

УДК 336.7

ЕВОЛЮЦІЯ ФУНКЦІЙ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ

Амалян Н. Д.

Кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів та фінансово-економічної безпеки Українського державного університету фінансів та міжнародної торгівлі.

Амалян А. В.

Аспірант Національної академії статистики, обліку та аудиту.

Анотація. *Однією з головних функцій центральних банків є реалізація монетарної політики (грошово-кредитного регулювання). Традиційно, до останньої фінансової кризи, було прийнято вважати, що у цій сфері вони виступають «кредитором останньої інстанції»: центральні банки надають комерційним банкам, які мають тимчасові проблеми з ліквідністю, кредити під високонадійну заставу (кредитують без обмежень, під надійну заставу та під високу ставку). Але у 2007 році Анна Сіберт та Віллем Буїтер запропонували нове бачення функцій центрального банку, визначивши їх ще й «маркет-мейкером останньої інстанції». І, наче за помахом чарівної палички, майже відразу всі найбільші центральні банки почали надавати кредити під заставу цінних паперів, забезпечених іпотекою або іншими активами (після доведення ставки рефінансування майже до нуля).*

Стаття присвячена аналізу передумов виникнення нової функції центральних банків та інструментів її реалізації на сучасному етапі. Головна увага приділяється наслідкам такого масштабного кредитування під заставу новітніх продуктів фінансової інженерії з практично нульовою ринковою вартістю.

Ключові слова: *кредитор останньої інстанції, маркет-мейкер останньої інстанції, сек'юритизація, забезпечені активами цінні папери, застава.*

Постановка проблеми. Для боротьби з наслідками безпрецедентної за глибиною останньої фінансової кризи центральні банки провідних країн світу вдаються до таких само безпрецедентних засобів і методів грошово-кредитної політики. Одним з них із них стало широкомасштабне рефінансування комерційних банків власної країни. У США, зокрема, обсяг наданих ФРС кредитів зріс з 211 млн.доларів на початку 2007 року [1] до 4 407 615 млн. у вересні 2014 [2], 1,701 трильйонів з яких було надано під заставу забезпечених іпотекою цінних паперів (MBS)¹. Масштаби та динаміка рефінансування комерційних банків під заставу забезпечених активами цінних паперів обумовлюють доцільність більш прискіпливого аналізу функцій центрального банку в період «Великої рецесії».

Мета статті. Стаття присвячена аналізу механізму виникнення нової функції центральних банків як «маркет-мейкера останньої інстанції» та інструментів і наслідків її реалізації.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Ця проблема є практично не дослідженою у вітчизняній науковій літературі.

¹ Варто вказати, що лише за один останній тиждень (з 10 до 17 вересня 2014 року) сума кредитів, наданих під заставу MBS (mortgage-backed security), зросла на 23 млрд. доларів.

В зарубіжній фаховій літературі вперше питання функції центрального банку як маркет-мейкера останньої інстанції було сформульовано у серпні 2007 р. на офіційному сайті Центру досліджень економічної політики Vox Анною Сіберт та Віллемом Буїтером [3]. З того часу дослідженню цього явища присвятили свої роботи багато фінансистів – як теоретиків, так і практиків. До числа останніх відносяться віце-президент Банку Японії Хіроші Накасо (Hiroshi Nakaso) [4], керівник Банку Ізраїлю Стенлі Фішер, співробітники науково-дослідних департаментів Банку Франції (Наташа Валла – Natacha Valla), Федеральної резервної системи (Генрі Уоллич – Henry C. Wallich) та багато інших фахівців. Наразі найбільше уваги дослідженню нових функцій центрального банку приділяє професор Колумбійського університету (Barnard College/Columbia university) та директор освітніх програм в Інституті Нового економічного мишлення (Institute for New Economic Thinking) Перрі Мерлінг (Mehrling, Perry), який не тільки опублікував фундаментальне дослідження з цього питання [5], але й навіть включив цю тему до університетської програми «Гроші та банківництво» [6].

Основні результати дослідження. Майже півтора сторіччя тому один із перших дослідників ролі та функцій центральних банків, британський економіст і політичний філософ Уолтер Беджет, вперше (у розвиток теорій Генрі Торнтона²) чітко сформулював основні функції центрального банку. Наразі вони відомі широкому загалу як «Bagehot's Dictum» – максима Беджета [7]. Згідно з цією максимою, у період банківської кризи центральний банк країни за необхідності має:

- надавати кредити комерційним банкам без обмежень;
- кредитувати під високу відсоткову ставку;
- вимагати надійну (безризикову) заставу.

