

**Опубликовано на нашем сайте: 10
февраля 2003 г.**

**Георгий Оксенойт
ММВБ**

Рынок ценных бумаг, № 16, 2001

Операции репо: Обзор международного опыта¹

Современные финансовые рынки трудно себе представить без операций репо, ставших в последние десятилетия их неотъемлемым элементом. Сегодня рынок репо это не только один из крупнейших и наиболее динамично развивающихся сегментов мировых финансовых рынков (табл. 1), но и чрезвычайно важный «внутренний» механизм их стабилизации и интеграции в единое финансовое пространство. Кроме того, репо — это основной рыночный инструмент, на языке которого сегодня находят взаимопонимание центральные банки (ЦБ) и участники финансовых рынков в большинстве стран мира.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ ОПЕРАЦИЙ РЕПО

В соответствии с международной практикой к категории операций репо (*repurchase agreements*), входящих в более широкий класс «операций на возвратной основе» (*reverse transactions*), относятся:

- собственно сделки репо (прямого и обратного) — *repo* и *reverse repo*²;

¹ В обзоре рассматриваются общие вопросы места и роли операций репо в международной практике проведения монетарными властями денежно-кредитной политики и влияние операций репо на развитие финансовых рынков в целом. Автор благодарит своих коллег по работе на ММВБ С.Майорова и И.Марича, высказавших свои замечания при обсуждении данного обзора, а также А.Ермакова за помощь в подготовке и оформлении табличного материала.

² В категорию операций репо по методологии Банка международных расчетов (BIS) не включаются широко распространенные операции кредитования ценными бумагами, в которых обеспечением служат другие ценные бумаги, а также операции кредитования под залог ценных бумаг. Однако в соответствии с классификацией Европейского центрального банка (ЕЦБ) последние относятся к

- сделки продажи с обратным выкупом (покупки с обратной продажей) — *sell/buy-back* (*buy/sell-back*);

- сделки встречного кредитования ценными бумагами и денежными средствами или кредитования под залог ценных бумаг — *collateralized lending/loans* (*combination of securities lending with a cash lending or cash lending against a pledged securities loan*)³.

Общим свойством всех перечисленных выше видов сделок, является передача ценных бумаг в обмен на получение денежных активов с последующим (через определенный срок) обратным обменом активами между контрагентами. Различаются только правовые формы осуществления данных операций:

- в первых двух случаях — это сделки купли/продажи ценных бумаг (с соответствующим переходом права собственности на ценные бумаги от продавцов к покупателям). При этом основная разница между первым и вторым случаем до последнего времени состояла в наличии (в первом случае) юридически оформленного соглашения между сторонами, связывающего первую и вторую части сделок репо⁴, что позволяет реализовать современную технику

операциям на возвратной основе, и поэтому в рамках настоящего обзора они также были отнесены к данной категории операций.

³ В категорию операций репо по методологии Банка международных расчетов (BIS) не включаются широко распространенные операции кредитования ценными бумагами, в которых обеспечением служат другие ценные бумаги, а также операции кредитования под залог ценных бумаг. Однако в соответствии с классификацией Европейского центрального банка (ЕЦБ) последние относятся к операциям на возвратной основе, и поэтому в рамках настоящего обзора они также были отнесены к данной категории операций.

⁴ Начиная с 1995 г. подавляющая часть операций репо в развитых странах совершается на основе Типового соглашения о сделках репо (*Master Repurchase Agreement*), новая редакция которого (*Global Master Repurchase Agreement* или *GMRA*) была разработана в 2000 г. Международной ассоциацией участников фондовых рынков (*ISMA*) совместно с американской Ассоциацией участников рынка облигаций (*TBMA*). При этом в рамках данных типовых соглашений с самого начала была учтена специфика сделок «sell/buy-back», что позволило фактически нивелировать их отличия от сделок репо в случае, если они заключаются на основе такого типового соглашения.

страхования рисков по сделкам репо, основанную на системе дисконтов (*haircuts/initial margin*), переоценок (*mark to market*) и маржевых взносов (*margin calls*) участников;

- в последнем случае — это две встречных сделки займа (по деньгам и по бумагам) либо сделка займа денежных средств под залог ценных бумаг (в этом случае право распоряжения полученными в залог ценными бумагами у кредитора по деньгам, как правило, существенно ограничено в силу отсутствия перехода права собственности)⁵.

