КНИГИ ПО ИНВЕСТИЦИЯМ



ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

фонды ликвидности, РЕПО и временно свободные деньги

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

Денежный рынок: фонды ликвидности, РЕПО и временно свободные деньги

https://litres.ru/74747302
SelfPub; 2026

Аннотация

Деньги на ремонт, отпуск или будущую покупку не должны лежать без дела. Эта книга о денежном рынке — инструментах для временно свободных средств. Вы узнаете, как устроены фонды ликвидности и почему их доходность близка к ключевой ставке и начисляется каждый день. Мы разберем сделки РЕПО с центральным контрагентом, ставку RUSFAR и короткие облигации. Отдельно сравним все варианты с банковскими депозитами и накопительными счетами: доходность, гибкость, налоги и страхование вкладов. Вы научитесь выбирать инструмент под конкретный срок, от нескольких дней до года, и не терять доход, пока деньги ждут следующей инвестиции. Практичная книга для тех, кто хочет, чтобы работал каждый рубль.

AI was used in the preparation of the book.

Содержание

Глава 1. Сколько стоит ожидание: деньги, которые лежат без дела 6
Глава 2. Карта денежного рынка: кто, чем и на какой срок 28
Глава 3. Ключевая ставка: якорь коротких доходностей 50
Глава 4. РЕПО: сделка, которая состоит из двух частей 72
Глава 5. РЕПО с центральным контрагентом: зачем рынку нужен надежный посредник 94
Конец ознакомительного фрагмента. 110

Виталий Гурьев
Денежный рынок: фонды ликвидности, РЕПО и временно свободные деньги

Эта книга носит исключительно образовательный и информационный характер. Ни одно из её положений не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, предложением купить или продать какой-либо финансовый инструмент, налоговой или юридической консультацией.

Все герои, примеры, расчёты и ставки в книге вымышлены или приведены для иллюстрации. Упоминания реальных компаний не являются рекламой или оценкой их текущей деятельности. Требования Банка России, правила биржи и налоговые нормы изложены по состоянию на момент написания книги и могут измениться.

Перед любым решением сверяйтесь с актуальными документами эмитента и нормативными актами, а при необходимости консультируйтесь со специалистом. Инвестиции связаны с риском, включая потерю части или всего вложенного капитала, и решения о вложении денег вы принимаете самостоятельно и под свою ответственность.

Глава 1. Сколько стоит ожидание: деньги, которые лежат без дела

У большинства людей есть деньги, у которых уже есть назначение, но которые пока не тратятся. Это могут быть накопления на ремонт, который начнется весной, на летний отпуск, на первый взнос по ипотеке или на машину, которую вы присмотрели на следующий год. Такие деньги нельзя назвать инвестициями, потому что вы не готовы ими рисковать. Их нельзя назвать и деньгами на текущие расходы, потому что ближайшие недели или месяцы они вам не понадобятся. Эта книга посвящена именно таким деньгам и тому, как заставить их работать, пока они ждут своего часа.

Давайте познакомимся с героями, которые будут сопровождать нас на протяжении всей книги. Марине тридцать один год, она дизайнер интерьеров из Казани и за последние два года отложила шестьсот тысяч рублей на ремонт собственной квартиры. Ремонт начнется через семь месяцев, когда освободится бригада, с которой она уже договорилась. Все это время деньги лежат на зарплатной карте, потому что так привычно, понятно и, как кажется Марине, надежно. Она профессионально считает сметы для клиентов, но ни разу не посчитала, во что ей обходится такое хранение.

Второй герой, Денис, на пять лет моложе Марины и ра-

ботает тестировщиком в IT-компании в Екатеринбурге. Он уже несколько лет инвестирует, покупает облигации и акции через приложение брокера и считает себя вполне подготовленным человеком. При этом на его брокерском счете регулярно скапливается от ста пятидесяти до трехсот тысяч рублей, которые ждут удачного момента для покупки. Иногда это ожидание длится неделю, иногда три-четыре месяца, если рынок кажется Денису слишком дорогим. Все это время деньги не приносят ему ни копейки, хотя он об этом даже не задумывается.

