

УДК 336.717

Ключевые слова:

евровалютный банкинг,
финансовое посредничество,
портфельная теория,
монетарная политика,
финансовая стабильность,
резервные требования

Е. А. Богданюк,

науч. сотр. Центра изучения проблем центральных банков
Института прикладных экономических исследований РАНХиГС
(e-mail: bogdanyuk-ya@ranepa.ru)

П. В. Трунин, к. э. н.,

вед. науч. сотр. Центра изучения проблем центральных банков
Института прикладных экономических исследований РАНХиГС
(e-mail: pt@ranepa.ru)

Развитие рынка евровалютного банкинга в мировой экономике

Стремительное развитие рынка евравалютного банкинга началось приблизительно со второй половины XX века при постепенной либерализации операций с капиталом в развитых и несколько позже в развивающихся странах. Под евравалютными операциями¹ понимаются операции финансового института, номинированные в валюте, отличной от валюты эмиссии страны его расположения (например, операции в долларах США банка, расположенного в Лондоне).

Темпы роста рынка евравалютного банковского посредничества на протяжении большей части периода 1960–1980 гг. значительно превышали темпы роста внутреннего посредничества² банков. Указанный факт стал причиной широких дискуссий экспертов академического и профессионального сообщества о факторах и последствиях такого опережающего развития³. Хотя тематика евравалютных банковских операций освещается в большом числе работ, большинство из них акцентируют внимание на отдельных коротких временных промежутках и определенных теоретических положениях. В данной статье делается попытка обобщения теоретических концепций, объясняющих в разные периоды времени природу развития рынка евравалютного банкинга. Проведенный анализ охватывает период начиная со второй половины XX в. и по 2014 г.

¹ Евравалютные операции также называют операциями в офшорной валюте (см., напр., Krugman P. R., Obstfeld M., Melitz M. J. *International Economics. Theory and Policy*. Addison-Wesley, 2012), или просто офшорными операциями (офшорными депозитами, кредитами, инструментами); в статье оба термина будут использоваться взаимозаменяемо.

² Операции банков в валюте эмиссии страны их расположения.

³ См., напр., Friedman M. *The Euro-Dollar Market: Some First Principles* / Morgan Guaranty Survey. October 1969; Klopstock F. H. *The Euro-Dollar Market: Some Unresolved Issues* / Essays in International Finance № 65. March 1968; Johnston R. B. *Theories of the Growth of the Euro-Currency Market: a Review of the Euro-Currency Deposit Multiplier* / Bank for International Settlements. 1981.

ЕВРОВАЛЮТНЫЙ БАНКИНГ В МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ

Под евровалютным банкингом в статье понимается финансовое посредничество банков, номинированное в евровалютах. Финансовое посредничество представляет собой процесс перемещения средств финансовыми институтами от их первичных обладателей (держателей сбережений) к конечным пользователям (заемщикам), использующим эти средства для финансирования потребительских расходов, капитальных вложений и пр. Такое определение евровалютного банкинга соответствует концепции евровалюты (евродоллара), представленной в 34-м годовом отчете Банка международных расчетов (БМР). В отчете под евродолларом понимается «доллар, размещенный в банке вне США и использованный напрямую либо после конверсии в другую валюту для кредитования заемщика, не являющегося банком, в том числе после ряда кредитов между банками»⁴. В отчете подчеркивается, что под евровалютой понимаются не отдельные финансовые операции коммерческих банков (прием депозитов, выдача кредитов, выпуск депозитных сертификатов), а финансовое посредничество в целом.

Ключевая особенность евровалютного банкинга в сравнении с внутренним банковским посредничеством — иная среда регулирования. Банки, осуществляющие операции в офшорных валютах, находятся вне юрисдикции регулирующих органов страны эмиссии валюты; к ним не применяются требования обязательного резервирования, страхования вкладов, процентные и иные ограничения, установленные законодательством стран — эмитентов соответствующих валют. Регулирование деятельности евробанков⁵ осуществляется в стране их расположения. На практике такое регулирование, в особенности регулирование операций с нерезидентами в развитых странах, в течение долгого времени оставалось существенно либеральнее внутреннего. Причина этого состояла не столько в невозможности государственных органов осуществлять регулирование, сколько в их нежелании. Так, в 1950-е годы, в период стремительного роста рынка евродолларов, в Лондоне британскими властями было принято решение не вводить ограничения по счетам в иностранной валюте ввиду опасений, что в этом случае значительная часть евровалютного финансового посредничества переместится в иной финансовый центр, где такие ограничения отсутствуют. Среда регулирования — не единственная особенность евровалютного банкинга, другие — иная практика формирования резервов, а также привлечения и размещения средств в сравнении с операциями банков в национальной валюте. Евробанки не имеют доступа к счетам в центральных банках, эмитирующих соответствующую валюту, и вынуждены держать средства в иностранной валюте на счетах в других банках, в первую очередь банках-корреспондентах, расположенных в стране эмиссии валюты.

