Алексанян Вячеслав Михайлович. Операции Центрального банка на открытом рынке как наиболее эффективный инструмент денежно-кредитной политики : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2000 166 c. РГБ ОД, 61:01-8/1198-8

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Основные направления в регулировании ликвидности банковской системы 9

1.1. Инструменты управления ликвидностью банковской системы

1.1.1. Операции на открытом рынке

1.1.2. Резервные требования

1.1.3. Дисконтное окно

1.2. Характеристика финансового рынка как объекта управления

1.3. Анализ активов, используемых при проведении операций на открытом рынке

1.3.1. Операции с государственными ценными бумагами

1.3.2. Операции с облигациями центрального банка

Глава 2. Анализ эффективности операций Банка России на рынке ГКО-ОФЗ 52

2.1. Анализ государственного регулирования на рынке ГКО-ОФЗ

2.2. Реструктуризация государственной облигационной задолженности

2.3. Оценка текущего состояния и перспективы развития рынка ГКО-ОФЗ

Глава 3. Повышение эффективности операций на открытом рынке через операции репо 88

3.1. Использование операций репо в качестве инструмента денежно -кредитной политики

3.2. Анализ операций репо на российском рынке ценных бумаг

3.3. Модель рынка междилерского репо как основа для восстановления финансового рынка в послекризисный период

Заключение и выводы 127

**Введение к работе**

Одной из актуальных задач Центрального банка Российской Федерации в современной финансовой системе России является регулирование ликвидности банковской системы. Для ее решения необходимы механизмы, с помощью которых центральный банк воздействует на уровень ликвидности банковской системы. К таким механизмам относятся: установление резервных требований, операции с использованием дисконтного окна, операции на открытом рынке. Наиболее "гибким" с точки зрения воздействия являются операции на открытом рынке, которые, в свою очередь, подразделяются на прямые операции по купле/продаже облигаций и операции репо. 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.

Актуальность данной проблемы, ее значение для теории и практики состоит в том, что в России существует значительный потенциал использования операций на открытом рынке для регулирования не только ликвидности банковской системы, но и денежного обращения. Настоятельная необходимость изучения механизма проведения этих операций связана с тем, что они позволяют оказывать временное воздействие на уровень ликвидности банковской системы, не создавая при этом побочных воздействий на другие финансовые рынки, и являясь более гибким инструментом по сравнению с прямым административным регулированием. Поэтому тема диссертационного исследования является актуальной, важной и малоизученной.

**Степень разработанности темы.**Мировая экономическая наука уделяет большое внимание операциям центрального банка на открытом рынке. Этому вопросу посвящены труды известных ученых и экономистов Алексашенко С.В, Геращенко В.В., Долана Э.Д., Лялькова М.И., Миллера

Р.Л., Шарпа У.Ф. Не менее детально рассматриваются проблемы развития современного рынка ценных бумаг и его регулирования государством. В отечественной экономической науке существует много работ, посвященных анализу этих проблем. Фундаментальными методологическими исследованиями рынка ценных бумаг являются работы Алексеева М.Ю., Берзона Н.И., Галанова В.А., Гусевой И.А., Жукова Е.Ф., Миркина Я.М., Мусатова В.Т. По вопросам регулирования рынка ценных бумаг и проведения операций на нем проводились исследования Алексеевым В.В., Голдой З.К, Корищенко К.Н, Козловым А.А., Рубцовым Б.Б., Семенковой Е.В., Фельдманом А.Б. Несмотря на большое количество работ по этим проблемам в экономической литературе недостаточно разработаны вопросы комплексного анализа эффективности использования операций на открытом рынке. Между тем, понимание условий использования данных операций очень важно сегодня для принятия решений, качественно улучшающих состояние банковской системы и денежного обращения страны. Затруднения в проведении исследования связаны с тем, что на российском финансовом рынке за период его существования практически отсутствовали периоды продолжительной стабильности. В своей работе диссертант учитывал результаты имеющихся исследований данного вопроса и особенности российского финансового рынка с учетом его текущего состояния. На основе этого была предпринята попытка анализа операций центрального банка на открытом рынке как наиболее эффективного инструмента денежно - кредитной политики.

