

Глава 4

Денежные рынки

Разделы программы

(b)(ii)1. Продемонстрируйте знание и понимание инструментов денежного рынка и рынка этих инструментов.

0. Введение

Основными игроками на денежных рынках обычно являются:

- правительство (через Центральный банк);
- местные или федеральные правительственные организации;
- банки и другие финансовые институты, такие как организации взаимных сбережений или кредитные организации (называемые в Великобритании «строительными обществами»);
- компании, имеющие излишек фондов или потребность в краткосрочных займах;
- брокеры, действующие в качестве посредников, организующих сделки на денежных рынках.

Перечисленные выше организации могут в одних случаях быть кредиторами (или инвесторами), покупающими инструменты денежного рынка, а в других случаях – заемщиками, выпускающими инструменты денежного рынка. Банки часто делают и то и другое одновременно. Они надеются заработать прибыль за счет кредитования по ставке, превышающей ставку, по которой они занимают. Организации-инвесторы могут делать краткосрочные инвестиции на денежном рынке, ссужая деньги перечисленным выше организациям.

В разделе 1 данной главы кратко напоминаются инвестиционные характеристики инструментов денежного рынка. В разделе 2 обсуждаются принципы, лежащие в основе работы денежных рынков. Наконец, в разделе 3 рассматривается привлекательность инструментов денежного рынка в разных ситуациях.

1. Инструменты денежного рынка

1.1 Инвестиционные и рисковые характеристики

Хотя существует множество различных типов инструментов денежного рынка, они обычно достаточно похожи. Основные отличия связаны с уровнем товарности и безопасности, и вытекающей отсюда небольшой разницы в предлагаемой ими ожидаемой доходности.

Природа инструментов денежного рынка описана в главах 1 и 9 Конспекта предмета 102.

Использование казначейских векселей в качестве безрисковой доходности в теории портфеля рассматривается в разделе 1.7 главы 4 предмета 109.

Поэтому обзор основных инвестиционных и рисковых характеристик включен в данную главу в качестве приложения.

Вопрос 4.1

Назовите три наиболее важные характеристики инструментов денежного рынка.

1.2 Различные типы инструментов денежного рынка

В глоссарии, в конце предмета 301, определено много разных инструментов денежного рынка. К ним относятся:

- казначейские векселя;
- векселя местных властей;
- векселя;
- депозитные сертификаты (ДС);
- документы краткосрочного коммерческого кредита;
- срочные депозиты;
- вклады до востребования;
- долговые обязательства с плавающей ставкой.

Базовые черты большинства из них должны быть известны и предметом серии 100.

Вопрос 4.2

Что означает термин ценные бумаги на предъявителя?

Вопрос 4.3

В чем разница между банковским депозитом и ДС?

Вопрос 4.4

Кто должен иметь более высокую ставку процента и почему:

- (a) трехмесячный депозитный сертификат или
- (b) трехмесячный срочный депозит?

2. Денежные рынки

2.1 Денежные рынки

На денежных рынках доминируют клиринговые банки, которые используют их, для того чтобы дать займы излишние ликвидные фонды, или занять, когда им нужны краткосрочные фонды. Межбанковские ставки обычно используются в качестве исходной величины для краткосрочных ставок процента. Центральные банки, как последние кредиторы в критической ситуации, готовы обеспечить ликвидность банковской системы. Они используют свои операции на денежном рынке, чтобы установить уровень краткосрочных ставок процента.

Операции Центрального банка на денежном рынке проводятся через (репо) соглашения о покупке с последующим выкупом, и за счет продажи и покупки казначейских и других приемлемых векселей. Другие финансовые институты и не финансовые компании также дают в долг и занимают краткосрочные фонды на денежном рынке.

При продаже казначейских векселей центральный банк получает наличные от денежного рынка. Это уменьшает объем денег и, обычно, повышает ставки процента. Аналогично, когда он продает обратно казначейские и другие векселя, которые можно продавать центральному банку, он выплачивает деньги обратно. Это обычно снижает ставки процента, поскольку ставки процента представляют собой цену использования денег.

2.2 Рынки репо

Репо это соглашение о продаже и выкупе. Соглашаясь продать вексель (и, впоследствии, выкупить его обратно) центральный банк стремится (временно) поднять ставки процента. Если репо организовано наоборот (т.е. другая организация денежного рынка соглашается продать и впоследствии выкупить у центрального банка обратно), то возникнет тенденция к временному снижению ставок.