Перейдем к рассмотрению динамики рынка евровалютного банкинга и факторов его опережающего роста.

ФАКТОРЫ РАЗВИТИЯ ЕВРОВАЛЮТНОГО БАНКИНГА

В табл. 2 представлена динамика евровалютного⁶ и внутреннего рынка депозитов в период с 1966 по 2014 г.

⁴ *Bank for International Settlements / Thirty-Fourth Annual Report. Basle, June 1964.*

⁵ В данной статье под евробанком понимается банк, осуществляющий евровалютное посредничество, под внутренним банком — банк, осуществляющий внутреннее посредничество. Это номинальные определения для проведения различия между двумя формами финансового посредничества. На практике коммерческие банки обычно осуществляют как внутренние, так и евровалютные операции.

⁶ В данном разделе исследуются преимущественно факторы опережающего роста долларového евровалютного рынка (около 70 % всего рынка евровалютного посредничества) по сравнению с внутренним долларovým рынком США.

Таблица 2

Динамика евровалютного* и внутреннего рынка депозитов в период с 1966 по 2014 г.**

Год	Темпы роста евро-валютного банкинга, %	Темпы роста внутреннего банкинга, %	Год	Темпы роста евро-валютного банкинга, %	Темпы роста внутреннего банкинга, %	Год	Темпы роста евро-валютного банкинга, %	Темпы роста внутреннего банкинга, %
1966	136	108	1983	228***	109	2000	127	109
1967	120	115	1984	100	109	2001	111	111
1968	139	111	1985	97	106	2002	104	110
1969	152	96	1986	110	105	2003	111	111
1970	155	119	1987	101	105	2004	107	114
1971	120	118	1988	109	106	2005	119	107
1972	121	116	1989	123****	105	2006	122	114
1973	135	117	1990	108	101	2007	128	109
1974	143	116	1991	95	101	2008	99	103
1975	118	107	1992	97	95	2009	91	104
1976	125	108	1993	97	97	2010	119	101
1977	118	111	1994	111	100	2011	96	105
1978	125	111	1995	107	107	2012	106	107
1979	126	110	1996	108	110	2013	100	106
1980	128	115	1997	107	111	2014	94	106
1981	127	117	1998	118	108			
1982	113	113	1999	112	109			

Примечания:

* до 1969 г. — объем срочных депозитов в иностранной валюте, номинированных в долларах США, по данным БМР; с 1969 по 1982 г. — нетто-объем еврорынка, скорректированный на недомаровую составляющую, по данным Morgan Guaranty Trust Co; с 1983 г. — нетто-объем (не включающий межбанковские операции) обязательств банков в 44 странах в иностранной валюте перед нерезидентами и резидентами, скорректированный на недомаровую составляющую (БМР).

** объем срочных и сберегательных депозитов в коммерческих банках, расположенных в США.

*** добавлена статистика Карибских офшорных центров.

**** изменена методология учета статистики в Швейцарии.

Источник: составлено авторами по данным Федеральной резервной системы, БМР и Dufey G., Giddy I. H. Eurocurrency Deposit Risk // Journal of Banking and Finance. 1984. № 8. P. 567–589.

Среди причин опережающих темпов роста рынка евровалютного банкинга (выше соответствующих темпов роста рынка внутреннего банкинга, эти периоды выделены жирным шрифтом в табл. 2) обычно называют: (I) ограничения на использование фунта для целей торгового финансирования британскими властями в 1957 г. в разгар Суэцкого кризиса; (II) существующий в течение длительного времени значительный положительный спред между евровалютной и внутренней ставкой процента по депозитам; (III) регулирование Q, применяемое в США с 1933 по 1986 г.; (IV) ограничения в отношении прямых, портфельных и прочих инвестиций, применяемые в США в период с 1963 по 1974 г. для противодействия дефициту платежного баланса; (V) неравенство требований в отношении обязательных резервов и страховых отчислений, устанавливаемых для евробанков и банков, расположенных в США, примерно до середины 1990-х гг.