Выбор преимущественного способа (правовой формы) проведения операций репо определяется спецификой национального законодательства и сложившимися обычаями делового оборота конкретных стран.

С экономической точки зрения все перечисленные выше операции представляют собой разновидности обеспеченных кредитов: денежных - под обеспечение ценных бумаг или кредитов по ценным бумагам под обеспечение денежных активов.

Именно свойство обеспеченности определяет ту важнейшую (а зачастую и ключевую) роль, которую операции репо играют среди инструментов проведения денежно-кредитной политики и в структуре мировых финансовых рынков в целом. При этом базовым активом для проведения операций репо центральными банками, как правило, выступают государственные ценные бумаги, являющиеся также одним из наиболее распространенных базовых активов и на «межбанковском» рынке репо (табл. 2).

Наряду с этим последние годы характеризовались активной экспансией операций репо, первоначально получивших развитие на рынках облигаций (и других

инструментов с «фиксированным» доходом), на мировые рынки акций⁶.

Данные о месте операций репо на финансовых рынках ведущих стран мира приведены в табл. 3.

ОПЕРАЦИИ РЕПО КАК ИНСТРУМЕНТ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Наиболее ранние опыты применения операций репо в мировой практике проведения денежно-кредитной политики наблюдались еще в 20-е годы в США, а их регулярное использование началось в Канаде с 1953 г., в США с 60-х годов. Начиная с 70-х годов, операции репо стали применяться центральными банками при проведении монетарной политики в Германии, Италии, Нидерландах, а затем и в других странах.

О ключевой роли операций репо в реализации монетарной политики практических всех развитых и многих развивающихся стран, в том числе крупнейших, с очевидностью свидетельствуют документы международных организаций. Наряду с документами Банка международных расчетов⁷, таковой является одна из последних директив Европейского центрального банка «Единая денежно-кредитная политика на Стадии III. Инструменты и процедуры денежно-кредитной политики в рамках Евросистемы» (ЕДКП), принятая им в ноябре 2000 г. и являющаяся в настоящее время базовым документом, которым руководствуются в своей деятельности центральные банки стран — членов Европейского валютного союза, перешедшие на единую европейскую валюту.

Унифицированный состав, структура и

⁵ Ситуация с кредитованием ценными бумагами (под обеспечение других активов) развивалась аналогичным образом. В 1993 г. в США и в 1995 г. в Англии были разработаны соответствующие типовые соглашения, на основе которых в 2000 г. Ассоциацией участников рынков облигаций (США) и Международной ассоциацией кредиторов по ценным бумагам (ISLA) были приняты новые редакции (соответственно) Типового соглашения и Типового генерального соглашения о кредитовании ценными бумагами (Master Securities Loan Agreement и Global Master Securities Lending Agreement).

⁶ При разработке новой редакции Типового генерального соглашения о сделках репо была также учтена специфика проведения операций репо с акциями (Equity Annex to GMRA), состоящая, в первую очередь, в необходимости урегулирования взаимоотношений участников в связи с возникновением в течение сроков репо корпоративных событий.

⁷ К ним в первую очередь относится доклад «Значение рынков репо для центральных банков», подготовленный в марте 1999 г. рабочей группой из представителей центральных банков стран группы десяти, созданной под эгидой Банка международных расчетов.

основные параметры инструментов проведения единой монетарной политики в рамках Евросистемы, установленные ЕДКП, приведены в табл. 4.

В силу общего структурного дефицита финансового сектора стран, входящих в Евросистему, по отношению к своим центральным банкам наибольшее значение приобрели операции прямого репо, выполняющие роль базового, а в ряде случаев — единственного рекомендуемого в рамках Евросистемы механизма рефинансирования финансового сектора со стороны центральных банков как в рамках проведения операций на открытом рынке (*open market operations*), так и в рамках предоставления участникам т.н. «постоянно действующих возможностей» (*standing facilities*).

Данные о роли операций репо в рефинансировании финансового сектора центральными банками ведущих стран мира приведены в табл. 5.

Необходимость в изъятии излишней ликвидности, по указанным выше причинам в рамках Евросистемы возникает существенно реже, как правило, лишь в исключительных ситуациях — для компенсации конъюнктурных колебаний финансовых рынков.