Такий підхід до трактування функцій центрального банку визначив основну роль центробанку як «кредитора останньої інстанції».

У повній відповідності до вищевказаних принципів центральні банки впродовж всього наступного періоду надавали коротко-строкові кредити для поповнення тимчасової нестачі ліквідності, стягуючи з позичальників (банків другого рівня) відповідну плату. Як правило, ці кредити мали бути забезпечені торговими векселями, державними цінними паперами або власними борговими зобов'язаннями банків. У Сполучених Штатах, зокрема, кредитування комерційних банків відбувалось під заставу державних цінних паперів (облігацій, казначейських векселів), а Банк Англії, як і більшість континентальних банків Європи, надавав позики переважно під заставу комерційних векселів.

У часи Беджета комерційні та казначейські векселі були головною статтею активів банків другого рівня. Ці векселі мали свою номінальну ціну, яка відрізнялась від ринкової лише за терміном до погашення та величиною облікової ставки (яку встановлювали комерційні банки). Фактично комерційні банки виступали на ринку векселів у ролі маркет-мейкерів (market maker): вони забезпечували постійні та ефективні двосторонні котирування цін (ставки відсотку) при будь-яких ринкових умовах і підтримували стабільність на ринку, згладжуючи коливання цін; одним з головних їх завдань було (і залишається) забезпечення ліквідності на відповідному сегменті фінансового ринку та прийняття на себе ризику утримання на своєму балансі певної кількості відповідних цінних паперів. У деяких країнах, як, наприклад, в Англії, у цьому сегменті навіть створювались спеціальні квазібанківські інституції – дисконтні дома, які сторіччями відігравали роль буфера між центральним банком та комерційними банками Англії, виступаючи в ролі маркет-мейкера на ринку комерційних векселів.

¹ Найбільш відома праця Г. Торнтона: An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain, 1802.

Для виконання поставлених перед ними завдань маркет-мейкери грошового ринку повинні були мати стимули та достатній капітал для реалізації своєї рутинної функції стабілізації ринку. Від звичайних ринкових посередників вони відрізнялись тим, що діяли не як агенти кінцевих користувачів, а в якості принципалів.

Коли у комерційних банків виникали проблеми з ліквідністю, вони могли переоблікувати векселі у центральному банку, що сприяло вирішенню не тільки проблеми пропозиції грошей та їх здешевленню, але й упередженню системного ризику. Кінцевою метою було збільшення попиту на гроші і, відповідно, стимулювання економіки.

З роками мета монетарної політики центральних банків не змінилась, але методи її досягнення зазнали значних змін. Головними факторами, що стимулювали ці зміни, стала поява (і) нових форм кредитно-фінансових установ та (ii) нових інструментів фінансового ринку; разом вони суттєво поглибили «невизначеність Найта» (*Knightian uncertainty*), яку автор терміну Френк Найт (Frank Hyneman Knight) визначав як ризик, який не піддається виміру.

Новою формою кредитно-фінансових установ стала ціла мережа фінансових посередників – таких як структурні інвестиційні компанії SIV, фонди ETF, кондуїтні компанії, хеджеві фонди тощо – які об'єднуються фахівцями під терміном «shadow banking system» (що перекладається на українську мову як «тіньове» або «нерегульоване банківництво»). Усі вони є представниками окремого сегменту фінансового ринку, що функціонує поза контролем та наглядом офіційних банківських регуляторів (в тому числі і центральних банків). Визначальною ознакою їхньої діяльності є трансформація термінів погашення та ліквідності, передача кредитного ризику та високий рівень левериджу, а їхньою метою є забезпечення фондування ринку капіталів коштами грошового ринку. На сучасному етапі обсяг тіньового банкінгу вже перевищив глобальний ВВП – він оцінюється у більш ніж 100 трлн. доларів [8].