Если вы узнали себя в одном из этих героев, вы в хорошей компании. По оценкам банков, значительная часть денег на счетах граждан годами лежит на текущих счетах и картах, где проценты либо не начисляются вовсе, либо символичны. Люди тщательно выбирают телефон, сравнивают цены на технику и ищут скидки в магазинах, но при этом спокойно оставляют без дохода сотни тысяч рублей. Причина не в лени и не в глупости, а в том, что временно свободные деньги кажутся слишком маленькой задачей для серьезного внимания. Мы постараемся показать, что задача эта вполне серьезная, а решать ее проще, чем кажется.

Начнем с того, что вообще значит «временно свободные деньги». Под этим выражением мы будем понимать сумму, у которой есть понятный горизонт использования, от нескольких дней до примерно года, и которую вы не готовы подвергать заметному риску. У таких денег всегда есть дата или хо-

тя бы ориентировочный срок, когда они понадобятся. Для Марины это семь месяцев до начала ремонта, для Дениса это неопределенный срок до следующей покупки ценных бумаг. В обоих случаях деньги ждут, и вопрос только в том, ждут ли они с пользой.

Важно отличать временно свободные деньги от денег на повседневную жизнь. Зарплата, из которой вы платите за квартиру, продукты и транспорт, проходит через карту за несколько недель и не успевает накопить заметного дохода. Ее разумно держать там, где удобно расплачиваться, и не усложнять себе жизнь. Временно свободные деньги ведут себя иначе: они лежат неподвижно месяцами, и их размер обычно в несколько раз больше месячных трат. Именно поэтому для них стоит подобрать отдельное место хранения.

Теперь поговорим о том, что происходит с деньгами, которые просто лежат на карте. Первое и главное явление, которое работает против них, называется инфляцией. Инфляция означает, что цены на товары и услуги в среднем растут, и на ту же сумму со временем можно купить меньше. Если в прошлом году ремонт ванной стоил двести тысяч рублей, то через год та же работа с теми же материалами, скорее всего, обойдется дороже. Сама сумма на карте при этом не меняется, поэтому ее покупательная способность постепенно снижается.

Посмотрим на пример Марины с цифрами. Допустим, годовая инфляция составляет восемь процентов, а цены на

стройматериалы и работу растут примерно в том же темпе. За семь месяцев ожидания ремонт подорожает примерно на четыре и шесть десятых процента, то есть смета в шестьсот тысяч рублей превратится примерно в шестьсот двадцать восемь тысяч. Получается, что Марина, ничего не потратив, уже недосчиталась около двадцати восьми тысяч рублей покупательной способности. Это деньги на хорошую плитку или на новую раковину, которые исчезли без единой покупки.

Инфляцию часто воспринимают как абстрактное понятие из новостей, но для временно свободных денег она становится вполне осязаемой. Каждый месяц ожидания понемногу сокращает то, что вы сможете купить. Особенно чувствительны к этому накопления на крупную цель, где речь идет о сотнях тысяч рублей. Если ожидание растягивается на год или полтора, потери от инфляции становятся сопоставимы с месячной зарплатой. При этом никакого решения не требуется, чтобы эти потери произошли: достаточно ничего не делать.

Второе явление, которое работает против неподвижных денег, менее заметно и называется упущенным доходом. Даже если бы инфляции не существовало, деньги на карте все равно проигрывали бы деньгам, размещенным под процент. Упущенный доход это разница между тем, что вы получили, и тем, что могли бы получить без дополнительного риска. В экономике это называют альтернативной стоимостью, и это

одно из самых полезных понятий для любого человека, который распоряжается деньгами. Его смысл прост: у каждого решения есть цена в виде лучшей альтернативы, от которой вы отказались.

Давайте посчитаем упущенный доход для Марины. Предположим, что надежные инструменты денежного рынка, о которых мы будем говорить в этой книге, приносят пятнадцать процентов годовых. Шестьсот тысяч рублей за семь месяцев при такой ставке принесли бы шестьсот тысяч, умноженные на пятнадцать процентов и на семь двенадцатых, то есть пятьдесят две с половиной тысячи рублей. Это доход до налогов, о которых мы подробно поговорим в отдельной главе. Даже после налога сумма оказалась бы больше сорока пяти тысяч рублей, что с запасом покрыло бы инфляционные потери.

