

# Управление инструментами денежно-кредитной политики Евросистемы

Михаил КОВАЛЕВ



Декан экономического факультета БГУ

Ольга КОЗЛОВА



Ведущий экономист Главного управления монетарной политики и экономического анализа Национального банка

Европейская система центральных банков (ЕСЦБ), состоящая из Европейского центрального банка (ЕЦБ) и национальных центральных банков (НЦБ) государств — членов Европейского союза, для достижения целей<sup>1</sup> денежно-кредитной политики имеет в своем распоряжении ряд стандартизованных инструментов для проведения операций на открытом рынке. Кредитные институты должны поддерживать минимальные резервы на счетах в ЕЦБ (рисунок 1).

### Инструменты ЕЦБ для проведения операций на открытом рынке

Прием средств в депозиты — постоянно действующий инструмент ЕЦБ для изъятия ликвидности. Обычно нет пределов для размещения депозитов или других ограничений на доступ участников. Де-

позиты принимаются сроком на один день (депозиты “овернайт”) по самой низкой на рынке ставке процента. В настоящее время указанная ставка составляет 1 процент годовых (принята Советом Управляющих ЕЦБ с 6 июня 2003 года).

Другой постоянно действующий инструмент — *дополнительное краткосрочное кредитование* для получения ликвидности от национальных центральных банков против приемлемых активов. Не имеется никаких лимитов для получения кредита или других ограничений на доступ участников к займу, кроме требования представить достаточные залоговые активы. Кредиты предоставляются сроком на один день (кредиты “овернайт”), ставка процента по ним обеспечивает потолок рыночных процентных ставок и в настоящее время составляет 3 процента годовых (рисунок 2).

### Операции монетарной политики Евросистемы

<b>1. Прием средств в депозиты</b> (1 процент годовых)	<b>2. Операции на открытом рынке</b> (минимально возможная ставка — 2 процента годовых) <b>2.1. Основные операции рефинансирования</b> <b>2.2. Операции долгосрочного рефинансирования</b> <b>2.3. Операции тонкой настройки</b> <b>2.4. Структурные операции</b>	<b>3. Дополнительные краткосрочные кредиты</b> (3 процента годовых)
---	--	--

Рисунок 1

<sup>1</sup> Первичная цель ЕСЦБ состоит в том, чтобы поддерживать ценовую стабильность. Без ущерба для этой цели в соответствии с принципами открытой рыночной экономики со свободной конкуренцией и эффективным распределением ресурсов должна проводиться общая экономическая политика.

