



Что такое денежные рынки?

Они предоставляют средства кредиторам и заемщикам для обеспечения их краткосрочных финансовых потребностей

Рэндалл Додд

ДО тех пор пока в период мирового финансового кризиса не обнаружились проблемы, само собой разумеющимся считалось, что денежные рынки являются общедоступными сегментами финансовой системы с низкой волатильностью.

Денежные рынки главным образом предлагают держателям денежных средств — банкам, управляющим денежными операциями и розничным инвесторам — возможность надежных, ликвидных, краткосрочных инвестиций, а заемщикам — банкам, брокерам-дилерам, хеджовым фондам и нефинансовым корпорациям — доступ к недорогому финансированию. Определение «денежный рынок» носит общий характер и охватывает рынки нескольких типов, в зависимости от потребностей кредиторов и заемщиков.

Одним из следствий финансового кризиса был перенос внимания на различия между множеством сегментов денежных рынков, поскольку некоторые из них оказались нестабильными, тогда как другие проявили немалую устойчивость.

Краткосрочная перспектива

Такие рынки называют термином «денежные рынки», поскольку приобретаемые и продаваемые активы носят краткосрочный характер — со сроками погашения от одного дня до одного года — и, как правило, легко конвертируются в наличные. К денежным рынкам относятся рынки таких инструментов, как банковские счета, в том числе срочные депозитные сертификаты; межбанковские кредиты (ссуды между банками); паевые инвестиционные фонды денежного рынка; коммерческие бумаги; казначейские векселя; а также предоставление в ссуду ценных бумаг и соглашения о последующем выкупе (РЕПО). На такие рынки приходится значительная доля финансовой системы — по данным обследования движения финансовых средств Совета управляющих Федеральной резервной системы в США такая доля составляет примерно треть всех кредитов.

Упомянутые инструменты денежного рынка, которые в большинстве случаев представлены ценными бумагами, отличаются по характеру своего обращения и в зависимости от подхода с точки зрения законодательства о финансовом регулировании, а также тем, в какой степени кредитор опирается на стоимость базового залогового обеспечения, а не на оценку заемщика.

Наиболее известными инструментами денежного рынка являются банковские депозиты, которые не относятся к ценным бумагам даже несмотря на то, что депозитные сертификаты иногда обращаются подобно ценным бумагам. Предоставляя средства в кредит банку, вкладчики руководствуются кредитоспособностью учреждения, а также государственными программами страхования банковских депозитов.

Межбанковские ссуды не обеспечиваются залогом, поэтому работодатель руководствуется исключительно кредитоспособностью заемщика, с тем чтобы оценить вероятность возврата. Наиболее пристально отслеживаемый межбанковский рынок находится в Англии, где ежедневно определяется ставка пред-

ложения на лондонском межбанковском рынке (ЛИБОР), отражающая среднюю цену, по которой ведущие банки готовы предоставлять друг другу кредиты. Этот рынок в период кризиса оказался недостаточно надежным источником финансирования. После того как кредитоспособность банков оказалась под вопросом, ставки ЛИБОР стали резко расти по сравнению со ставками других денежных рынков. Более того, объемы кредитования значительно сократились, поскольку банки стремились финансировать свои текущие активы и были в меньшей степени заинтересованы в новых кредитах. Экстренное предоставление кредитов центральными банками помогло компенсировать сокращение такого источника финансирования. Расследования, проведенные в последнее время органами регулирования, также поставили под сомнение безупречность процесса ценообразования, на основе которого определяется ЛИБОР.

Коммерческие бумаги — это простые векселя (необеспеченный долг), выдаваемые банками с высоким рейтингом и некоторыми крупными нефинансовыми корпорациями. Поскольку такой инструмент не имеет обеспечения (а лишь является обещанием погасить долг), инвесторы руководствуются исключительно кредитоспособностью эмитента, которая определяет его возможность вернуть им их сбережения. Коммерческие бумаги выпускаются и обращаются так же, как и ценные бумаги. Но поскольку они выдаются на краткий срок и не приобретаются розничными инвесторами, на них не распространяется действие большинства законов о ценных бумагах. Например, в США коммерческие бумаги выпускаются со сроками погашения от 1 до 270 дней и с номиналами, которые считаются слишком крупными для розничных инвесторов (обычно 1 млн долл. США, но иногда всего 10 000 долл. США).