Для Дениса расчет выглядит не менее показательно. Если в среднем на его брокерском счете лежат двести тысяч рублей и они ждут покупки около четырех месяцев, то при ставке шестнадцать процентов годовых упущенный доход составит двести тысяч, умноженные на шестнадцать процентов и на четыре двенадцатых. Получается примерно десять тысяч шестьсот шестьдесят семь рублей. Если такая ситуация повторяется несколько раз в год, то за год Денис недополучает сумму, сравнимую с доходом от небольшого портфеля облигаций. Он тщательно выбирает облигации с купоном на полпроцента выше, но не замечает, что теряет гораздо больше

на простое.

Здесь стоит сделать важную оговорку про ставки, которые мы будем использовать в примерах. Доходность инструментов денежного рынка напрямую зависит от ключевой ставки Банка России, а она меняется несколько раз в год. В разные периоды надежные короткие инструменты приносили и пять процентов годовых, и больше двадцати. В примерах этой книги мы чаще всего будем исходить из условной ключевой ставки в шестнадцать процентов, чтобы цифры были сопоставимы между главами. Когда вы будете читать книгу, ставка может быть другой, но логика расчетов от этого не изменится.

Посмотрим на масштаб упущенного дохода на привычной сумме. Миллион рублей, размещенный на полгода под шестнадцать процентов годовых, приносит восемьдесят тысяч рублей до налогов. Для многих людей это больше месячного дохода, и получен он без какой-либо работы. Если тот же миллион лежит на карте без процентов, эти восемьдесят тысяч просто не появляются. Разница между двумя вариантами состоит из пятнадцати минут на то, чтобы разобраться, и пары кликов в приложении.

Почему же люди так часто оставляют деньги без дела? Первая причина в привычке, которая сложилась в периоды, когда ставки были низкими и разница между картой и вкладом казалась несущественной. Если вклад приносит четыре процента, а инфляция пять, то хлопоты действительно

кажутся бессмысленными. Когда ставки выросли, привычка осталась, хотя цена бездействия многократно увеличилась. Человек продолжает действовать по старой схеме, не замечая, что условия игры поменялись.

Вторая причина в страхе потерять доступ к деньгам. Марина рассуждает так: если положить деньги на вклад, а бригада освободится раньше, придется закрывать вклад досрочно и терять проценты. Ей кажется, что любой инструмент с доходом обязательно связывает руки. Отчасти это правда для классических срочных вкладов, но на денежном рынке есть инструменты, которые позволяют забрать деньги в тот же день без потери накопленного дохода. Мы подробно разберем их устройство, и страх утратить гибкость окажется во многом устаревшим.

Третья причина в недоверии ко всему, что связано с биржей. Многие люди слышали истории о том, как знакомые потеряли деньги на акциях, и переносят этот опыт на любые биржевые инструменты. Для них слово «биржа» звучит как синоним казино. Между тем на бирже обращаются не только рискованные акции, но и инструменты, по надежности сопоставимые с банковским вкладом. Задача этой книги в том, чтобы показать разницу и помочь вам не путать одно с другим.

Четвертая причина в том, что сумма кажется слишком маленькой для внимания. Человек думает, что разбираться в инструментах имеет смысл только с миллионами, а для па-

ры сотен тысяч это лишняя суета. На деле ставка не зависит от суммы: двести тысяч под пятнадцать процентов приносят ровно в пять раз меньше, чем миллион, но процент одинаковый. Время, которое нужно потратить на настройку, тоже почти не зависит от суммы. Значит, доход в расчете на час ваших усилий оказывается вполне достойным даже на скромных накоплениях.

Пятая причина самая человеческая и связана с ощущением, что деньги на карте находятся «под рукой». Видеть сумму в банковском приложении приятно и спокойно, она словно подтверждает, что цель близка. Перевод денег в какой-то инструмент психологически воспринимается как расставание с ними. Это чувство понятно, но стоит помнить, что современные инструменты денежного рынка тоже отображаются в приложении и превращаются в деньги на карте за считаные часы. Разница лишь в том, что во втором случае сумма каждый день немного растет.

Теперь, когда мы разобрались с причинами бездействия, сформулируем требования к хорошему месту для временно свободных денег. Первое требование это сохранность, то есть отсутствие заметного риска потерять часть суммы. Если вы копите на ремонт, вам не нужна потенциальная доходность в тридцать процентов, если вместе с ней приходит риск потерять пятую часть денег. Для таких накоплений важнее всего, чтобы к нужной дате сумма была как минимум не меньше той, что вы отложили. Все инструменты, о которых

пойдет речь в книге, отбирались именно по этому признаку.