## Ставки по операциям ЕЦБ

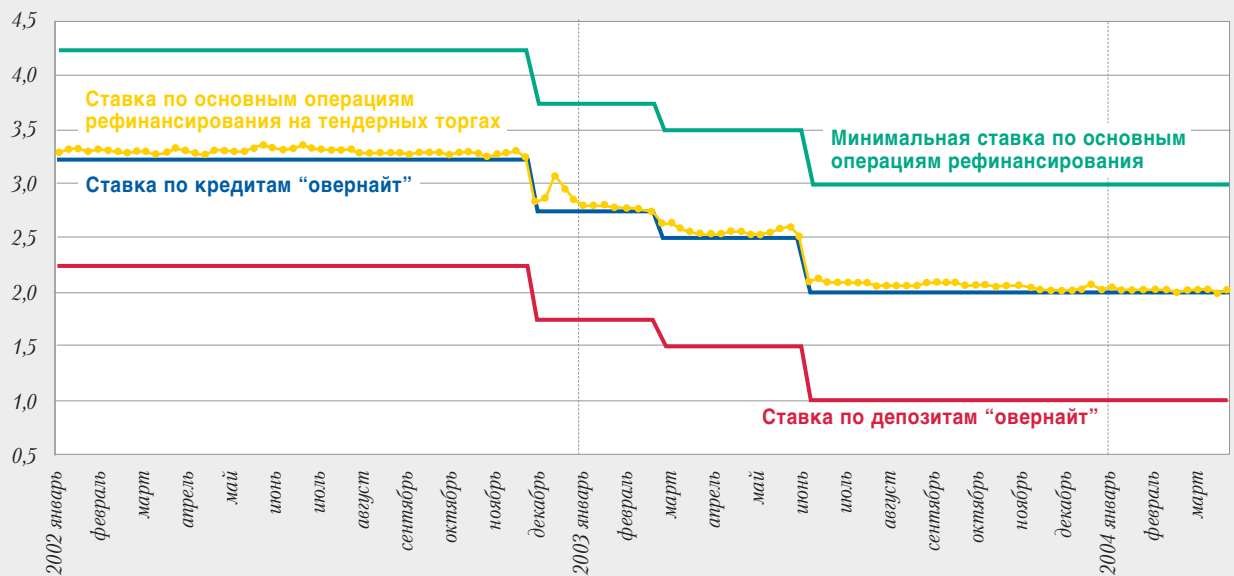


Рисунок 2

Операции на открытом рынке играют важную роль в монетарной политике Евросистемы в регулировании процентных ставок, управлении ликвидностью на рынке и передаче сигналов позициям монетарной политики. Операции на открытом рынке инициируются ЕЦБ, который также устанавливает инструмент, необходимый для их использования, сроки и условия их выполнения. Они могут проходить на основе стандартных торгов, быстрых торгов<sup>1</sup> или двусторонних операций<sup>2</sup>.

В соответствии с целями, периодичностью и процедурами Евросистемы операции на открытом рынке выделены в следующие четыре категории (см. таблицу 1)

По существу операции рефинансирования являются инструментом как предоставления, так и изъятия денежных средств на чистой основе. Кредитными институтами в день выдачи средств по основным операциям рефинансиро-

вания возвращается сумма по сделкам двухнедельной давности. Так, если за 2003 год выдано институтам 5 272,8 миллиарда евро, то возвращено по сделкам 5 204,4 миллиарда евро. Таким образом, за 2003 год произошло увеличение ликвидности на чистой основе в объеме 68,4 миллиарда евро. Оценивая ситуацию с начала 2004 года, можно сказать, что на начало апреля 2004 года при рефинансировании по основным операциям в объеме 1 751,2 миллиарда евро возврат средств составил 1 787,4 миллиарда евро, то есть изъятие средств на чистой основе сложилось в объеме 36,2 миллиарда евро. Кроме того, с 10 марта 2004 года было принято решение проводить основные операции рефинансирования с недельным сроком погашения и предварительно объявлять минимальную процентную ставку по ним. Главная цель такого изменения состоит в том, что ЕЦБ стремится к сбалансирован-

ному состоянию ликвидности. Например, в прошлом часто имелись различия в прогнозе ликвидности для распределения при основных операциях рефинансирования и фактической суммой распределения, что подразумевало некоторую неуверенность для рыночных участников.

Операции долгосрочного рефинансирования направлены на обеспечение дополнительного долгосрочного рефинансирования (на три месяца) финансового сектора и представляют ограниченную часть общего объема рефинансирования. Они обычно выполняются ежемесячно в форме тендерных операций с переменной ставкой, причем ЕЦБ необязательно указывает объем операций, который будет распределен на предстоящих торгах. При исключительных обстоятельствах Евросистема может также выполнять долгосрочные операции рефинансирования с фиксированной ставкой тендера.

<sup>1</sup> Стандартные торги выполняются в течение 24 часов после объявления торгов о результатах распределения (время между последним сроком подачи и объявлением о результатах распределения — приблизительно два часа).

Быстрые торги обычно выполняются в пределах одного часа после объявления торгов о результатах распределения. ЕЦБ может решить регулировать временные рамки в отдельных операциях, если считает необходимым. Быстрые торги используются только для выполнения операций тонкой настройки. Евросистема выбирает ограниченное количество участников в быстрых торгах. Она также может проводить торги с фиксированной ставкой (объемом) или переменной ставкой. При фиксированной ставке торгов ЕЦБ определяет ставку процента заранее и участники предлагают суммы, которые они хотят провести по установленной процентной ставке. В переменной ставке торгов участники предлагают сумму и ставку, по которой они хотят совершить сделки с национальными центральными банками.

<sup>2</sup> Термин "двусторонние операции" относится к любому случаю, при котором Евросистема проводит сделку с одним или несколькими участниками без использования тендерных процедур. Двусторонние операции включают операции, выполненные через фондовые биржи или рыночных агентов.