**Объект исследования:**организованный рынок ценных бумаг Российской Федерации.

**Предмет исследования:**совокупность операций на открытом рынке, являющихся наиболее эффективным инструментом управления ликвидностью банковской системы.

**Цель и задачи исследования:**совершенствование механизмов управления ликвидностью банковской системы через операции центрального банка на открытом рынке.

В соответствии с поставленными целями в процессе работы были поставлены и решены следующие задачи:

1. Исследование финансового рынка в качестве объекта  
управления.

1. Сравнительный анализ инструментов управления ликвидностью банковской системы.
2. Анализ эффективности активов, используемых при проведении операций на открытом рынке.
3. Комплексный анализ мирового опыта использования операций на открытом рынке.
4. Исследование опыта управления ликвидностью банковской системы с использованием операций на открытом рынке на рынке ГКО-ОФЗ.
5. Разработка методики использования операций междилерского репо в целях управления ликвидностью банковской системы.

**Теоретической и методологической основой работы**являются труды отечественных и зарубежных ученых в области денежно -кредитной политики и фондового рынка. В процессе диссертационного исследования изучены российские и зарубежные законодательные и нормативные акты, монографии и статьи в специальной периодической литературе, в том числе на английском языке, годовые отчеты центральных и коммерческих банков, материалы научных конференций, симпозиумов и семинаров.

**Научная новизна работы**заключается в следующих результатах, полученных автором:

уточнено определение операций центрального банка на открытом рынке, основным положением которого является то, что данные операции непосредственным образом влияют на стоимость денег на финансовом рынке и оказывают прямое воздействие на развитие экономики страны;

раскрыты принципы использования операций центрального банка на открытом рынке, главным из которых является возможность и

необходимость проведения данных операций на рынках с совершенно различными условиями развития, от полностью нерегулируемых до очень жестко контролируемых систем;

- сформулированы условия проведения операций на открытом  
рынке, способствующие созданию эффективного финансового рынка.  
Наиболее значимым условием является своевременное информационное  
обеспечение участников рынка со стороны центрального банка;

- разработаны критерии для выбора актива, используемого центральным банком при проведении операций на открытом рынке, а именно: гарантия независимости центрального банка при проведении денежно-кредитной политики; обеспечение условий для развития финансового рынка; гарантия того, что передача импульсов денежно -кредитной политики реальному сектору экономики будет эффективной и равномерной;

определены подходы к использованию таких типов операций на открытом рынке, как прямые операции купли/продажи и операции репо. Наиболее значимым из них является переход от проведения данных операций на первичном рынке к вторичному;

разработана модель рынка междилерского репо, предполагающая гарантированное исполнение вторых частей сделок репо, что существенно усиливает привлекательность и значимость данного рынка;

- обоснована организационная схема взаимоотношений между  
регулирующим органом и участниками рынка при проведении операций  
междилерского репо, предусматривающая заключение специального  
Генерального соглашения, жестко определяющего права и обязанности  
сторон по сделкам репо.

**Практическая значимость работы**состоит в том, что материалы исследования могут использоваться для разработки технологий проведения операций на открытом рынке; при написании учебных и практических пособий и чтении общих лекционных и специальных курсов в высших экономических учебных заведений, а также на курсах повышения квалификации работников, занятых в органах

государственного регулирования банковской и биржевой деятельности. Кроме того, предложенная организационная модель проведения операций междилерского репо была положена в основу нормативных документов, регламентирующих проведение операций репо Центральным банком Российской Федерации при управлении ликвидностью банковской системы.

**Апробация работы.**Основные положения работы отражены в опубликованных научных трудах автора, учебных лекциях, прочитанных в Российской экономической академии имени Г. В. Плеханова, использованы Московской межбанковской валютной биржей при разработке и внедрении рынка междилерского репо.