В соответствии с ЕДКП для стерилизации избыточной денежной массы центральными банками Евросистемы используются так называемые операции «точной настройки» (*fine-tuning*), к которым относятся обратное репо, валютные свопы и срочные депозиты⁸. Однако и в ряду этих операций обратное репо, по заключению Банка международных расчетов, играет ключевую роль.

В целом в соответствии с ЕДКП для проведения всех регулярных операций по управлению ликвидностью банковской системы выбран единственный базовый механизм — операции репо, являющиеся основным инструментом проведения центральными банками Евросистемы денежно-кредитной политики

Операции репо являются также базовым инструментом и при проведении всех других видов операций: долгосрочных —

структурных операций по рефинансированию и операций «точной настройки»⁹.

ОСНОВНЫЕ ФУНКЦИИ ОПЕРАЦИЙ РЕПО В ПРАКТИКЕ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ

Для большинства центральных банков операции репо:

- один из базовых (а в ряде случаев — ключевой и единственный) механизмов управления ликвидностью банковской системы, используемый для рефинансирования финансового сектора — прямое и стерилизации излишней ликвидности — обратное репо;

- важный (а в ряде случаев — основной) инструмент передачи рынку сигналов о желательных уровнях процентных ставок денежного рынка, служащих базовыми (целевыми) ориентирами денежно-кредитной политики¹⁰;

⁹ В то же время в соответствии с ЕДКП депозиты как механизм изъятия излишней ликвидности применяются в качестве базового регулярно используемого инструмента только в ежедневных операциях, проводимых на условиях «овернайт» в рамках предоставления рынку упоминавшихся выше «постоянно действующих возможностей». Помимо этого в соответствии с ЕДКП депозиты могут использоваться только в рамках операций «точной настройки», потребность в проведении которых, как отмечалось выше, возникает в рамках Евросистемы лишь в исключительных ситуациях. В целом отмеченный выше рост значения рыночных инструментов денежно-кредитной политики произошел за счет соответствующего пересмотра места и роли обязательных резервных требований (*reserve requirements*) и «постоянно действующих возможностей». Это особенно ярко проявилось в индустриально развитых странах и в меньшей степени — в странах с развивающейся экономикой. Однако, и в отношении последних (по заключению экспертов Банка международных расчетов) можно говорить о наличии соответствующей общей тенденции.

¹⁰ Ставки прямого репо используются центральными банками для установления верхней границы коридора краткосрочных процентных ставок на рынке межбанковского кредитования, а ставки обратного репо используются для определения нижней границы коридора краткосрочных процентных ставок на рынке

⁸ Для изъятия избыточной ликвидности в рамках Евросистемы используются также депозитные операции, осуществляемые в рамках «постоянно действующих возможностей», однако сфера их применения существенно ограничена.

- наиболее точный индикатор ожиданий участников в отношении краткосрочных (а в ряде случаев — и среднесрочных) процентных ставок на денежном рынке;

- источник базовых ставок для начисления процентов на обязательные резервы финансовых организаций, хранящиеся на счетах в центральных банках (в рамках Евросистемы);

- один из важнейших показателей для оценки кредитных спрэдов других финансовых инструментов;

- эффективный рыночный инструмент управления валютными резервами, в том числе в форме проведения кросс-валютных операций репо;

- один из базовых механизмов внутриденного кредитования для поддержания функционирования национальных и международных платежных систем, являющихся системами валовых расчетов в режиме реального времени.

Преимущества репо как инструмента проведения монетарной политики для центральных банков

Операции репо чрезвычайно удобны для проведения денежно-кредитной политики, поскольку:

- они одновременно являются гибким инструментом управления ликвидностью и ставками денежного рынка;

- практически не несут в себе кредитных рисков, поскольку представляют собой обеспеченные кредиты;

- в силу практической безрисковости являются наиболее точным индикатором ожиданий участников в отношении краткосрочных ставок денежного рынка;

- в отличие от других инструментов при проведении операций репо используются уже существующие рыночные структуры, как правило, доступные для более широкого круга участников.

Операции репо, проводимые центральными банками, в отличие от прямых операций купли/продажи (*outright sales and purchases*) на открытом рынке:

- не требуют обязательного наличия высоколиквидных рынков ценных бумаг, выступающих обеспечением по операциям репо;

- не требуют наличия жесткой связи

межбанковских депозитов.

между сроками операций репо и сроками до погашения ценных бумаг, выступающих обеспечением по операциям репо;

- практически не оказывают влияния на рыночные цены соответствующих бумаг (при использовании операции репо с взаимозаменяемостью базовых выпусков ценных бумаг (*general collateral*), широко распространенных в международной практике).