Как можно заметить, большая часть указанных выше причин отражает различия регулятивного характера между евровалютными и внутренними рынками. При этом особое внимание большинства авторов акцентировано именно на неравенстве резервных требований. Более высокие резервные требования являются в некотором смысле скрытым налогом, облагающим операции внутренних банков и снижающим их возможность привлекать сбережения/осуществлять кредитование. Дело в том, что для выполнения

требований обязательного резервирования внутренний банк вынужден держать часть активов на невознаграждаемых счетах в центральном банке либо в виде наличности, что уменьшает доходность (процентную маржу) осуществляемых им посреднических операций. При этом чем выше общий уровень рыночных процентных ставок, тем выше альтернативные издержки хранения средств на беспроцентных счетах. Таким образом, внутренние банки оказываются не в состоянии предложить ставки по депозитам/кредитам, эквивалентные евробанкам; возникает спред между ставками евровалютных и внутренних инструментов кредитования/заимствования.

Вместе с тем сказанное вовсе не означает, что несклонные к риску инвесторы будут держать средства на счетах в евробанках, т. к. разница в доходности офшорных и внутренних инструментов может полностью не покрывать требуемую ими рисковую премию. Кроме того, указанные выше различия в регулировании не могут объяснить продолжительный опережающий рост рынка евровалютного банкинга, поскольку статичны по своей природе и могут привести лишь к разовому изменению структуры (ребалансировке) портфеля инвесторами/заемщиками. Это свидетельствует о том, что выявление истинных причин опережающего роста рынка евровалютного банкинга требует существенно более глубокого анализа.

Проведенный обзор литературы позволяет выделить два ключевых теоретических подхода к анализу развития рынка евровалютного банкинга: подход эндогенного роста и портфельный подход. В основе подхода эндогенного роста⁷ лежит использование денежных мультипликаторов. Согласно данному подходу объем рынка евровалютных депозитов задается некоторой функцией резервов евробанков на счетах в банках-корреспондентах в стране эмиссии валюты, нормы резервирования (в т. ч. в виде добровольно создаваемых резервов) и коэффициента утечек. Сторонники представленного выше подхода считали, что вследствие неприменения норм обязательного резервирования и некоторых других требований к евробанкам, а также низкого уровня создаваемых ими добровольных резервов мультипликатор на рынке евровалют мог достигать значительно больших размеров, чем на внутреннем рынке, что и объясняло опережающий рост первого. Роль эндогенного денежного расширения в высоких темпах роста офшорного посредничества подчеркивалась во многих работах⁸. Вместе с тем эмпирические оценки мультипликативного эффекта значительно расходились. Так, Дж. Макин оценил средний размер мультипликатора в период с III кв. 1964 г. по IV кв. 1970 г. в размере 18,45⁹. Приблизительно за тот же период времени (с I кв. 1963 г. по IV кв. 1969 г.) оценка среднего значения мультипликатора в работе Б. Ли составила 1,51¹⁰. В работе Ф. Клопстока показано, что утечки из евровалютной системы могли достигать существенных размеров, снижая вероятное значение мультипликатора до 0,5–0,9¹¹; автор делает вывод о том, что быстрый рост рынка евровалютного банкинга следует объяснять не высоким мультипликативным эффектом, а постоянным притоком новых средств извне вследствие наличия некоего конкурентного преимущества евровалютного банковского посредничества перед его альтернативами.

Согласно второму (портфельному) подходу динамика роста различных сегментов финансового посредничества определяется предпочтениями инвесторов, заемщиков и финансовых посредников, зависящих от соотношений процентных ставок и рисков. Такой

⁷ В данном случае термин «эндогенный рост» подразумевает рост рынка евровалютного банкинга «внутри системы» за счет мультипликативного эффекта, но не за счет новых притоков средств в систему извне. Не следует путать такое использование термина с теориями эндогенных/экзогенных денег.

⁸ См., напр., Bell G. L. *Credit creation through Euro-dollars?* // *The Banker*. 1964. Vol. 114. P. 494–502; Friedman M. *The Euro-Dollar Market: Some First Principles*.

⁹ Makin J. H. *Demand and Supply Functions for Stocks of Euro-dollar Deposits: An Empirical Study* // *The Review of Economics and Statistics*. 1972. Vol. 54. № 4. P. 381–391.

¹⁰ Lee B. E. *The Euro-Dollar Multiplier* // *Journal of Finance*. 1973. Vol. 28. P. 867–874.

¹¹ Klopstock F. H. *The Euro-Dollar Market: Some Unresolved Issues*.