**Структура диссертации.**Работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.

*В первой главе*обосновывается значимость регулирования ликвидности банковской системы на современном этапе. Проводится анализ различных инструментов управления ликвидностью банковской системы центральным банком, а также определен подход к выбору активов при проведении операций на открытом рынке. Завершает первую главу рассмотрение опыта различных стран при выборе того или иного инструмента денежно - кредитной политики.

*Вторая глава*посвящена анализу действий Центрального банка Российской Федерации и правительства Российской Федерации, следствием которых стал финансовый кризис августа 1998 года, а также действий, направленных на восстановление российского финансового рынка. В завершении второй главы приводится оценка текущего состояния различных секторов финансового рынка и возможных путей их развития.

*Третья глава*посвящена теоретическим аспектам операций репо как наиболее эффективному виду операций на открытом рынке, основным преимуществам и недостаткам данного инструмента. Кроме того, представлен широкий анализ как российского, так и международного опыта проведения операций репо. Завершает третью главу разработанная

организационная модель проведения операций междилерского репо на рынке ГКО-ОФЗ, которая предоставляет центральному банку возможность гибкого регулирования ликвидностью банковской системы, а также способствует развитию эффективного финансового рынка.

## Инструменты управления ликвидностью банковской системы

Вопросы определения операций на открытом рынке неоднократно обсуждались учеными экономистами, но, поскольку, эта экономическая сфера относится к разряду вечных, мы постарались уяснить ее сущность.

Изучение научной литературы по проблемам операций на открытом рынке позволило сделать вывод, что согласно наиболее часто употребляемому определению операциями на открытом рынке является купля - продажа центральным банком ценных бумаг федерального правительства, опосредованная через дилерскую сеть и преследующая цели контроля и управления сложившейся экономической ситуацией1.

Другое определение операций на открытом рынке было дано известными экономистами К. Макконнеллом и С. Брю. В своей работе "Экономикс" они определили, что операции на открытом рынке - это наиболее важное средство контроля денежного предложения2.

Специалисты Международного валютного фонда (МВФ) считают, что операции на открытом рынке - это купля-продажа государственных и иных ценных бумаг в операциях с посредниками в целях регулирования условий на рынке3.

Имманентной чертой каждой трактовки выступает контроль денежного предложения, поэтому все вышеуказанные определения, данные различными специалистами в различное время, в целом не противоречат друг другу, а лишь рассматривают разную степень влияния операций на открытом рынке на финансовый рынок, стоимость денежных средств и экономическую ситуацию в общем.

Изучение научной литературы позволило нам сделать вывод о том, что операциями на открытом рынке является купля-продажа государственных и иных ценных бумаг, осуществляемая центральным банком в целях регулирования ликвидности банковской системы, которая непосредственным образом влияет на стоимость денег на финансовом рынке, что в конечном счете оказывает прямое воздействие на развитие экономики страны.

Центральный банк, осуществляя покупку либо продажу ценных бумаг на открытом рынке, увеличивает либо уменьшает количество денежных средств в банковской системе и, в конце концов, влияет на предложение денег в стране. Когда центральный банк продает ценные бумаги, он изымает деньги из обращения. И наоборот, когда он покупает, он увеличивает количество денежных средств в обращении. Этот способ проведения центральным банком торговых операций с ценными бумагами на рынке с целью осуществления контроля за предложением денежных средств называется операциями на открытом рынке.

Когда центральный банк покупает или продает ценные бумаги на открытом рынке, то он оказывает на экономику тройной эффект:

1. Изменяется ликвидность банковской системы.

2. Меняется цена (и, следовательно, доходность) ценных бумаг.

3. Меняются ожидания в экономике.

Изменение ликвидности. Если центральный банк купил у коммерческого банка на 1 млн. рублей государственных ценных бумаг (например, ГКО), то ему придется заплатить увеличением остатка денежных средств на корсчете. Это означает, что коммерческий банк меняет структуру своих активов. Теперь у него на 1 млн. руб. меньше ГКО и на 1 млн. руб. больше денежных средств. У центрального банка происходит прирост активов ГКО) и пассивов (обязательств по корсчету коммерческого банка) на 1 млн. рублей.