Преимущества репо как инструмента монетарной политики для участников финансовых рынков

Операции репо против центральных банков:

- как правило, позволяют участникам осуществлять операции с центральными банками на условиях, приближенных к рыночным, а в ряде случаев — по реальным рыночным ставкам;

- позволяют получать дополнительный доход от управления портфелями ценных бумаг, являющихся обеспечением по операциям обратного репо;

- служат для участников одним из основных индикаторов намерений центральных банков в отношении политики краткосрочных (а в ряде случаев — и среднесрочных) процентных ставок денежного рынка;

- выступают для участников, также как и для ЦБ, одним из важнейших показателей для оценки кредитных спрэдов других финансовых инструментов;

- во многих странах рынки репо против центральных банков играют роль своего рода «эталонных рынков» (с точки зрения организации, технологий и т.п.) по отношению к другим рынкам репо.

Основное преимущество репо как инструмента денежно-кредитной политики в целом

Основным общепризнанным в мировой практике преимуществом операций репо по сравнению с другими инструментами денежно-кредитной политики (помимо упоминавшихся выше безрисковости и гибкости) в целом является **рыночный характер этих операций** (*indirect market-based instruments*).

Они позволяют монетарным властям, используя существующие рыночные

структуры и механизмы, эффективно управлять ликвидностью банковской системы и ставками денежного рынка:

- не прибегая к прямому административному регулированию операций межбанковского рынка (*direct controls*), ослабляющему финансовый сектор;
- не облагая банковскую систему дополнительным «скрытым налогом» (*implicit tax*) как, например, в случае обязательных резервных требований без начисления соответствующих рыночных процентов;
- не оказывая прямого давления и находясь в меньшей зависимости от колебаний конъюнктуры других финансовых рынков (в силу своей «возвратной» основы);
- одновременно снижая издержки участников и создавая для них новые инвестиционные возможности.

Данные о роли операций репо в денежно-кредитной политике монетарных властей ведущих индустриально развитых и развивающихся стран приведены в табл. 6, 7.

ЗНАЧЕНИЕ РЫНКОВ РЕПО «ВСЕ ПРОТИВ ВСЕХ» ДЛЯ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ

Будучи создателями и основными регуляторами рынков прямого и обратного репо против центральных банков, служащих важнейшим механизмом реализации денежно-кредитной политики, центральные банки в большинстве стран мира также активно способствуют становлению и развитию рынков репо между непосредственными участниками финансовых рынков (так называемое репо «все против всех»).

Причина этого - в жизненной заинтересованности центральных банков в развитии финансовых рынков как таковых. Их главная цель состоит в содействии формированию эффективно функционирующих национальных и международных финансовых рынков, способных в максимальной степени самостоятельно (без непосредственного вмешательства монетарных властей) эффективно перераспределять ресурсы финансовой системы и противостоять колебаниям национальной и мировой

экономической конъюнктуры.

ЗНАЧЕНИЕ ОПЕРАЦИЙ РЕПО ДЛЯ УЧАСТНИКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Операции репо выступают для участников финансовых рынков традиционным инструментом:

- привлечения денежных займов (*general repo или cash-driven repo*);
- привлечения займов конкретных выпусков ценных бумаг под обеспечение денежными активами (*specific/special repo или securities-driven repo*);
- фондирования коротких и финансирования длинных позиций по бумагам, в том числе с использованием мультиплицирующего эффекта (*leverage*)¹¹;
- осуществления поставок ценных бумаг по срочным (фьючерсным и опционным) контрактам;
- проведения спекулятивных арбитражных операций как на самом рынке репо, так и с использованием других финансовых инструментов (особенно — деривативов).

Наряду с этим операции репо в настоящее время являются для участников одним из важнейших инструментов управления рисками. Их использование по сравнению с необеспеченными кредитами практически исключает кредитные риски (*credit risks*) участников в части рисков основной суммы (*principal sum risks*) и предоставляет участникам механизмы страхования существующих ценовых рисков (*replacement cost risks*) и рисков ликвидности (*liquidity risks*)¹²; создает возможность хеджирования процентных и валютных рисков участников; в целом существенно снижает вероятность наступления системных рисков (*systemic risks*) на финансовых рынках.