Второе требование это доступность, или, говоря языком финансистов, ликвидность. Ликвидность означает, насколько быстро и без потерь можно превратить вложение обратно в деньги на карте. Наличные максимально ликвидны, квартира ликвидна очень слабо, потому что ее продажа занимает месяцы. Для временно свободных денег важно, чтобы в случае неожиданной необходимости вы могли получить их за несколько дней, а лучше за несколько часов. Чем точнее вы знаете дату траты, тем меньше ликвидности вам нужно и тем больший доход вы можете получить.

Третье требование это доходность, то есть процент, который приносят деньги за время ожидания. Доходность важна, но в иерархии требований она стоит на последнем месте. Если ради лишнего процента годовых вы жертвуете сохранностью или доступностью, вы ошибаетесь в приоритетах. Хорошее решение для временно свободных денег всегда находит баланс, при котором сохранность и доступность обеспечены, а доходность максимальна в этих рамках. Такой подход защищает от соблазна погнаться за процентами там, где они оплачены скрытым риском.

На этих трех требованиях держится вся логика книги, и мы предлагаем вам простой инструмент, который будет сопровождать нас до последней главы. Мы назвали его «три вопроса к рублю». Прежде чем куда-то разместить деньги, задайте себе три вопроса: когда они понадобятся, сколько из

этой суммы вы готовы потерять в худшем случае и как быстро вам может понадобиться их достать. Ответы на эти вопросы почти всегда однозначно указывают на подходящий инструмент. Мы будем возвращаться к ним в каждой главе, чтобы вы привыкли пользоваться ими автоматически.

Применим три вопроса к Марине. Деньги понадобятся через семь месяцев, но бригада может прийти и раньше, поэтому точная дата не определена. Терять она не готова ничего, потому что смета рассчитана впритык. Достать деньги может понадобиться внезапно, если подвернется выгодная партия материалов или прораб попросит аванс. Уже из этих ответов понятно, что Марине нужен инструмент с высокой ликвидностью и минимальным риском, а не годовой вклад или облигация с погашением через полтора года.

Для Дениса ответы выглядят иначе. Когда деньги понадобятся, он не знает, потому что это зависит от рыночной ситуации. Терять он тоже ничего не хочет, ведь эти деньги предназначены для будущих инвестиций, а не для спекуляций. Достать их ему нужно мгновенно, прямо в момент, когда он решит купить облигации, причем внутри брокерского счета, без перевода в банк и обратно. Значит, его идеальный инструмент должен жить на бирже и превращаться в деньги для покупки за минуты.

Здесь важно отличить временно свободные деньги от еще одного типа сбережений, с которым их часто путают. Речь о финансовой подушке безопасности, то есть резерве на слу-

чай потери работы, болезни или крупной непредвиденной траты. Подушка тоже требует сохранности и ликвидности, но у нее нет даты использования: в идеале она не понадобится никогда. Временно свободные деньги, напротив, почти всегда имеют конкретное назначение и ориентировочную дату. Это различие влияет на выбор инструментов и на то, как вы распоряжаетесь доходом.

Подушка безопасности живет годами, поэтому ее разумно держать в инструментах, которые стабильно приносят доход и не требуют постоянного внимания. Доход по подушке можно реинвестировать, позволяя ей медленно расти вместе с вашими расходами. Временно свободные деньги живут месяцами и завершают свой путь покупкой, поэтому для них важно совпадение срока инструмента с датой траты. Если вы копите на отпуск в июле, вам не нужен инструмент, который удобен для хранения на пять лет. Многие инструменты из этой книги подойдут для обеих задач, но логика выбора у них разная.

Еще одна категория, которую мы будем рассматривать, это деньги между двумя инвестициями, как у Дениса. Инвесторы получают купоны, дивиденды, деньги от погашения облигаций и продажи бумаг, и эти суммы не всегда сразу находят новое применение. Иногда хорошая облигация разместится только через месяц, иногда инвестор ждет снижения цен на акции. В итоге на брокерском счете постоянно лежит остаток, который статистически может составлять за-

метную долю портфеля. Для этих денег особенно важна возможность моментально превратить их в средство платежа внутри того же счета.