Таблица 1

Операции на открытом рынке

Операции монетарной политики	Типы сделок		Срок погашения	Частота	Сделки
	Обеспечение ликвидности	Изъятие ликвидности			
1. Основные операции рефинансирования	Обратные сделки	-	Две недели	Еженедельно	Стандартные торги
2. Операции долгосрочного рефинансирования	Обратные сделки	-	Три месяца	Ежемесячно	Стандартные торги
3. Операции тонкой настройки	Обратные сделки	Валютные СВОПы	Не стандартизован	Нерегулярно	Быстрые торги
	Валютные СВОПы	Привлечение срочных депозитов Обратные сделки			Двусторонние операции
4. Структурные операции	Окончательные покупки	Окончательные продажи	-	Нерегулярно	Двусторонние операции
	Обратные сделки	Выпуск долговых сертификатов	Стандартизован/ Не стандартизован	Регулярно и нерегулярно	Стандартные торги
	Окончательные покупки	Окончательные продажи		Нерегулярно	Двусторонние операции

Операции долгосрочного рефинансирования, так же, как и основного, являются инструментом эмиссии/изъятия денежных средств. За 2003 год выдано институтам по указанным операциям средств в объеме 180 миллиардов евро, возвращено — 181,15 миллиарда. Таким образом, за 2003 год посредством операций долгосрочного рефинансирования произошло изъятие на чистой основе средств в объеме 1,15 миллиарда евро. На начало 1 апреля 2004 года, при рефинансировании в 75 миллиардов евро, возврат средств составил 45,3 миллиарда, что свидетельствует об эмиссии в объеме 29,7 миллиарда. Такой объем предоставленных средств на чистой основе связан с увеличением с января 2004 года объема операций долгосрочного рефинансирования с 15 до 25 миллиардов евро. Такое же увеличение принимает во внимание высокие потребности в ликвидности банковской системы еврозоны, ожидаемые в 2004 году, однако, как и прежде, основной объем рефинансирования будет предоставляться через основные операции рефинансирования.

Операции тонкой настройки управляют ликвидностью на рынке и регулируют процентные ставки для сглаживания влияния, вызванного неожиданными колеба-

ниями ликвидности на рынке. Потенциальная потребность в быстрых торгах в случае неожиданных рыночных колебаний делает их необходимыми для Евросистемы с целью сохранения высокой степени гибкости в выборе процедур и особенностей этих операций.

В качестве примера операций тонкой настройки можно привести операцию по изъятию ликвидности — привлечение срочных депозитов, проведенную ЕЦБ 23 мая 2003 года. Для сглаживания ситуации ликвидности на рынке, которая произошла вследствие большой выдачи дополнительных краткосрочных кредитов, в течение нескольких предыдущих дней были привлечены депозиты в объеме 3,9 миллиарда евро сроком на 3 дня под 2,5 процента годовых.

Структурные обратные операции выполняются с целью регулирования структурной позиции Евросистемы на финансовом рынке. Они выполняются децентрализованным способом национальными центральными банками через стандартные торги. Все участники, допущенные к торгам, могут подать заявку для структурных обратных операций.

Все кредитные операции Евросистемы должны быть основаны на адекватном имущественном залоге. Увеличивающие ликвид-

ность операции основаны на активах, обеспечивающих участникам либо передачу прав собственности на активы (в случае прямых сделок или соглашений перезакупки), либо на залог (в случае предоставления кредитов под залог). Поглощающие ликвидность прямые и обратные операции на открытом рынке также основаны на приемлемых активах.

С целью защиты Евросистемы от потерь при операциях монетарной политики, обеспечении равного доступа участников и повышении операционной эффективности активы должны удовлетворять ряду критериев.

В то же время определенное внимание уделяется существующим различиям в финансовой структуре государств Евросоюза. В связи с этим различают две категории активов для операций монетарной политики Евросистемы. Это активы “вида 1” и активы “вида 2”.

“Вид 1” активов состоит из рыночных долговых инструментов, выполняющих единые для еврозоны критерии преемственности, определенные ЕЦБ, то есть активы высокого кредитного стандарта. ЕЦБ устанавливает и утверждает список активов “вида 1” (сюда входят долговые сертификаты, выпущенные ЕЦБ, и долговые сертификаты, выпущенные НЦБ до приня-

тия евро в их государстве и другие долговые инструменты<sup>1</sup>).

“Вид 2” состоит из дополнительных активов, рыночных и нерыночных, которые имеют значение на национальных финансовых рынках. Для него критерии приемственности установлены НЦБ в соответствии с минимальными критериями, установленными ЕЦБ.

В отношении качества и применения для различных типов операций монетарной политики Евросистемы нет различий между этими двумя видами активов (кроме того, что активы “вида 2” обычно не используются Евросистемой в прямых сделках).

### Процедура тендера

Операции на открытом рынке Евросистема обычно выполняет в форме тендерных процедур в шесть этапов.