3. Привлекательность инструментов денежного рынка в разных экономических ситуациях

3.1 Введение

Долгосрочным учреждениям, таких как компании по страхованию жизни и пенсионные фонды, обычно не имеет смысла держать большую долю активов в форме денег.

Вопрос 4.5

Приведите два базовых довода в поддержку вышеприведенного утверждения.

Организации обычно имеют некоторые денежные инвестиции. В разделе 3.2 мы рассмотрим причины того, что организации и индивидуумы держат часть своих активов на денежном рынке, несмотря на указанные выше долгосрочные проблемы. В разделе 3.3 мы рассмотрим экономические ситуации, в которых инвестор может счесть, что инструменты денежного рынка привлекательны на короткий период времени.

3.2 Почему учреждения держат деньги

Долгосрочные учреждения, такие как компании по страхованию жизни и пенсионные фонды, держат деньги только как средство обеспечения ликвидности для покрытия ожидаемых расходов, или, временно, когда они предполагают падение стоимости других активов.

Известные краткосрочные обязательства

Инвестор может иметь известные крупные расходы в ближайшее время. В этом случае, краткосрочные инвестиции денежного рынка обеспечивают идеальное согласование с обязательствами по срокам.

Неопределенные расходы, следовательно, ликвидность

Учреждения с высокой неопределенностью расходов по обязательствам, обычно стремятся поддерживать минимальный уровень ликвидности, чтобы суметь оплатить возникающие срочные обязательства.

Например, компании, занимающиеся общим страхованием, обычно держат гораздо больше денег, чем долгосрочные инвесторы, поскольку им, возможно, придется делать большие выплаты по убыткам, связанным с природными катастрофами, и они не хотят нести риск вынужденной продажи активов по низким ценам.

Организации-инвесторы, которым нужны наличные для таких целей, будут, вероятно, держать краткосрочные инструменты с высокой ликвидностью и низким кредитным риском. Их не привлечет дополнительная доходность неликвидных рыночных инструментов или инструментов с высоким кредитным риском.

Благоприятные возможности

Другие организации могут поддерживать сильную ликвидную базу, для того чтобы использовать возникающие время от времени благоприятные возможности. Если благоприятные возможности существуют только в течение короткого периода времени, инвестору нужна ликвидность, чтобы суметь ими воспользоваться.

Недавний денежный поток

Время от времени организация-инвестор может иметь большие положительные денежные потоки. При получении большого платежа, менеджер фонда не обязательно немедленно купит другие активы. Пока все фонды не будут реинвестированы, организация будет иметь большое денежное сальдо.

Сохранение номинальной стоимости капитала и неприятие риска

Резко не приемлющий риск инвестор и инвестор, которому нужно поддерживать денежную величину инвестиций, будут, вероятно, держать большую долю денежных инвестиций, чем другие.

Вопрос 4.6

При каких обстоятельствах, денежные инвестиции могут дать более высокую долгосрочную доходность, чем государственные облигации?

3.3 Экономические обстоятельства, в которых привлекательны денежные инвестиции

Экономические обстоятельства, которые могут сделать деньги временно привлекательными для долгосрочных организаций-инвесторов или других инвесторов, старающихся максимизировать доходность, включают в себя:

- **общий подъем ставок процента, который понизил спрос, как на облигации, так и на акции;**
- **начало спада, если считается, что рынок акций пострадает от замедления роста, а облигации могут пострадать от роста государственного дефицита;**
- **слабость отечественной валюты, делающая привлекательным инвестирование в другие валюты.**

Растущие ставки процента

Если ставки процента растут, доходность ценных бумаг с твердым процентом будет стремиться вырасти, и поэтому, их цены упадут.

На рынке акций тоже может наблюдаться падение цен, связанное с ростом ставок процента. Более высокие ставки, вообще говоря, снижают экономическую активность и уменьшают прибыль компаний.

Инвестор, который правильно предвидит рост ставок процента (когда другие его не предвидят) предпочтет держать деньги, чтобы не нести курсовые потери по бумагам с твердым процентом или акциям. Также может быть привлекателен более высокий номинальный доход за счет более высоких ставок процента.

Начало экономического спада

Если в стране начинается экономический спад, то отечественная фондовая биржа будет функционировать плохо. Цены на акции вряд ли вырастут, если компании борются за поддержание прибыльности.