подход соответствует так называемому «новому взгляду» (*new view*) в банковской теории, предложенному в работах Дж. Герли и Э. Шоу¹², а также Дж. Тобина¹³. В отличие от подхода эндогенного денежного расширения, где в качестве основной предпосылки выступает предположение о том, что кредиты, выданные евробанками, впоследствии увеличивают их обязательства, в портфельном подходе внимание акцентируется на выборе экономического агента, основанного на его предпочтениях. Портфельный подход к анализу рынка евровалютного банкинга используется в работах многих авторов¹⁴. Предпочтения инвесторов относительно офшорных/внутренних инструментов определяются главным образом двумя факторами: разницей (спредом) между ставками по офшорным и внутренним депозитам и относительной степенью риска. Первый фактор имеет скорее краткосрочный характер и не способен объяснить длительное опережающее развитие рынка евровалютного банкинга (если только спред не имеет устойчивые и длительные тенденции роста). Проведенный анализ показывает, что в течение большей части рассматриваемого периода значение спреда сохранялось на уровне различий в издержках офшорного и внутреннего регулирования (с учетом разницы в резервных требованиях и требованиях в отношении страхования вкладов в США и в офшорных центрах). Другими словами, спред изменялся либо вследствие пересмотра самих требований регулирования, либо вследствие изменения общего уровня процентных ставок (неявных издержек регулирования). Такие изменения, однако, не носили систематический и последовательный характер.

В то же время в 1960–1980-х гг. происходило систематическое и последовательное снижение воспринимаемого экономическими субъектами уровня риска, присущего офшорным инструментам¹⁵. При сохранении положительного спреда между офшорными и внутренними ставками, возникшего вследствие неравномерного регулирования, снижение требуемых рискованных премий способствовало перетоку средств на евровалютный рынок. В большей степени указанный рост был вызван изменением структуры портфелей инвесторами из США, доля инвестиций которых в общем объеме долларовых обязательств евробанков выросла к середине 1984 г. до 43 %. Отдельно отметим, что в кризисные периоды спред между офшорной и внутренней ставкой мог существенно возрастать вследствие роста рискованных премий, требуемых инвесторами; евробанки несли убытки. Дополнительный вклад в развитие рынка евровалютного банкинга в указанный период вносили: перераспределение доходов в мировой экономике, прежде всего в результате нефтяных шоков 1970-х годов, и активный процесс либерализации трансграничных финансовых операций многими странами. После отмены резервных требований в США в 1990 г. ключевым фактором, определяющим размер спреда, стало соотношение рисков (кредитных и суверенных) депозитов в банках, расположенных в различных финансовых центрах¹⁶. В такой ситуации возможности для опережающего роста офшорного/внутреннего долларового рынка значительно снизились.

Опережающие темпы роста рынка евровалютного банкинга, свойственные 1960–1980-м годам, стали вновь наблюдаться в период с конца 1990-х гг. и до мирового финансового кризиса, начавшегося в 2008 г. Одним из возможных фундаментальных факторов такого роста могло стать перераспределение средств между инвесторами, имеющими относительно низкую долю офшорных депозитов в структуре инвестиционного портфеля,

¹² Gurley J. G., Shaw E. S. *Money in a Theory of Finance* / The Brookings Institution, 1960.

¹³ Tobin J. *Commercial Banks as Creators of Money* / Cowles Foundation Discussion Papers. 1963. № 159.

¹⁴ См., напр., Johnston R. B. *Some Aspects of the Determination of Eurocurrency Interest Rates* / Bank of England. 1979. P. 35–46; Giddy I. H. *Why Eurodollars Grow?* // *Columbia Journal of World Business*. 1979. P. 54–60; Dufey G., Giddy I. H. *Eurocurrency Deposit Risk* // *Journal of Banking and Finance*. 1984. № 8. P. 567–589; Galpin W., Resnick B. G., Shoemsmith G. L. *Eurocurrency Risk Premia* // *International Journal of Business*. 2009. Vol. 14. № 3. P. 199–220.

¹⁵ Dufey G., Giddy I. H. *The International Money Market (Contemporary Issues in Finance)*. Prentice Hall, 1994.

¹⁶ Galpin W., Resnick B. G., Shoemsmith G. L. *Eurocurrency Risk Premia*. P. 199–220.

к инвесторам с относительно высокой долей. Так, доля офшорных долларовых депозитов в портфеле инвесторов из США традиционно имеет меньшее значение, чем соответствующая доля в портфелях инвесторов из других стран¹⁷. В связи с этим снижение доли сбережений резидентов США в общем мировом объеме сбережений могло стать фактором опережающего роста рынка евровалютного банкинга. Такое явление имело место с конца 1990-х годов вплоть до кризиса 2008 года и подробно описано в литературе, посвященной «глобальному избытку сбережений»¹⁸. В указанный период особо высокими темпами росли долларовые сбережения стран — экспортеров сырья. Значительно возросшие риски евровалютных операций в кризисный период (см. далее) привели к ребалансировке портфелей инвесторами (в т. ч. американскими взаимными фондами денежного рынка, активно инвестировавшими средства в евровалютные обязательства европейских банков¹⁹) в пользу более надежных внутренних инструментов. В посткризисный период евровалютный рынок рос в целом медленнее внутреннего (не считая восстановительного роста в 2010 г.²⁰). Ключевыми факторами, определяющими динамику рынков в указанный период, были кризисные события в ЕС (долговой кризис), незначительный в среднем рост цен на энергоносители в 2011–2013 гг. (падение в 2014 г.), постепенное восстановление экономики США (в том числе свертывание программ количественного смягчения) и усиление феномена «домашнего смещения» (*home bias*).