**1-й этап.** Тендерное объявление:

а) объявление ЕЦБ через информационные агентства новостей;

б) объявление НЦБ через национальные информационные агентства новостей и напрямую индивидуальным участникам (если считается необходимым).

**2-й этап.** Подготовка участников и подача заявок.

**3-й этап.** Сбор и обработка заявок Евросистемой.

**4-й этап.** Проведение торгов и объявление тендерных результатов:

а) решение распределения ЕЦБ;

б) объявление результата распределения.

**5-й этап.** Сертификация индивидуальных результатов распределения.

**6-й этап.** Проведение расчетов по сделкам.

**Институты могут иметь доступ к постоянно действующим механизмам Евросистемы и операциям на открытом рынке, основанным на стандартных торгах, только через национальный центральный банк государства, в котором они расположены.** Если институт имеет учреждение (главное управление или отде-

ления) больше, чем в одном государстве еврозоны, тогда каждое учреждение имеет доступ к этим операциям через национальный центральный банк государства, в котором оно расположено, несмотря на то, что тендерные заявки могут быть представлены только одним учреждением.

**Объявление тендерных операций** Евросистемы происходит посредством информационных агентств новостей. Кроме того, НЦБ могут объявлять тендерные операции непосредственно участникам без привлечения информационных агентств. Публикуемое тендерное объявление содержит: номер тендерной операции, дату, тип действия (обеспечение или поглощение ликвидности и тип инструмента монетарной политики, который будет использоваться), срок погашения, тип аукциона (фиксированная ставка или переменная ставка тендера), предназначенный объем операции (обычно только в случае долгосрочных операций рефинансирования), фиксированную тендерную ставку (если необходимо), максимальный предел предложения, минимальное индивидуальное количество распределения и другую необходимую информацию. С целью увеличения прозрачности при операциях тонкой настройки Евросистема обычно объявляет быстрые торги заранее. Однако в исключительных случаях ЕЦБ может и не делать этого. В быстрых торгах, независимо от того, объявлены ли они или нет, с участниками контактируют непосредственно НЦБ.

Подача тендерных заявок участников производится согласно форме, установленной НЦБ для соответствующих операций. *Тендерные заявки должны быть представлены национальным центральным банком государства — члена Евросоюза, в котором кредитный институт имеет главное управление.*

При фиксированной ставке тендера участники обязаны указать в заявках сумму, на которую они желают заключить сделку. При *переменной ставке тендера*

участники могут представить в заявке до десяти различных уровней процентных ставок. В каждом предложении они должны указать сумму, на которую они желают заключить сделку, и соответствующую ставку процента. Заявка процентной ставки должна быть выражена с точностью до 0,01 процента.

Для основных операций рефинансирования минимальная сумма заявки — 1 000 000 евро. Заявки, превышающие минимальную сумму, должны быть кратны 100 000 евро. Такое же минимальное предложение применяется в операциях тонкой настройки и структурных операциях.

Для долгосрочных операций рефинансирования каждый НЦБ определяет минимальную сумму заявки в диапазоне от 10 000 до 1 000 000 евро. Заявки, превышающие минимальную сумму сделки, должны быть кратны 10 000 евро. ЕЦБ может ограничить максимальную сумму заявки, чтобы предотвратить непропорционально большие предложения. Максимальный уровень заявки всегда определяется в тендерном информационном объявлении. НЦБ отказываются от всех заявок участников, если совокупная сумма заявки превышает максимальный лимит, установленный ЕЦБ. Национальные центральные банки также отказываются от любой заявки, которая ниже минимально возможной суммы (или минимума) или выше максимума принятых процентных ставок. Кроме того, НЦБ может отказываться от заявок, которые являются неполными или не соответствуют примерам его форм. Если заявка не принята, соответствующий центральный банк сообщает участнику об этом решении до тендерного распределения.

### Процедуры проведения торгов

В распределении по фиксированной ставке тендера полученные от участников заявки собираются в ЕЦБ. Если совокупная сумма заявки превышает общую сумму лик-

<sup>1</sup> Это долговые инструменты, соответствующие высокому кредитному стандарту (при оценке кредитного стандарта ЕЦБ принимает во внимание также оценки рыночными агентствами и другие критерии, которые гарантировали бы высокую защиту держателей). Они должны быть расположены в Еврозоне, выпущены (или гарантированы) объектами, расположенными в Еврозоне, и номинированы в евро. Несмотря на их включение в список “вида 1”, НЦБ могут не принимать в качестве активов долговые инструменты, выпущенные или гарантированные участниками или любым другим юридическим лицом, которое тесно связано с участниками.