Основним механізмом, який використовується в тіньовому банківництві, є класична чи синтетична сек'юритизація активів (*securitization of assets*). Цей процес Національний банк України визначає як «спосіб трансформування боргових зобов'язань банку у ліквідні інструменти ринку капіталів шляхом випуску боргових цінних паперів, забезпечених пулом однорідних активів» [9]. Іншими словами, це процес перетворення неліквідних фінансових активів на інструменти ринку капіталів, що придатні для продажу.

Питання лише в їхній ринковій ціні.

Специфікою боргових цінних паперів, забезпечених пулом однорідних активів, є їхнє траншування компанією спеціального призначення – SPV (*Special Purpose Vehicle*), що створюється банком для реалізації даного проекту. Така компанія (як правило, одноразового використання) списує на себе активи з балансу материнського банку і випускає під них боргові цінні папери (облігації чи ноти), розміщуючи їх серед інвесторів. Емітовані SPV боргові зобов'язання, як правило, розподіляються на транші (класи). Перший транш – це облігації чи ноти «старшого» класу (*senior class obligations or notes*). До нього входять цінні папери, які мають найвищий кредитний рейтинг (від AAA до BBB за класифікацією *Standard&Poog's*). Ці облігації мають найбільш якісне забезпечення і, відповідно, найменший ризик і найменшу відсоткову ставку. Другий випуск – проміжні облігації чи ноти (*mezzanine class obligations or notes*). Це цінні папери середньої інвестиційної якості, тобто середньої ризиковості та доходності. Третій випуск, найбільш ризикований, має назву *equity-транш*. До нього входять облігації чи ноти, які не мають ніякого рейтингу. Покупці цих облігацій отримують більш високу доходність, але вони першими наражаються на ризик втрат у випадку дефолту [10].

За нормальних умов ринкова ціна облігацій всіх трьох траншів суттєво не відрізняється від номінальної. Як правило, її стабільність підтримується великими банками, які виступають як продавцями, так і покупцями таких забезпечених активами облігацій чи нот (фактично – маркет-мейкерами). Але коли перегрітий фінансовий ринок падає, приватні маркет-мейкери, що працюють в рамках стратегії короткострокового прибутку, можуть не мати ні стимулів, ні капіталу, для того, щоб скуповувати боргові цінні папери, що стрімко знецінюються [11]. У такому разі врятувати ринок (і, в кінцевому рахунку, економіку) від колапсу можуть лише центральні банки, які не націлені на максимізацію прибутку і мають достатньо ресурсів, щоб поглинути івилучити з ринку необхідну кількість сумнівних активів.

Можливість такого розвитку подій вперше спрогнозували у 2007 році професор економіки Біркбек (Лондонського університету) Анна Сіберт (Anne Sibert) та головний економіст Citigroup Віллем Буїтер (Willem Buiter), які і сформулювали новий термін – «маркет-мейкер останньої інстанції». Творці нового терміну припускали, що центральні банки можуть почати виконувати функції «маркет-мейкера останньої інстанції» двома способами: за першим мала відбуватись пряма купівля та продаж ними широкого спектра цінних паперів приватного сектора; за другим передбачалось прийняття тим самими цінних паперів приватного сектора в якості застави для РЕПО і в операціях через дисконтне вікно [3].

Передбачення А. Сіберт і Віллема Буїтера справдились менш ніж за рік: вже у листопаді 2008 ФРС витратила на закупівлю забезпечених іпотекою цінних паперів 600 млрд.дол., а на початок 2010 номінальна вартість таких паперів на балансі ФРС перевищила 1,225 трлн. доларів. В рамках третьої Програми кількісного пом'якшення (QE3), що стартувала у вересні 2012, на покупку забезпечених активами цінних паперів щомісячно впродовж року виділялось 85 млрд.доларів; і хоча в подальшому сума покупок поступово зменшувалась, на даний момент ФРС все ще продовжує брати на баланс забезпечені активами комерційні цінні папери – так само як і Європейський центральний банк, Банк Японії та багато інших центральних банків.

Фактично банки першого рівня вже перетворились на маркет-мейкера останньої інстанції, до того ж однобокого: наразі вони лише скуповують або беруть у якості застави цінні папери невисокої якості.