ПОСЛЕДСТВИЯ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЕВРОВАЛЮТНОГО БАНКИНГА

В большинстве источников литературы, посвященной рынку евровалют²¹, подчеркивается, что развитие евровалютного посредничества может иметь ряд негативных последствий как для стран расположения евробанков, так и для стран — эмитентов соответствующих валют. В целом такие последствия можно разделить на монетарные, т. е. оказывающие воздействие на эффективность проведения центральными банками денежно-кредитной политики, и последствия, связанные со стабильностью финансовой системы.

Развитие офшорных рынков может существенно осложнять контроль денежных агрегатов, оказывать влияние на процентные ставки и обменный курс в стране эмиссии валюты²². В 1970–1980-х гг. активно обсуждался вопрос снижения эффективности таргетирования денежных агрегатов с использованием требований обязательного резервирования ввиду отсутствия возможности их применения к евробанкам. В работе Р. Алибера²³ указывается, что коммерческие банки, имеющие дочерние организации и филиалы в иностранных юрисдикциях, использовали еврорынок для снижения эффективной ставки резервных требований. Так, значительная часть офшорных депозитов,

¹⁷ He D., McCauley R. N. *Offshore markets for the domestic currency: monetary and financial stability issues* / BIS Working Paper. 2010. № 320.

¹⁸ См., напр., Bernanke B. S. *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit* / Federal Reserve Board, 2005; Bernanke B. S., Bertaut C., DeMarco L. P., Kamin S. *International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003–2007* / Board of Governors of the Federal Reserve System. *International Finance Discussion Paper*. 2011. № 1014.

¹⁹ Baba N., McCauley R. N., Ramaswamy S. *US dollar money market funds and non-US banks* / BIS Quarterly Review. March 2009.

²⁰ Одним из важных факторов роста еврорынка в 2010 г. стал восстановительный рост цен на энергоносители (цена на нефть марки Brent выросла за этот год практически вдвое).

²¹ Dufey G., Giddy I. H. *The International Money Market (Contemporary Issues in Finance)*; He D., McCauley R. N. *Offshore markets for the domestic currency: monetary and financial stability issues*; Aliber R. *The Integration of the Offshore and Domestic Banking System* / *Journal of Monetary Economics*. 1980. Vol. 6. Iss. 4. P. 509–526; Ishii S., Otker-Robe I., Cui L. *Measures to Limit the Offshore Use of Currencies: Proc and Cons* / IMF Working Paper. April 2001.

²² He D., McCauley R. N. *Offshore markets for the domestic currency: monetary and financial stability issues*.

²³ Aliber R. *The Integration of the Offshore and Domestic Banking System*.

размещенных инвесторами из США преимущественно в иностранных отделениях американских коммерческих банков (в большинстве своем в Лондоне и на островах Карибского бассейна), использовалась для кредитования американских заемщиков. Как результат, происходило «замещение» внутренних депозитов трудно контролируемые евровалютными эквивалентами. В то время одним из инструментов, препятствующих «занижению» эффективного размера резервных требований коммерческими банками, расположенными в США, с использованием еврорынка, стали резервные требования в отношении евровалютных обязательств (*eurocurrency liabilities reserve requirements*). Такие требования распространялись на обязательства американских коммерческих банков по отношению к своим иностранным отделениям, а также на кредиты, выданные такими отделениями физическим и юридическим лицам, расположенным в США.

Офшорный рынок может также снижать эффективность проведения центральным банком денежно-кредитной политики посредством таргетирования краткосрочной процентной ставки денежного рынка ввиду влияния процентных ставок на еврорынке на внутреннюю кривую доходности. В работе Д. Хе и Р. Маколи²⁴ рассматриваются страны двух типов: с наличием эффективных капитальных ограничений и с либерализованным капитальным счетом. Рассматривая страны, применяющие капитальный контроль, авторы отмечают существенные объемы торговли соответствующими офшорными валютами с использованием рынков беспоставочных²⁵ производных финансовых инструментов (форвардов, валютных и процентных свопов, соглашений о будущей процентной ставке) для большого числа валют развивающихся рынков (например, Китая, Бразилии, Индии). Рассчитываемые офшорные процентные кривые доходности с использованием вышеуказанных инструментов отличаются от внутренних ввиду недостаточного арбитражного воздействия в условиях применения капитальных ограничений. При наличии существенного положительного разрыва между офшорными и внутренними кривыми доходности возникают риски оттока капитала и девальвации национальной валюты.