видности, которая будет распределяться, заявки будут удовлетворяться пропорционально (согласно отношению суммы, которая будет распределена, к совокупной сумме заявки). Сумма, выделяемая каждому участнику, округляется к самому близкому числу евро. ЕЦБ может также установить минимальную сумму/ставку процента для каждого покупателя при фиксированной ставке тендера.

В распределении ликвидности по переменной ставке тендера заявки вносятся в список в убывающем порядке в соответствии с предлагаемыми процентными ставками. Заявки с самыми высокими процентными ставками удовлетворяются как приоритетные, заявки с последовательно более низкими процентными ставками удовлетворяются до тех пор, пока полная ликвидность, которая должна быть распределена, не исчерпывается. Если на самом низком принятом уровне процентных ставок (то есть предельная процентная ставка) общая сумма заявок превышает остающуюся сумму, которая должна быть распределена, то оставшаяся сумма распределяется пропорционально среди заявок согласно отношению остающегося количества, которое будет распределено к предложению общей суммы при предельной ставке процента. Детальная схема зависит от того, по какой модели проводится аукцион — голландской или американской.

В распределении поглощающих ликвидность переменных ставок тендера (который может использоваться для выпуска долговых сертификатов и привлечения срочных депозитов) предложения внесены в список в увеличивающемся порядке предлагаемых процентных ставок. Предложения с самой низкой процентной ставкой удовлетворяются как наиболее

приоритетные, и заявки с последовательно увеличивающимися процентными ставками принимаются, пока полная ликвидность не исчерпывается. Если по самой высокой ставке процента совокупное предложение превышает остающееся количество для распределения, то остающееся количество размещается пропорционально.

Денежные сделки, касающиеся использования постоянно действующих механизмов Евросистемы

ных и долгосрочных операций рефинансирования обычно совпадает с временем погашения предыдущих сделок.

Инструменты монетарной политики позволили Евросистеме эффективно регулировать процентные ставки денежного рынка и тем самым оказывать влияние на денежно-кредитную политику каждой из стран еврозоны. В начале 2003 года Евросистема выполнила полный анализ эффективнос-

### *Инструменты монетарной политики позволили Евросистеме эффективно регулировать процентные ставки денежного рынка и тем самым оказывать влияние на денежно-кредитную политику каждой из стран еврозоны.*

или участия в операциях на открытом рынке, относятся на счета участников в НЦБ (или на счета банков, участвующих в системе TARGET). Сделки осуществляются только после (или в момент) заключительной передачи активов, лежащих в основе операций. Это подразумевает, что активы при необходимости “заранее депонируются” на счете в НЦБ или осуществляются на основании “поставка против оплаты” с НЦБ.

Операции на открытом рынке, основанные на стандартных торгах (основные, долгосрочные операции рефинансирования и структурные операции), обычно осуществляются на следующий день после торгового дня. В принципе Евросистема стремится осуществить сделки, связанные с операциями на открытом рынке, в одно время во всех государствах-членах со всеми участниками, которые обеспечили достаточные основные активы. Время осуществления основ-

ти инструментов монетарной политики в 2002 году и представила предложения на обсуждение. Основная цель состояла в том, чтобы избежать спекулятивного снижения цен при основных операциях рефинансирования и достигнуть некоторой консолидации диапазона инструментов монетарной политики. Более точно: предложения включали изменение периода поддержания резервных требований, сокращение срока основных операций рефинансирования до одной недели и приостановку долгосрочных операций рефинансирования. Принимая во внимание многочисленные комментарии и предложения, сделанные сторонами монетарной политики Евросистемы и ассоциациями финансового сектора, Совет Управляющих ЕЦБ в январе 2003 года решил осуществить первые две меры в I квартале 2004 года, однако не приостанавливать долгосрочные операции рефинансирования.

#### **Источники:**

1. Compendium: collection of legal instruments. June 1998 — December 2001: European central bank, Frankfurt am Main, Germany, 2002, p. 169—289.
2. The single monetary policy in the Euro area. ECB, 2002.
3. Monthly bulletin, May 2003, June 2003, April 2004, ECB.
4. Eurosystem monetary policy operations allotted through tenders. Deutsche Bundesbank, 2003, May.
5. Consolidated financial statement of the Eurosystem, ECB, 2002, 2003.
6. Statistics Pocket Book, August 2003, December 2003, April 2004, ECB, p. 23—28.
7. <http://www.ecb.int>
8. <http://www.bundesbank.de>