Результати акумуляції ризикових активів на балансах центробанків не є однозначними, оскільки вони цілком залежать від подальшої динаміки розвитку ринків відповідних активів. Якщо, у найкращому випадку, ці ринки відновляться (з відповідним зростанням до номінальних цін на придбані або взяті під заставу цінні папери), тоді центральні банки зможуть повернути свої кредити. Якщо ж, у гіршому випадку, ринкові ціни на ризиковані цінні папери не повернуться до свого номіналу, ці цінні папери залишаться на балансі центробанків, що буде рівноцінно незабезпеченій емісії грошей.

Висновки. На жаль, наразі є всі свідчення реалізації в провідних країнах світу саме другого варіанту. Свідченням цього можна вважати реакцію на програм QE1, QE2 та QE3 грошового ринку США: швидкість обігу грошей станом на вересень 2014 впала до найнижчого за всі часи спостереження показника – 1,5 [12], а грошовий мультиплікатор – до 0,7 [13]. Як видається, останній показник ставить під сумнів звичну термінологію у сфері монетарної політики – більш обґрунтованою була б назва «дивізор».

Список використаної літератури

1. Офіційний сайт ФРС. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.federalreserve.gov/releases/h3/20070614/>.

2. Офіційний сайт ФРС. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.federalreserve.gov/releases/h41/current/h41.htm.
3. Willem Buiter, Anne Sibert. The Central Bank as the Market Maker of last Resort: From lender of last resort to market maker of last resort. 13 August 2007 – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.voxeu.org/article/subprime-crisis-what-central-bankers-should-do-and-why.
4. Hiroshi Nakaso: Financial crises and central banks' «Lender of Last Resort» function Remarks by Mr Hiroshi Nakaso, Deputy Governor of the Bank of Japan, at the Executive Forum «Impact of the financial crises on central bank functions», hosted by the World Bank, Washington DC, 22 April 2013. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.bis.org/review/r130424d.pdf.
5. Perry Mehrling. The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort. – Princeton, Princeton University Press. – 2010. – 192 с.
6. Economics of Money and Banking, Part Two [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://class.coursera.org/money>.
7. LOMBARD STREET A Description of the Money Market. By WALTER BAGEHOT – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://socserv.socsci.mcmaster.ca/econ/ugcm/3ll3/bagehot/lombard.html>.
8. Блог The True Size of the Shadow Banking System Revealed – Medium.com. 27 September 2013. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://medium.com/the-physics-arxiv-blog/the-true-size-of-the-shadow-banking-system-revealed-spoiler-humongous-5e1dd9d1642>.
9. Визначення Національного банку України. – Офіційний сайт НБУ. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=123640.
10. О. В. Олійник, В. М. Пересада. Нові технології залучення фінансових ресурсів українськими банками на ринках єврооблігацій. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.esteticamente.ru/portal/soc_gum/znpkhnpu_eko/2008_8/14.html.
11. Laurent Le Maux and Laurence Scialom. Central Banks and Financial Stability: Rediscovering the lender-of-last-resort practice in a finance economy. June 2012. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.gredeg.cnrs.fr/colloques/gide/papers/2012%20Gide%20LeMauxScialom.pdf>.
12. Офіційний сайт ФРС. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/M2V>.
13. Офіційний сайт ФРС. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: research.stlouisfed.org/fred2/series/MULT.

EVOLUTION OF THE CENTRAL BANK FUNCTIONS AMID THE FINANCIAL CRISIS

Amalyan N. D.

PhD (economics), Associate Professor of the department of Finance and the financial and economic security of Ukrainian State University of Finance and International Trade.

Amalyan A. W.

Postgraduate student of National Academy of Statistics, Accounting and Auditing.

Abstract. *Monetary policy is one of the main functions of central banks. Till the latest financial crisis it was a hereditary custom to attribute to central banks the function of a «lender of last resort»: central banks are providing credits for commercial banks with temporary shortages of liquidity – they lend freely, at a penalty rate and against good collateral. But in 2007*

Anne Sibert and Willem Buiter coined the new definition of the central bank as a «market-maker of last resort», and as if with a wave of a magic wand almost in a trice all top level central banks started providing loans on the security of asset or mortgage backed securities (after reducing interest rate nearly to zero).

This article is intended to analyze the background of the new function emergence and the tools designed to its implementation at the current phase. The main point, attracting attention, is the outcome of such large scale lending on the security of modern products of financial engineering with negligible market value.

Key words: «lender of last resort», «market-maker of last resort», securitization, asset backed securities, collateral.