При этом благодаря низкой рискованности операции репо являются для участников одним из самых дешевых источников

¹¹ Мультиплицирующий эффект достигается за счет так называемого «перерепования», когда деньги/бумаги, полученные по одной сделке репо, используются для дальнейшей передачи по новой сделке репо и т.д.

¹² Риски сторон при проведении операций репо ограничиваются, преимущественно, кредитными рисками в части рисков, связанных с ценовой волатильностью рынка, и рисками ликвидности в случаях «дефолтов» контрагентов.

привлечения дополнительной ликвидности (по деньгам и по бумагам) и достижения мультиплицирующего эффекта и в целом снижают издержки участников фондовых рынков и их клиентов.¹³

ВЛИЯНИЕ РЫНКОВ РЕПО НА РАЗВИТИЕ ДРУГИХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

В настоящее время рынки репо являются одним из наиболее динамично развивающихся сегментов мировых финансовых рынков, выступающим одним из узловых механизмов повышения емкости, ликвидности и устойчивости других финансовых рынков и их интеграции в единое финансовое пространство.

При этом операции репо:

в отношении денежных рынков:

- замещают более рискованные (необеспеченные) традиционные инструменты денежных рынков;

- способствуют становлению и эффективному функционированию рынков кредитования ценными бумагами (под обеспечение денежных активов);

- способствуют развитию рынков межбанковского кредитования и рынков краткосрочных ссудно-заемных операций (инструментов) в целом;

в отношении фондовых рынков:

- создают эффективный механизм финансирования «длинных» и фондирования «коротких» позиций ;

- способствуют повышению качества ценообразования в результате формирования «истинных» рыночных цен (*price discovery*);

- обеспечивают достижение мощного мультиплицирующего эффекта;

- формируют дополнительный спрос на ценные бумаги, служащие обеспечением по репо, качественно повышают оборачиваемость таких ценных бумаг;

- способствуют повышению ликвидности фондовых рынков в целом;

в отношении валютных рынков:

- образуют новый класс кросс-валютных операций репо;

- дают возможность арбитража по операциям репо с активами, номинированными в различных валютах;

- создают (наряду с традиционными срочными инструментами) дополнительную возможность хеджирования валютных рисков;

- используются для управления валютными позициями участников;

в отношении срочных рынков:

- обеспечивают гибкую возможность осуществления поставок ценных бумаг по заключенным срочным (фьючерсным и опционным) контрактам;

- создают новый класс арбитражных операций между ставками репо и ставками срочных контрактов (например, краткосрочных процентных фьючерсов);

- замещают традиционные срочные инструменты хеджирования процентных и валютных рисков;

в отношении рынков других производных инструментов:

- выполняют экономические функции, в значительной мере аналогичные рынкам свопов;

- формируют новые классы своп-операций (например, СВОПы на базовые активы, выступающие обеспечением по операциям репо);

- могут быть как встроены сами, так и имплантированы в себя большинство синтетических финансовых инструментов, присутствующих на современных финансовых рынках.

ПРИЛОЖЕНИЯ:

Таблица 1. Объемы рынков репо в развитых странах, млрд.*

* Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics. BIS // CGFS, Basle, 2001. March.

Таблица 2. Соотношение размеров рынков репо и рынков государственных ценных бумаг*

*Securities Lending Transactions: Market Development and Implications // IOSCO/BIS, Technical committee IOSCO/CPSS BIS. 1999. July.

Таблица 3. Сравнительные размеры рынков репо и основных макроэкономических агрегатов в развитых странах*

* Implications of repo markets for central banks // BIS, CGFS, Basle. 1999. 9 March

Таблица 4. Унифицированные инструменты проведения единой денежно-кредитной политики в рамках

¹³ Кроме того, операции репо, как правило, не увеличивают размеры обязательного резервирования.

Евросистемы*

* The Single Monetary Policy in Stage Three: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures // European Central Bank. 2000. November.

** Под «маргинальным» кредитованием (marginal lending) в ЕДКП понимается кредитование по «крайним» ставкам, задающим верхнюю границу ставок «овернайт» (межбанковского) денежного рынка.

Таблица 5. Доля операций репо в рефинансировании финансового сектора центральными банками развитых стран*, %

* Implications of repo markets for central banks // BIS, CGFS, Basle. 1999. 9 March.