Могут существовать опасения, что правительственные заимствования во время спада возрастут, что приведет к увеличению поставки правительственных облигаций с твердым процентом и, следовательно, к снижению цен на ценные бумаги с твердым процентом. Однако за спадом часто следует сокращение краткосрочных ставок процента, что может привести к снижению доходности и повышению цен на ценные бумаги с твердым процентом.

Следовательно, в начале спада, денежные инструменты могут быть привлекательнее облигаций и акций. Они дадут резонный поток регулярного дохода и не несут риска потерь, связанных со снижением рыночной стоимости, в отличие от акций и инструментов с твердым процентом, цена которых может упасть.

Обесценивание отечественной валюты

Если инвестор ожидает, что отечественная валюта подвергнется давлению (например, вследствие постоянного торгового дефицита), денежные инструменты могут быть привлекательными.

Во-первых, правительство может увеличить краткосрочную ставку процента в попытке защитить отечественную валюту. Это может сделать денежные инструменты привлекательными, поскольку может предполагаться падение стоимости других активов.

Во вторых, денежные инвестиции в более сильную валюту (например, доллар) могут оказаться привлекательными, даже если ставка процента за границей ниже. По мере обесценивания отечественной валюты, стоимость зарубежных денег в отечественной валюте будет расти.

Общая экономическая неопределенность

Стабильность размеров капитала делает денежные инвестиции привлекательными для не приемлющих риск инвесторов. Этот эффект усиливается во времена экономической нестабильности. Однако в долгосрочной перспективе ожидается, что деньги принесут более низкий доход, чем более рискованные или менее ликвидные инструменты.

Вопрос 4.7

Приведите возможные объяснения того, что организация-инвестор может держать большую долю активов в инструментах денежного рынка.

Приложение: инвестиционные и рисковые характеристики инструментов денежного рынка

Срок

Отличительной чертой инструментов денежного рынка является их краткосрочность. Срок их обычно меньше одного года, а часто намного короче, например, одна неделя или даже один день (т.е. суточная ссуда).

Доход

Доход от инструментов денежного рынка примерно равен преобладающей ставке процента, установленной денежными властями. Он может существенно колебаться во времени.

Пример

Эти колебания хорошо иллюстрируют британские ставки краткосрочного процента, которые колебались от 2% (конец 1940-х) до 17% (начало 1980-х). Не так давно, в течение трех лет они упали с 15% до всего лишь 5%.

Некоторые инструменты выпускаются с дисконтом и погашаются по номиналу (они иногда содержат в своем названии слово «вексель»). Однако этот прирост стоимости капитала должен рассматриваться как доход (как это часто делается в целях налогообложения).

Безопасность

Зависит от выпускающей организации. Например, деньги, одолженные правительству США, находятся в большей безопасности, чем депозит в маленькой компании в развивающейся стране. Во многих случаях, безопасность будет хорошей, а дефолт - очень редким, но не неизвестным событием.

Товарность

За исключением вкладов до востребования и срочных депозитов, большинство инструментов денежного рынка являются товарными. Однако они котируются и продаются через «межбанковский» денежный рынок, а не через фондовую биржу.

Нестабильность величины капитала

Номинальные стоимости инструментов денежного рынка зафиксированы в денежных величинах, и, поскольку они краткосрочные, нестабильность рыночной стоимости мала. Например, если трехмесячная ставка процента изменится на 1% в год, современная стоимость 91-дневного векселя изменится только на ¼%. Для банковских вкладов до востребования, нестабильность пренебрежимо мала.

Воздействие инфляции

Вообще говоря, реальная стоимость инструментов денежного рынка достаточно хорошо защищена от инфляции. Это связано с тем, что краткосрочные ставки процента с ростом инфляции как правило растут. Обычно мы предполагаем, что ставка процента будет на 2-3% выше инфляции, в противном случае отсутствуют стимулы для накопления. Однако это не всегда верно, например, в 1970-х в некоторых странах реальная ставка часто была отрицательна.

Ожидаемая доходность

Инструменты денежного рынка обычно близки к тому, чтобы быть безрисковыми, в том смысле, что риск дефолта очень мал, – хотя, как упоминалось выше, дефолт все же иногда имеет место, – и рыночные величины очень стабильны. Поэтому, ожидаемая доходность инструментов денежного рынка ниже, чем почти всех других типов инвестиций.

