августа 1998 г. до ноября 2002 г.

С ноября 2002 г. до настоящего времени (ноябрь 2005 г).

Рассмотрим деятельность Банка России по проведению денежно-кредитной политики в каждый из этих этапов и ее взаимосвязь с состоянием рынка государственных ценных бумаг.

Первый этап в проведении денежно-кредитной политики Банком России характеризуется в первую очередь тем, что рынок государственных ценных бумаг в этот период пережил стадии формирования, бурного развития и системного кризиса, и вместе с этим развитием внедрялись те или иные инструменты денежно-кредитной политики, в т.ч. и операции на открытом рынке. До августа 1998 года внутренний рынок государственных ценных бумаг выступал в качестве системообразующего элемента всего финансового рынка России: государственные обязательства были основным инструментом поддержания текущей ликвидности вложений инвесторов и одним из наиболее привлекательных инвестиционных объектов, а их доходность - практически единственным индикатором процентных ставок. В 1995 году на рынке была введена практика проведения доразмещений и досрочных выкупов облигаций на вторичном рынке, что стало дополнительным инструментом регулирования объема государственных ценных бумаг и, как следствие, инструментом управления объемом внутреннего государственного долга. Однако если проанализировать соотношение между объемами доразмещений и объемами досрочных выкупов облигаций на вторичном рынке, то получается результат, свидетельствующий о том, что практика увеличения внутреннего государственного долга существенно преобладала над практикой его уменьшения. При этом, в большинстве случаев доразмещения облигаций проводились исходя из потребностей Министерства финансов РФ в денежных средствах, а не из показателей состояния рынка.

Функция денежно - кредитного регулятора в рассматриваемый период была возложена на Центральный банк Российской Федерации (Банк России), который также являлся Генеральным агентом Министерства финансов РФ на рынке государственных ценных бумаг, т.е. все операции от имени Министерства финансов РФ на этом рынке проводились Банком России. Более того, Банк России практически единолично осуществлял регулирование рынка государственных ценных бумаг.

В этот период операции Банка России на открытом рынке прежде всего были направлены на поддержание уровня процентных ставок, приемлемого для развития банковской системы страны и всей экономики в целом, а также на их постепенное снижение.

Уровень процентных ставок, складывающийся на рынке, во многом зависел от спроса и предложения денежных средств, которые регулировались Банком России путем операций купли-продажи ГКО-ОФЗ на вторичном рынке.

В 1996 году Банком России на базе рынка государственных ценных бумаг были разработаны два новых для российской практики инструмента управления банковской ликвидностью - ломбардное кредитование и операции РЕПО, которые позволили проводить более гибкую денежно -кредитную политику путем установления необходимых соотношений между ставкой рефинансирования, ставками по ломбардным кредитам, ставками по операциям РЕПО, а также процентными ставками на межбанковском рынке.

Вместе с тем, выполняя функции валютного регулирования и валютного контроля Банк России устанавливал правила допуска иностранных инвесторов на рынок государственных ценных бумаг.

Однако серьезные внутренние проблемы российской экономики того периода, на которую оказывали неблагоприятное влияние и внешние события (финансовый кризис в азиатских странах, падение мировых цен на энергоресурсы, прежде всего на нефть, составляющие основу доходных экспортных статей российского бюджета) привели к нарастанию оттока средств нерезидентов с рынка ГКО-ОФЗ. Денежные средства от продажи ГКО-ОФЗ немедленно направлялись на покупку иностранной валюты, создавая тем самым очень сильное давление на российский рубль.

Трудности российских коммерческих банков по исполнению обязательств по форвардным контрактам вынуждали их продавать свои портфели ГКО-ОФЗ с целью использования полученных средств на покупку иностранной валюты.

В условиях неблагоприятной ситуации на рынке кредитный риск для инвесторов резко возрастал в результате того, что непредсказуемой была возможность погашения облигаций путем рефинансирования затрат на эту цель за счет размещения нового выпуска облигаций.

Ретроспективный анализ показывает, что к лету 1998 года еженедельные объемы погашений составляли в среднем 7,5 млрд. рублей при еженедельных объёмах заимствований 4,8 млрд. рублей. Такая ситуация могла привести к потере рынком ликвидности и к трудностям для Министерства финансов РФ проводить текущее погашение облигаций. Чтобы избежать указанных проблем в июле 1998 года Министерство финансов РФ провело добровольную реструктуризацию части наиболее коротких выпусков ГКО в облигации, номинированные в долларах США.

Однако даже реструктуризация части внутреннего долга на сумму 27,5 млрд. рублей не спасла положение Министерства финансов РФ. Общая сильнейшая экономическая нестабильность в стране и недоверие участников рынка ГКО-ОФЗ к способностям Правительства РФ удерживать ситуацию под контролем привели к тому, что в августе 1998 года Министерство финансов РФ оказалось не в состоянии выполнять взятые на себя обязательства на рынке ГКО-ОФЗ.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что на первом этапе проведения денежно-кредитной политики (с начала 90-х годов до августа 1998 г.) Банк России осуществлял прямые операции с государственными ценными бумагами, воздействуя на уровень доходности ГКО-ОФЗ и, косвенно, на валютный курс. Кроме того, прямые операции на открытом рынке проводились с целью управления ликвидностью банковской системы. Дополнительным источником краткосрочных заемных ресурсов для банков являлись сделки РЕПО с Банком России, а также операции междилерского РЕПО. Операции РЕПО на рынке ГКО-ОФЗ стали проводиться с октября 1996 г. и были связаны с введением института первичных дилеров. С точки зрения управления ликвидностью балансов кредитных организаций, операции РЕПО с участием Банка России на рынке ГКО-ОФЗ являются одним из наиболее гибких, оперативных и, следовательно, эффективных инструментов денежно-кредитной политики.