Таблица 6. Базовые функции операций репо в денежно-кредитной политике центральных банков развитых стран*

* Claudio E.V. Borio: The implementation of monetary policy in industrial countries: a survey // BIS, Economic Papers 1997. July. № 47.

* Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics // BIS, CGFS, 2001. March.

Таблица 7. Роль операций репо как инструмента денежно-кредитной политики развивающихся стран*

- Jozef Van't dack. Implementing monetary policy in emerging markets economies: an overview of issues // BIS, Policy Papers 1999. March. № 5.

Таблица 1

ПРИЛОЖЕНИЯ

Таблица 1. Объемы рынков РЕПО в развитых странах (в млрд.) *

	США (в долл.)	Франция (в евро)	Велико- британия (в фун.ст.)	Япония (в иенах)	Италия (в евро)	Германия (в евро)	Бельгия (в евро)	Швеция (в кронах)
1990	777,8				11,0			
1995	1520,4	240,3		11079,8	77,3			
1996	1649,8	322,8		11945,5	85,2			
1997	2194,5	320,2	74,9	9979,5	87,4			
1998	2372,0	296,4	97,1	11516,5	93,3			
1999	2517,1	159,1	102,5	20798,6	122,5	81,2	111,7	
2000	2636,8	149,1	138,2	22661,0	163,7	137,8	97,7	400,0
в долларах США								
2000	2636,8	240,7	206,0	197,2	137,8	119,6	90,9	42,2

* Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics. BIS, CGFS, Basle, March 2001.

Таблица 2. Соотношение размеров рынков РЕПО и рынков государственных ценных бумаг *

	Объем госбумаг, задействованных в операциях РЕПО, млн. долл.	Общий объем рынка госбумаг, млн. долл.	Отношение объема госбумаг , задействованных в операциях РЕПО, к общему объему рынка госбумаг, %	Дата расчета
Бельгия	74 086	252 769	29,3	Июнь 1998
Франция	259 664	704 486	36,8	Март 1999
Германия	162 026	295 491	54,8	Март 1999
Италия	100 603	1 062 578	9,5	Май 1998
Япония	576 049	2 422 362	23,8	Февраль 1999
Мексика	8 580	33 631	25,5	Декабрь 1998
Нидерланды	58 494	194 303	32,2	Сентябрь 1998
Испания	46 488	201 217	23,1	Февраль 1999
Швеция	36 891	127 644	28,9	Декабрь 1998
Швейцария	11 393	41 001	27,8	Декабрь 1998
Великобритания	179 638	482 662	37,2	Июнь 1998
США	1 853 924	3 355 500	55,3	Февраль 1999

*Securities Lending Transactions: Market Development and Implications. IOSCO/BIS, Technical committee IOSCO/CPSS BIS, July 1999.

Таблица 3. Сравнительные размеры рынков РЕПО и основных макроэкономических агрегатов в развитых странах *

Страна	Год	Размер рынка РЕПО (в %) по отношению к		
		ВВП	МЗ	Государственный долг
Бельгия	1995	18,4	22,5	23,5
	1997	25,0	28,9	31,0
Франция	1995	14,5	20,4	34,7
	1997	21,7	32,8	47,3
Италия	1995	8,1	9,0	6,5
	1997	9,9	11,1	7,3
Япония	1995	н/д	н/д	н/д
	1997	5,7	2,8	9,0
Великобритания	1995	0,0	0,0	0,0
	1997	9,5	10,0**	17,4
США	1995	12,0	18,3	17,8
	1997	14,9	22,9	22,4

* Implications of repo markets for central banks. BIS, CGFS, Basle, 9 March 1999.

** Для Великобритании в качестве базы использован агрегат М4.

Таблица 4. Унифицированные инструменты проведения единой денежно-кредитной политики в рамках Евросистемы *