## Анализ государственного регулирования на рынке ГКО-ОФЗ

В течение последних пяти лет до августа 1998 года рынок государственных краткосрочных облигаций и облигаций федерального займа (рынок ГКО-ОФЗ) выступал в качестве системообразующего элемента всего финансового рынка: государственные обязательства были основным инструментом поддержания текущей ликвидности вложений инвесторов и одним из наиболее привлекательных инвестиционных объектов, а их доходность практически единственным макроиндикатором процентных ставок. Высокая инвестиционная привлекательность рынка ГКО-ОФЗ объяснялась следующим:

- во-первых, гарантом исполнения обязательств являлось государство в лице Министерства финансов РФ;

- во-вторых, инфраструктура рынка ГКО-ОФЗ была технически более совершенна по сравнению с другими секторами российского финансового рынка. Торги по облигациям проходили на восьми торговых площадках в режиме on-line, существовала возможность установки удаленных рабочих мест, в том числе за границей (в Лондоне, Нью-Йорке,

Токио и Париже);

- в-третьих, рынок ГКО-ОФЗ предоставлял условия для инвестирования денежных средств на срок от одного дня до семи лет;

- в-четвертых, достаточно высокий уровень процентных ставок и ликвидности на рынке ГКО-ОФЗ на протяжении всего периода его существования создавали огромные спекулятивные возможности.

Мало кто учитывал, что самые привлекательные черты рынка гособлигаций (сочетание высокой доходности и высокой ликвидности, получение высоких арбитражных прибылей) есть не что иное, как характерные признаки инвестирования на неэффективном рынке.

## Использование операций репо в качестве инструмента денежно -кредитной политики

Рынок краткосрочных межбанковских кредитов, позволяющий банкам оперативно управлять ликвидностью, привлекая краткосрочные кредитные ресурсы, практически прекратил свое существование с осени 1998 года как в результате воздействия объективных макроэкономических причин, так и в результате кризиса доверия на межбанковском рынке.

В то же время, банковская система не может существовать без возможности привлечения краткосрочных финансовых ресурсов в целях управления текущей ликвидностью. Без наличия подобного рынка крайне затруднено выполнение основных банковских операций, включая операции по кредитованию реального сектора.

Учитывая, что ситуация на российском финансовом секторе остается достаточно сложной, выходом из сложившейся ситуации могла бы стать организация рынка межбанковских кредитов, обеспеченных надежным финансовым активом в форме государственных ценных бумаг или облигаций Банка России (при возобновлении их выпуска), осуществляемая через операции репо.

Отличительной особенностью этих операций является гарантированный возврат кредитов (гарантированное исполнение вторых частей сделок репо), что существенно усиливает привлекательность и значимость данного рынка.

Операции репо должны проводиться на организованном рынке с представлением гарантий по возврату кредитов (исполнению вторых частей репо). Предлагаемая технология, нормативная и договорно -правовая схема операций репо позволяют фактически исключить риски, возникающие при проведении данных операций как у участников, так и у Банка России. Гарантированное исполнение вторых частей репо будет достигаться, в первую очередь, в результате резервирования необходимых для этого ценных бумаг и проверки соответствия денежных позиций лимитам, установленным Банком России, а также автоматического исполнения вторых частей репо.

Однако прежде чем перейти к анализу предлагаемой схемы организации Банком России рынка междилерского репо, предлагаем более подробно рассмотреть, что же представляют из себя операции репо.

Репо представляет собой финансовую операцию, состоящую из двух частей. По первой части репо одна сторона продает ценные бумаги другой. В то же время первая сторона берет на себя обязательства выкупить указанные ценные бумаги в определенную дату или по требованию второй стороны. Этому обязательству на обратную покупку соответствует обязательство на обратную продажу, которое берет на себя вторая сторона. Причем обратная покупка ценных бумаг - вторая часть операции - осуществляется по цене, отличной от цены первоначальной продажи. Разница между ценами и составляет тот доход, который должна получить сторона, выступившая в качестве покупателя ценных бумаг (продавца денежных средств) в первой части репо.