При отсутствии ограничений на движение капитала возможны ситуации доминирования офшорных процентных ставок над внутренними. Для демонстрации вышесказанного в работе Д. Хе и Р. Маколи²⁶ рассматривается опыт Новой Зеландии. Проведение жесткой кредитно-денежной политики в 2005–2007 гг. в Новой Зеландии было значительно осложнено ввиду большого объема покупок офшорных новозеландских облигаций инвесторами из Японии, оказывающих давление на долгосрочные процентные ставки. Так, рост ставки «овернайт» на денежном рынке на 300 б. п. увеличил трехлетние доходности по процентным свопам приблизительно на 50 % указанного роста (150 б. п.), что привело к ситуации инвертированных кривых доходностей. В то же время следует отметить, что доля внутреннего рынка государственных и корпоративных облигаций, номинированных в новозеландских долларах, составляет всего лишь около четверти всего объема рынка новозеландских облигаций, т. е. значительная часть эмиссии осуществляется во внешних центрах. Такая ситуация в значительной мере объясняется сравнительно небольшими размерами государственного долга страны. Для больших экономик с емким и ликвидным внутренним рынком долговых инструментов такие эффекты значительно ниже.

Что касается влияния офшорных рынков на обменный курс, в вышеуказанной работе Д. Хе и Р. Маколи отмечается значительная роль асимметрии использования средств в соответствующей валюте иностранными инвесторами и заемщиками, то есть ситуации, при которой валюта используется в большинстве случаев для целей либо заимствования, либо инвестирования. Такое разделение впервые было описано в работе Ё. Сакакибары

²⁴ He D., McCauley R. N. *Offshore markets for the domestic currency: monetary and financial stability issues.*

²⁵ Беспоставочные (*non-deliverable*) деривативы — деривативы, по которым не производится обмен базовыми активами.

²⁶ He D., McCauley R. N. *Offshore markets for the domestic currency: monetary and financial stability issues.*

и А. Кондо²⁷. Использование валюты преимущественно для целей заимствования на офшорном рынке может способствовать ее укреплению относительно других валют. Наличие емких рынков офшорных валют может существенно усиливать волатильность обменного курса ввиду высокой волатильности денежных потоков на евторынках. При этом при наличии ограничений на операции с капиталом значимую роль могут играть рынки беспоставочных финансовых производных. Даже если учесть, что органы власти способны эффективно контролировать выполнение всех норм валютного законодательства, эффекты изменения обменного курса на офшорном рынке могут «переноситься» на внутренний рынок экономическими субъектами, действующими одновременно в стране эмиссии валюты и вне ее, например транснациональными корпорациями.

Осуществление коммерческими банками операций с офшорными валютами может существенно повышать риски дестабилизации финансовой системы страны их расположения. Волатильность денежных и капитальных потоков в офшорных валютах может быть значительно выше, чем в случае с внутренними операциями; сильная чувствительность офшорных депозитов к изменениям соотношений риска/доходности в различных мировых финансовых центрах создает в мировой экономике потоки так называемых «горячих денег». Вместе с тем способность центрального банка осуществлять функцию кредитора последней инстанции при возникновении кризиса нехватки ликвидности в офшорной валюте существенно ограничена. Особую актуальность проблема финансовой стабильности, вызванная кризисом ликвидности на евторынках, приобрела в 2007–2009 гг. в период ипотечного кризиса в США и последующего глобального финансово-экономического кризиса. В указанный период произошло значительное обесценение офшорных активов европейских коммерческих банков, большая доля которых была инвестирована в американские ипотечные ценные бумаги. Существенная часть офшорных активов европейских коммерческих банков финансировалась за счет фондирования на денежном рынке США, включая обязательства перед фондами денежного рынка²⁸. Понеся значительные потери по офшорным долларовым требованиям, европейские банки столкнулись с проблемой рефинансирования долларовой ликвидности на денежном рынке США, которая значительно обострилась после банкротства инвестиционного банка *Lehman Brothers* в сентябре 2008 г. Остановить кризис офшорной ликвидности и не допустить дестабилизации финансовой системы удалось во многом за счет операций валютных своповых линий, проводимых ФРС. В рамках указанных операций ФРС предоставляла долларовую ликвидность центральным банкам, оказывающим в свою очередь финансовую поддержку испытывающим проблемы институтам. В конце 2008 г. объем таких операций превысил \$0,5 трлн.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенный анализ показал, что ключевыми факторами опережающего роста евровалютного банкинга стали: (I) снижение рисков, присущих офшорным инструментам, при сохранении разницы (спреда) в доходности офшорных и внутренних инструментов ввиду неравномерного регулирования рынков (главным образом из-за отсутствия резервных требований и страховых отчислений на рынке евровалютного банкинга); (II) постепенная либерализация капитального счета развитыми, а несколько позже — развивающимися странами; (III) перераспределение богатства в мировой экономике в пользу стран с относительно высокими предпочтениями инвестирования в офшорные инструменты (нефтяные шоки 1970-х — начала 1980-х гг.; снижение доли сбережений резидентов США в общем мировом объеме сбережений с конца 1990-х гг.).