Referances

1. Official FRS website. [Electronic resource]. – Rezhym dostupu: <http://www.federalreserve.gov/releases/h3/20070614/>.
2. Official FRS website. [Electronic resource]. – Rezhym dostupu: www.federalreserve.gov/releases/h41/current/h41.htm.
3. Willem Buiter, Anne Sibert. The Central Bank as the Market Maker of last Resort: From lender of last resort to market maker of last resort. 13 August 2007 [Electronic resource]. – Rezhym dostupu: www.voxeu.org/article/subprime-crisis-what-central-bankers-should-do-and-why.
4. Hiroshi Nakaso: Financial crises and central banks' «Lender of Last Resort» function Remarks by Mr Hiroshi Nakaso, Deputy Governor of the Bank of Japan, at the Executive Forum «Impact of the financial crises on central bank functions», hosted by the World Bank, Washington DC, 22 April 2013. [Electronic resource]. – Rezhym dostupu: www.bis.org/review/r130424d.pdf.
5. Perry Mehrling. The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort. – Princeton, Princeton University Press. – 2010. –192 c.
6. Economics of Money and Banking, Part Two. [Electronic resource]. – Rezhym dostupu: <https://class.coursera.org/money/>.
7. LOMBARD STREET A Description of the Money Market. By WALTER BAGEHOT – [Electronic resource]. – Rezhym dostupu: <http://socserv.socsci.mcmaster.ca/econ/ugcm/3ll3/bagehot/lombard.html>.
8. Blog The True Size of the Shadow Banking System Revealed – Medium.com. 27 September 2013. [Electronic resource]. – Rezhym dostupu: <https://medium.com/the-physics-arxiv-blog/the-true-size-of-the-shadow-banking-system-revealed-spoiler-humongous-5e1dd9d1642>.
9. National Bank of Ukraine definition – NBU official website. [Electronic resource]. – Rezhym dostupu: www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=123640.
10. Oliynyk O. V., Peresada V. M. New technologies of financial resources attraction by Ukrainian banks at the Eurobond market / O. V. Oliynyk, V. M. Peresada. [Electronic resource]. – Rezhym dostupu: www.esteticamente.ru/portal/soc_gum/znpkhnpu_eko/2008_8/14.html.
11. Laurent Le Maux and Laurence Scialom. Central Banks and Financial Stability: Rediscovering the lender-of-last-resort practice in a finance economy. June 2012. [Electronic resource]. – Rezhym dostupu: <http://www.gredeg.cnrs.fr/colloques/gide/papers/2012%20Gide%20LeMauxScialom.pdf>.
12. Official FRS website. [Electronic resource]. – Rezhym dostupu: <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/M2V>.
13. Official FRS website. [Electronic resource]. – Rezhym dostupu: research.stlouisfed.org/fred2/series/MULT.

ЭВОЛЮЦИЯ ФУНКЦИЙ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА В УСЛОВИХ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА

Амальян Н. Д.

Кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов и финансово-экономической безопасности Украинского государственного университета финансов и международной торговли.

Амальян А. В.

Аспирант Национальной академии статистики, учета и аудита.

Аннотация. *Одной из главных функций центральных банков является проведение монетарной политики (денежно-кредитного регулирования). Традиционно, до последнего*

финансового кризиса, было принято считать, что в этой сфере они выступают «кредитором последней инстанции»: центральные банки предоставляют коммерческим банкам, испытывающим временные проблемы с ликвидностью, кредиты под высоконадежный залог (кредитуют без ограничений, под надежный залог и под высокую процентную ставку). Но в 2007 году Анна Сиберт и Виллем Буитер предложили новое видение функций центрального банка, назвав их еще и «маркет-мейкерами последней инстанции». И, как по мановению волшебной палочки, практически сразу крупнейшие центральные банки начали выдавать кредиты под залог обеспеченных ипотекой или другими активами ценных бумаг (после снижения ставки рефинансирования почти до нуля).

Статья посвящена анализу предпосылок возникновения новой функции и инструментов ее реализации на современном этапе. Основное внимание уделяется последствиям столь масштабного кредитования под залог новейших продуктов финансовой инженерии с практически нулевой рыночной стоимостью.

Ключевые слова: Кредитор последней инстанции, маркет-мейкер последней инстанции, секьюритизация, обеспеченные активами ценные бумаги, залог.