Инструменты денежно-кредитной политики	Направление воздействия на денежный рынок		Сроки операций	Периодичность проведения	Используемые процедуры
	рефинансирование	стерилизация			
Операции на открытом рынке (Open market operations)					
Базовые операции по рефинансированию	• РЕПО	-	• 2 недели	• Еженедельно	• Стандартные аукционы
Среднесрочные операции по рефинансированию	• РЕПО	-	• 3 месяца	• Ежемесячно	• Стандартные аукционы
Операции “точной настройки”	• РЕПО • Валютные свопы	• Валютные свопы • Срочные депозиты • РЕПО	• Не стандартизованы	• По мере необходимости	• Быстрые аукционы • Двусторонние операции
	• Прямые покупки на открытом рынке	• Прямые продажи на открытом рынке	-	• По мере необходимости	• Двусторонние операции
Структурные операции	• РЕПО	• Выпуск депозитных сертификатов	• Стандартизованы/ не стандартизованы	• Регулярно/нерегулярно	• Стандартные аукционы
	• Прямые покупки на открытом рынке	• Прямые продажи на открытом рынке	-	• Нерегулярно	• Двусторонние операции
Постоянно действующие возможности (Standing facilities)					
Маргинальное кредитование **	• РЕПО	-	• Овернайт	• Доступ по усмотрению участников	
Депозиты	-	• Депозиты	• Овернайт	• Доступ по усмотрению участников	
Обязательные резервные требования (Reserve requirements)					
Минимальные резервные требования	-	-	• Срок поддержания - 1 месяц	• На основе среднедневных остатков за период • С начислением процентов по ставке РЕПО как базовой операции по рефинансированию • С возможностью использования для проведения внутридневных расчетов	

* The Single Monetary Policy in Stage Three: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures. European Central Bank, November 2000.

** Под “маргинальным” кредитованием (marginal lending) в ЕДКП понимается кредитование по “крайним” ставкам, задающим верхнюю границу ставок “овернайт” (межбанковского) денежного рынка.

**Таблица 5. Доля операций РЕПО в рефинансировании финансового сектора
центральными банками развитых стран ***

	Бельгия	Германия	Италия	Япония	Нидерланды	Швеция	Швейцария	Великобритания	США
1992	52%		84%		20%	-	-		
1993	63%	72%	96%		43%	-	-		
1994	63%	67%	95%		43%	98%	-	28%	
1995	73%	68%	83%		57%	95%	-	23%	
1996	70%	71%	98%	0%	81%	74%	-	45%	
1997	73%	72%	93%	14%	58%	86%	-	66%	
1998 (июнь)	н/д	н/д	н/д	43%	-	95%	50%	70%	100%

* Implications of repo markets for central banks. BIS, CGFS, Basle, 9 March 1999.

Таблица 6. Базовые функции операций РЕПО в денежно-кредитной политике центральных банков развитых стран *

	Тип инструмента	Год внедрения	Цели использования		Выполнение функции ориентира % ставок	
			Рефинансирование	Стерилизация	Рефинансирование	Стерилизация
Австралия	РЕПО	н/д	+	+	+	+
Австрия	РЕПО	н/д	+	+	Базовый	+
Бельгия	РЕПО	1991	+	+	Базовый	-
Франция	РЕПО	1988 -1993	+	+	Базовый	+
Германия	РЕПО	1973	+	-	Базовый	-
Италия	покупка/ обратная продажа	1979	+	+	Базовый	Базовый
Нидерланды	займы под обеспечение	1976	+	-	Базовый	-
Канада	покупка/обратная продажа	1953	+	+	+	+
Япония	покупка/обратная продажа, кредитование ценными бумагами	1987 -1997	+	+	+	+
Испания	РЕПО	н/д	+	+	Базовый	+
Швеция	покупка/обратная продажа	1994	+	+	Базовый	Базовый
Швейцария	РЕПО	1998	+	+	+	+
Великобритания	РЕПО	1997	+	-	Базовый	-
США	РЕПО	1920-е	+	+	+	+

* Claudio E.V.Borio: The implementation of monetary policy in industrial countries: a survey. BIS, Economic Papers N 47, July 1997.

* Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics. BIS, CGFS, March 2001.

Таблица 7. Роль операций РЕПО как инструмента денежно-кредитной политики развивающихся стран *

	Выполнение функции ориентира % ставок	Цель	
		Рефинансирование	Стерилизация
Индия	Вспомогательный	+	+
Индонезия	+	+	+
Корея	+	+	+
Сингапур	+	+	+
Тайланд	Вспомогательный	+	+
Бразилия	Базовый	+	+
Чили	+	+	+
Колумбия	+	+	-
Мексика	+	+	+
Перу	+	+	+
Израиль	+	+	+
Польша	+	+	+
Саудовская Аравия	Базовый	+	+
Южная Африка	Базовый	+	+

* Jozef Van't dack. Implementing monetary policy in emerging markets economies: an overview of issues. BIS, Policy Papers N 5, March 1999.