²⁷ Sakakibara E., Kondoh A. *Study on the internationalisation of Tokyo's money markets* / Japan Center for International Finance Policy Study Series. 1984.

²⁸ См., напр., McGuire P., von Peter G. *The US dollar shortage in global banking* / BIS Working Paper. 2009. P. 47–63; Baba N., McCauley R.N., Ramaswamy S. *US dollar money market funds and non-US banks*.

В качестве ключевых последствий развития рынка евровалютного банкинга можно выделить последствия монетарного характера и последствия, связанные со стабильностью финансовой системы. Монетарные последствия связаны в первую очередь со снижением эффективности проведения денежно-кредитной политики ввиду влияния офшорных рынков на внутренние денежные агрегаты, кривые процентных ставок, обменный курс. Хорошим примером является ситуация в 2005–2007 гг. в Новой Зеландии. Проблемы финансовой стабильности стран расположения евробанков являются следствием главным образом двух обстоятельств: сильной чувствительности евровалютных потоков к рыночной конъюнктуре в различных мировых финансовых центрах и отсутствия возможности эмиссии офшорных «денег». В таких условиях может возникнуть кризис нехватки иностранной ликвидности, сопровождающийся обесценением национальной валюты и высокими рисками дестабилизации финансовой системы.

В статье существенное внимание уделено вопросу обязательных резервных требований, неравномерное использование которых на офшорном и внутреннем рынках было одной из причин длительного разрыва между соответствующими депозитными ставками. В целом обязательные резервные требования используются при проведении как пруденциальной, так и монетарной политики. Роль резервных требований при проведении микропруденциальной политики, целью которой является защита кредиторов и вкладчиков отдельных банков, постепенно снижается; большинство стран использует стандарты по достаточности капитала и ликвидности, существенную роль играет система страхования вкладов.

Вместе с тем резервные требования достаточно активно применяются властями развивающихся стран в качестве инструмента макропруденциальной политики. Цель макропруденциальной политики — минимизация системного риска (риска дестабилизации финансовой системы с соответствующими негативными последствиями для реального сектора экономики). Изменяя норму обязательных резервных требований, регулятор может воздействовать на темпы роста кредитования банков, т. к. резервные требования являются скрытым налогом — банки несут издержки беспроцентного хранения резервов в центральном банке (если только центральный банк не платит вознаграждение по таким резервам). При этом, однако, возникает опасность перемещения финансового посредничества, осуществляемого банками, к другим (менее регулируемым и контролируемым) финансовым посредникам, в т. ч. на офшорные рынки (история развития рынка евровалют подтверждает такой факт). Устанавливая резервные требования в отношении определенного типа обязательств банков, регулятор может изменять их структуру. В некоторых странах резервные требования «привязываются» и к структуре активов. Аналогичным образом резервные требования могут использоваться для ограничения притока капитала (устанавливаются относительно высокие требования по обязательствам нерезидентов в сравнении с другими финансовыми центрами). Отметим, что ввиду преобладающей доли банков в структуре финансового посредничества в России Банк России в целом мог бы использовать резервные требования для вышеуказанных макропруденциальных целей. Данное утверждение, однако, требует отдельного анализа, выходящего за рамки данной статьи.

При проведении монетарной политики резервные требования также могут использоваться для ограничения темпов роста кредитования. Преимуществом такого подхода является разнонаправленное изменение ставок по депозитам и кредитам в отличие от ситуации с повышением процентной ставки. Как следствие, значительно уменьшается риск притока капитала, снижающего эффективность проведения монетарной политики (особенно в условиях фиксированного обменного курса). Вместе с тем, как указывалось выше, применение резервных требований представляется эффективным лишь в странах с доминирующей долей банков в структуре финансового посредничества. В настоящее время большая часть центральных банков проводит монетарную политику посредством управления краткосрочной процентной ставкой денежного рынка, в т. ч. Банк России. При таком подходе резервные требования могут стать важным инструментом сглаживания

волатильности, т. к. банки, при условии применения системы усреднения резервов, могут не выполнять требования на конец каждого операционного дня и использовать средства обязательных резервов для осуществления расчетов.