Самые надежные инвестиции

Казначейские векселя, которые выпускаются государством, относятся к ценным бумагам со сроком погашения менее года. Казначейские векселя США, продаваемые с дисконтом относительно номинала и активно покупаемые и продаваемые после эмиссии, являются самым надежным инструментом для краткосрочных сбережений. Рынки этих инструментов отличаются емкостью и ликвидностью, а обращение регулируется законами о ценных бумагах. Казначейские векселя США являются не только сберегательными инструментами, они могут использоваться для расчетов по операциям. Казначейские векселя, которые выпускаются в электронной форме, могут пересылаться через платежную систему так же просто, как и деньги.

РЕПО представляют собой важный крупный сегмент денежных рынков, хотя и более сложный. РЕПО предлагают конкурентные процентные ставки для заимствования и кредитования на краткосрочной основе — как правило, не более двух недель, а часто «овернайт». Заемщик продает принадлежащую ему ценную бумагу за деньги и соглашается выкупить ее у покупателя (который, по сути, является кредитором) в указанную дату и по цене, которая отражает процентные сборы за заимствова-

ние на данный период. Ценная бумага, которая лежит в основе операции, служит залоговым обеспечением для кредитора.

Кроме обеспечения возможности гарантированных краткосрочных заимствований и кредитования на денежных рынках, РЕПО и другие рынки предоставления ценных бумаг в ссуду имеют огромное значение для продаж без покрытия — когда трейдер соглашается продать ценную бумагу, которой он не владеет в момент продажи. Чтобы предложить такую ценную бумагу, продавец без покрытия должен заимствовать или на время

задолженность, может использовать АВСР для заимствований по более низкой стоимости или вывести такие активы со своего баланса. Для этого создается предприятие целевого назначения, которое приобретает ликвидные активы у компании и финансирует покупку за счет выпуска АВСР, которые — в отличие от обычных коммерческих бумаг — обеспечены или «подкреплены» базовыми активами. Такой вид коммерческих бумаг может иметь высокий кредитный рейтинг, если активы имеют высокий класс и если предприятие специального назначения располагает

В период финансового кризиса фондам денежного рынка грозили убытки по коммерческим бумагам, а впоследствии — по векселям, выпущенным Lehman Brothers.

приобрести ее посредством операции РЕПО. Когда наступает срок возврата ценной бумаги кредитору, продавец без покрытия вновь должен приобрести или занять ее. Если цена бумаги падает, продавец без покрытия получает прибыль от операции.

Паевые инвестиционные фонды денежного рынка (ПИФ) представляют собой ценные бумаги, предлагаемые компаниями, которые инвестируют в другие инструменты денежного рынка, например, в коммерческие бумаги, депозитные сертификаты, казначейские векселя и РЕПО. Регулирование паевых инвестиционных фондов денежного рынка в США и Европейском союзе осуществляется так же, как и в случае инвестиционных компаний. Они предлагают розничным и институциональным инвесторам, а также корпорациям прибыли с низким риском на краткосрочные инвестиции. Традиционный ПИФ производит инвестиции в ликвидные, краткосрочные инструменты с высоким рейтингом. Хотя цена не фиксирована и не гарантирована, фонд управляется таким образом, чтобы цена оставалась неизменной, то есть, если воспользоваться терминологией рынка ценных бумаг, поддерживается стабильная чистая стоимость актива, как правило, 1 долл. США за пай. (Что отличает их от других паевых фондов, которые инвестируют в акции или облигации, и стоимость паев в таких фондах меняется ежедневно.) Если стоимость базовых активов ПИФ превышает 1 долл. США за пай, разница выплачивается в виде процентов. До начала мирового кризиса появление фонда денежного рынка с чистой стоимостью ниже 1 долл. США за пай, или, как еще это называют — «ниже долларовой отметки», было почти немислимо. В тех редких случаях, когда это происходило, инвестиционные управляющие фонда использовали собственные ресурсы, чтобы удержать цену на уровне 1 долл. США за пай.