## Использование Облигаций Банка России в операциях на открытом рынке для управления банковской ликвидностью

В результате кризиса августа 1998 г. банковской системой был утрачен такой инструмент регулирования ликвидности, как ГКО-ОФЗ. В этих экстренных условиях Банк России впервые в истории современной России приступил к эмиссии краткосрочных бескупонных облигаций Банка России (ОБР), которые сыграли положительную роль не только в качестве инструмента управления банковской ликвидностью, но и как средство обеспечения непрерывности торговли ценными бумагами на организованном рынке.

Впервые облигации Банка России (ОБР) появились на российском финансовом рынке в сентябре 1998 г. для смягчения последствий финансово-экономического кризиса. Целью их появления было создание инструмента, который смог бы в максимальной степени заменить ГКО, по которым был объявлен дефолт. Поскольку в данном случае эмитентом ОБР был Банк России, а не Министерство финансов РФ, данные бумаги стали использоваться в качестве инструмента денежно-кредитной политики и не имели никакого отношения к управлению государственным долгом.

В короткий срок Облигации Банка России стали популярным инструментом среди участников рынка, включая широкий круг региональных банков. В 1998 г. Банком России было размещено 12 выпусков ОБР на общую сумму 26 млрд. руб. по номиналу. В условиях отсутствия рынка государственных облигаций и межбанковского кредитования ОБР стали для банков привлекательным ликвидным инструментом, который можно было использовать не только для прямых операций покупки-продажи, но и в качестве залога при получении кредитов. Банку России эмиссия ОБР позволила стерилизовать часть избыточной денежной массы и, тем самым, сдержать послекризисный рост цен.

Число дилеров, зарегистрированных на рынке ОБР, постоянно увеличивалось и на конец 1998 года составило 214 участников. При этом наибольший прирост числа участников произошел во второй половине сентября, после того, как рынок ОБР начал реально функционировать. Структура дилеров, сложившаяся на рынке ОБР, значительно отличалась от структуры, которая была присуща рынку ГКО-ОФЗ. Если на рынке государственных ценных бумаг около 95% оборота составляли сделки московских участников, то состав дилеров на рынке ОБР более диверсифицирован с точки зрения территориальной принадлежности. Наиболее активными участниками рынка ОБР стали средние региональные банки, которые меньше крупных банков центрального региона были затронуты финансовым кризисом, сохранили свою клиентуру и, соответственно, имели достаточный объем временно свободных ресурсов.1

Хотя рынок ОБР был создан в начале сентября 1998 года, его реальное функционирование началось в конце сентября - начале октября. Первый аукцион, на котором состоялось первичное размещение ОБР, прошел 30 сентября. До этого аукционы, о проведении которых объявлял Банк России, были признаны несостоявшимися из-за заниженных цен, предлагаемых дилерами в заявках. Однако к началу октября процентные ставки несколько снизились, и проведение аукционов по размещению новых выпусков приобрело регулярный характер.

Средние обороты за октябрь (первый месяц, когда торги по облигациям стали приобретать заметный объем) составили 90 млн. рублей в день по номиналу. С увеличением активности участников в октябре - ноябре

1 Г. Гамбаров, Ю. Снижкова «О целесообразности эмиссии облигаций Банка России»// Вестник Банка России - 29.09.1999 - № 60(404) происходило снижение доходности на вторичном рынке с 80 % годовых за сентябрь до 55 % - в октябре и 41 % - в ноябре 1998 г..2

Некоторое увеличение процентных ставок на рынке ОБР произошло в конце ноября - начале декабря, что было вызвано резким увеличением курса доллара в связи с завершением моратория по внешним долгам и оттоком средств с рублевого рынка на валютный. Ко второй половине декабря ситуация на валютном рынке стабилизировалась, что повлияло на некоторое снижение доходности к середине месяца с 54 до 44 % годовых. Начиная с середины месяца на рынке снова наметился рост доходности, вызванный сезонными факторами: в конце года перед банками встала необходимость закрытия балансов и в связи с этим банки стали продавать часть имеющихся у них ОБР. Одновременно в декабре наблюдалась наибольшая активность участников на вторичном рынке ОБР - средние обороты за месяц составили более 152 млн. рублей по номиналу.

С середины января 1999 года возобновил функционирование рынок государственных ценных бумаг. Но возобновление обращения ГКО-ОФЗ практически не сказалось на объеме торгов по облигациям Банка России. При этом на облигации Банка России сохранялся достаточно высокий спрос со стороны участников, благодаря чему Центральный банк смог на вторичных торгах реализовать практически весь объем ОБР, неразмещенный в ходе аукционов.