Отдельный вопрос — возможность изменения валютной структуры обязательств банковского сектора путем установления различных резервных требований. Указанный вопрос представляется актуальным и для России, в банковском секторе которой доля обязательств в иностранной валюте составляет около 40 %²⁹. Высокая степень долларизации обязательств банковского сектора, как указывалось ранее, создает существенные риски финансовой дестабилизации. Повышенные требования резервирования в отношении валютных депозитов должны привести к относительному снижению ставок по валютным депозитам и одномоментному оттоку средств вкладчиков в национальную валюту (переформированию портфелей). Вместе с тем отток средств с валютных счетов и их размещение на счетах в национальной валюте будет сильно зависеть от рискованной премии, требуемой вкладчиками. Так, перемещение средств со счетов в иностранной валюте в рублевые депозиты возможно лишь в случае, если увеличившийся спред покрывает соответствующие риски, определяемые главным образом ожидаемым изменением обменного курса.

Библиография

1. Aliber R. The Integration of the Offshore and Domestic Banking System // *Journal of Monetary Economics*. № 6. 1980.
2. Bernanke B. S. The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit / Federal Reserve Board. 2005.
3. Bernanke B. S., Bertaut C., DeMarco L. P., Kamin S. International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003–2007 / *International Finance Discussion Papers*. Federal Reserve Board of Governors. 2011.
4. Baba N., McCauley R. N., Ramaswamy S. US dollar money market funds and non-US banks // *BIS Quarterly Review*. March 2009.
5. Bank for International Settlements / *Thirty-Fourth Annual Report* Basle. June 1964.
6. Bell G. L. Credit creation through Euro-dollars? *The Banker*. Vol. 114. 1964.
7. Dufey G., Giddy I. H. Eurocurrency Deposit Risk // *Journal of Banking and Finance*. 1984. № 8.
8. Dufey G., Giddy I. H. *The International Money Market (Contemporary Issues in Finance)*. Prentice Hall, 1994.
9. Friedman M. The Euro-Dollar Market: Some First Principles / *Morgan Guaranty Survey*. October 1969.
10. Galpin W., Resnick B. G., and Shoesmith G. L. Eurocurrency Risk Premia // *International Journal of Business*. 2009. Vol. 14. № 3.
11. Gurley J. G., Shaw E. S. *Money in a Theory of Finance* / The Brookings Institution, 1960.
12. Giddy I. H. Why Eurodollars Grow? // *Columbia Journal of World Business*. 1979. Vol. XIV. № 3.
13. Giddy I. H. Eurocurrency Deposit Risk // *Journal of Banking and Finance*. 1984. № 8.
14. He D., McCauley R. N. Offshore markets for the domestic currency: monetary and financial stability issues / Bank for International Settlements. Working Paper. 2010.
15. Ishii S., Otker-Robe I., Cui L. Measures to Limit the Offshore Use of Currencies: Proc and Cons / *IMF Working Paper*. 2001.
16. Johnston R. B. Theories of the Growth of the Euro-Currency Market: a Review of the Euro-Currency Deposit Multiplier / Bank for International Settlements. 1981.
17. Johnston R. B. Some Aspects of the Determination of Eurocurrency Interest Rates / Bank of England. 1979.
18. Krugman P. R., Obstfeld M., and Melitz M. J. *International Economics. Theory and Policy*. Addison-Wesley, 2012.
19. Klopstock F. H. The Euro-Dollar Market: Some Unresolved Issues / *Essays in International Finance* No. 65. March 1968.
20. Lee B. E. The Euro-Dollar Multiplier // *Journal of Finance*. 1973. Vol. 28.
21. McGuire P., von Peter G. The US dollar shortage in global banking / *BIS Working Paper*. 2009.
22. Makin J. H. Demand and Supply Functions for Stocks of Euro-dollar Deposits: An Empirical Study // *The Review of Economics and Statistics*. 1972. Vol. 54. № 4.
23. Tobin J. *Financial Markets and Economic Activity*. John Wiley & Sons, 1967.
24. Tobin J. Commercial Banks as Creators of Money / *Cowles Foundation Discussion Papers*. 1963. № 159. Sakakibara E., Kondoh A. Study on the internationalisation of Tokyo's money markets / *Japan Center for International Finance Policy Study Series*. 1984.

²⁹ Рассчитано авторами по данным Банка России.