Но в период финансового кризиса фондам денежного рынка грозили убытки по коммерческим бумагам, а впоследствии — по векселям, выпущенным Lehman Brothers (брокер-дилер, обанкротившийся в сентябре 2008 года). Поскольку ПИФы являются серьезными участниками других важнейших денежных рынков, государственные органы США приняли меры по предупреждению паники, которая могла бы вызвать распространение ограничений кредитов. Казначейство США предоставило гарантии по основной сумме долга, а Федеральная резервная система сформировала специальный кредитный механизм для коммерческих бумаг, чтобы помочь ПИФ сдерживать натиск инвесторов.

Нефункционалирующие рынки

Существуют и другие секторы денежного рынка, которые не столь очевидны и просты. К ним относятся коммерческие бумаги, обеспеченные активами (АВСР) и некоторые трехсторонние операции РЕПО.

Компания с труднореализуемыми (неликвидными) финансовыми активами, такими как кредиты, ипотека или дебиторская

достаточным капиталом и кредитными линиями. Капитал предназначается для покрытия непредвиденных убытков по активам, и кредитные линии учитывают сложности продажи базовых активов для обеспечения потребностей в денежных средствах.

Некоторые сегменты рынка АВСР в период кризиса столкнулись с проблемами. Эмитенты стандартных коммерческих бумаг — почти исключительно крупные нефинансовые корпорации и банки — представляют квартальные финансовые отчеты, которые позволяют инвесторам быстро оценить их условия кредитования. Кредитный риск по АВСР, среди прочего, зависит от организации предприятия специального назначения, его методов повышения качества кредита, его поддержки ликвидности и стоимости базовых активов — все это, скорее всего, будет менее прозрачным и более сложным, чем в случае обычных коммерческих бумаг. За период с августа по ноябрь 2008 года рынок АВСР в США сократился на 38 процентов.

Это затронуло и рынок ПИФ, на долю которого приходилось более трети обращающихся коммерческих бумаг. После того как инвесторы стали выводить средства с ПИФ, фонды резко повернулись в сторону от АВСР и обратились к государственным и ведомственным ценным бумагам.

Рынок трехсторонних РЕПО оказался гораздо менее надежным, чем рынок обычных РЕПО для казначейских и ведомственных ценных бумаг. Рынок трехсторонних РЕПО организован на базе одного или двух клиринговых банков, которые хранят залоговое обеспечение и передают право собственности от заемщика кредитору и обратно после выплаты кредита.

На рынке трехсторонних РЕПО наступил хаос после краха рынка частных ценных бумаг, обеспеченных ипотекой. На такие ценные бумаги приходилась значительная доля залогового обеспечения рынка трехсторонних РЕПО. После падения рыночной стоимости и кредитного рейтинга таких ценных бумаг и прекращения сделок с такими ценными бумагами трехсторонний рынок стал страдать из-за более высоких требований к запасу прочности залогового обеспечения (процент, на величину которого кредитор снижает стоимость ценной бумаги для целей залогового обеспечения), необходимого для компенсации волатильности рынка секьюритизированного долга и сложности ценообразования залогового обеспечения, которое более не имеет рыночной стоимости.

В совокупности кризисы на рынках АВСР и трехсторонних РЕПО вызвали распространение проблем финансирования на банки, компании, ведущие операции с ценными бумагами и хедж-фонды, которые использовали эти денежные рынки для финансирования инвестиций. В настоящее время эти рынки резко сократились. ■

Рэндалл Додд является финансовым экономистом Казначейства США.