Это не означает, что денежные инструменты *дадут* более низкий доход, чем другие инструменты.

Валюта

Инструменты денежного рынка дают возможность инвестировать в широкий набор валют. В отношении зарубежных инструментов денежного рынка, основным дополнительным вопросом является возможное колебание обменных курсов. Предполагается, что изменение обменного курса компенсирует разницу в процентных ставках.

Например, предположим, что для Евро шестимесячные ставки процента равны 5% годовых, а в США ставки равны 4% годовых. Инвестиции в шестимесячные долларовые облигации будут оправданы, если инвестор ожидает, что в течение следующих шести месяцев доллар более чем на $\frac{1}{2}\%$ укрепится по отношению к Евро.

Однако изменения валютных курсов трудно предсказать, поэтому будет иметь место существенный риск получения более низкой, чем предполагалось, доходности.

Глава 4. Резюме

Характеристики инструментов денежного рынка

Организации-инвесторы могут осуществлять краткосрочные инвестиции в денежный рынок, одалживая деньги государственным организациям, банкам и компаниям.

Инструменты денежного рынка имеют следующие черты:

- краткосрочность;
- вся доходность получается в виде регулярного дохода (или прирост капитала может рассматриваться, как доход);
- стабильные рыночные величины;
- обычно высокая товарность;
- уровень дохода имеет нежесткую, косвенную связь с инфляцией.

Привлекательность денежных инструментов

Организации могут держать часть своих фондов в ликвидных инструментах денежного рынка по следующим причинам:

- для оплаты краткосрочных обязательств;
- чтобы быть готовыми к использованию благоприятных инвестиционных возможностей;
- ликвидные фонды нужны в связи с высокой неопределенностью расходов;
- организация получила фонды, которые ждут инвестирования в другие активы;
- организации нужно защитить денежную стоимость активов.

Более высокие вложения в инструменты денежного рынка могут быть обоснованы, если организация пессимистично оценивает другие категории инвестиций, например, если она ожидает:

- роста ставок процента (что может привести к падению стоимости других активов);
- экономического спада (с опасением падения цен на акции и, возможно, облигации).

Зарубежные денежные вложения привлекательны, если ожидается ослабление отечественной валюты.

В долгосрочной перспективе, инвесторы предполагают получить от денежных инструментов более низкую доходность, чем, скажем, от акций.

Решения

Решение 4.1

Тремя наиболее важными характеристиками инструментов денежного рынка являются:

1. стабильность денежных величин;
2. безопасность;
3. высокая товарность.

Краткосрочность будет приемлемой альтернативой товарности.

Решение 4.2

Ценные бумаги на предъявителя – бумаги, у которых нет регистра владельцев. Кто бы ни владел ими, может предъявить их к оплате.

Глоссарий предмета 301 определяет ценные бумаги на предъявителя так:

Документ, доказывающий владение ценной бумагой, по которой процент и выручка при погашении должны быть запрошены предъявителем или владельцем. Регистр владельцев ценной бумаги отсутствует.

Решение 4.3

ДС можно продать. Владелец ДС может получить свои деньги обратно в любой момент, за счет продажи ДС на рынке. Владелец срочного депозита должен будет ждать до конца срока.

Решение 4.4

Можно ожидать, что срочный депозит будет иметь слегка более высокую ставку процента, поскольку существует рынок депозитных сертификатов. Срочные депозиты менее гибки.

Решение 4.5

Два основных аргумента:

1. Деньги обычно дают более низкую ожидаемую доходность, чем другие активы.
2. Деньги могут не согласовываться с обязательствами (например, с точки зрения воздействия неожиданного изменения ставки инфляции, или неопределенности результата, связанного с потребностью частого реинвестирования денег).

Решение 4.6

Если долгосрочная инфляция и ставки процента выше тех показателей, которые ожидал рынок на дату покупки облигаций.

Решение 4.7

Организация может держать большую долю своих фондов в инструментах денежного рынка по следующим причинам:

- большие краткосрочные обязательства;
- чтобы иметь возможность использовать благоприятные инвестиционные возможности;
- ликвидные фонды нужны в связи с высокой неопределенностью расходов;
- потребность в защите денежной стоимости активов;
- недавнее получение больших денежных средств;
- беспокойство по поводу перспектив других категорий активов;
- ожидание падения стоимости отечественной валюты (поэтому инвестирует в инструменты денежного рынка, деноминированные в другой валюте).