Давайте оценим, насколько велик этот остаток у типичного частного инвестора. Предположим, ваш портфель облигаций составляет миллион рублей со средней купонной доходностью четырнадцать процентов. За год вы получите сто сорок тысяч рублей купонов, плюс несколько облигаций будут погашены, вернув номинал. Если каждый купон в среднем лежит без дела месяц, прежде чем вы его реинвестируете, вы недополучаете несколько тысяч рублей в год. Если ждете два-три месяца, потери становятся ощутимыми и сравнимыми с доходом от лишней облигации в портфеле.

Теперь поговорим о том, почему для временно свободных денег не подходят акции. Акции это доли в компаниях, их цена может за месяц вырасти на двадцать процентов или упасть на тридцать. На горизонте десяти и более лет акции исторически приносили больше других инструментов, но на горизонте нескольких месяцев их поведение непредсказуемо. Если Марина вложит деньги на ремонт в акции и рынок упадет за месяц до начала работ, ей придется либо продавать с убытком, либо откладывать ремонт. Ни один из этих вариантов не соответствует первому требованию о сохранности.

Похожая проблема возникает с длинными облигациями, то есть облигациями с погашением через пять, десять или даже пятнадцать лет. На первый взгляд облигации кажутся

надежными, ведь государство или компания обещают выплатить купоны и вернуть номинал. Однако цена длинной облигации до погашения сильно зависит от процентных ставок в экономике. Если ставки вырастут, цена длинной облигации может упасть на десять процентов и больше, и при продаже раньше срока вы зафиксируете убыток. Для денег, которые понадобятся через полгода, такой риск неприемлем.

Чтобы почувствовать разницу, представьте, что Денис в ожидании хорошего момента купил на свои двести тысяч рублей облигацию федерального займа с погашением через двенадцать лет. Через три месяца ключевая ставка неожиданно выросла, цена облигации снизилась на восемь процентов, и вместо двухсот тысяч у него стало сто восемьдесят четыре. Купоны за эти три месяца частично компенсировали потерю, но в итоге он все равно оказался в минусе. Ему пришлось либо продавать с убытком, либо ждать восстановления цены, отказавшись от запланированной покупки. Временно свободные деньги превратились в застрявшие.

Отдельно стоит предостеречь от инструментов, которые обещают высокую доходность и при этом представляются как безопасные. Если кто-то предлагает вам тридцать процентов годовых без риска при ключевой ставке в шестнадцать, значит, риск просто спрятан. Это может быть кредитный риск слабого заемщика, риск мошенничества или сложная конструкция, в которой вы не до конца разобрались. Надежная доходность на денежном рынке всегда находится ря-

дом с ключевой ставкой, о чем мы подробно поговорим в третьей главе. Любое значительное превышение этого уровня должно вызывать вопросы, а не восторг.

Мы подошли к вопросу, который волнует всех: а сколько же реально можно получить без риска? Ответ на него определяется уровнем ключевой ставки в каждый конкретный момент. Надежные инструменты денежного рынка приносят доход, близкий к этой ставке, обычно немного ниже нее после всех комиссий. Если ключевая ставка составляет шестнадцать процентов, разумно ожидать от пятнадцати до шестнадцати процентов годовых до налогов. Если ставка снизится до восьми, доходность временно свободных денег тоже окажется около восьми процентов.

Важно понимать, что эта доходность относится к номинальным цифрам, то есть не учитывает инфляцию. Реальная доходность, которая показывает, насколько выросла ваша покупательная способность, рассчитывается как разница между номинальной доходностью и инфляцией. Если инструмент приносит пятнадцать процентов, а инфляция составляет восемь, реальная доходность около семи процентов. Банк России обычно стремится держать ключевую ставку выше инфляции, поэтому надежные короткие инструменты в большинстве периодов защищают от обесценивания. Именно это делает их хорошим домом для временно свободных денег.

Бывают периоды, когда реальная доходность становится

отрицательной, то есть инфляция обгоняет ставки. Такое случается при резком всплеске цен, когда регулятор еще не успел отреагировать повышением ставки. В эти периоды даже лучшие инструменты денежного рынка не спасают полностью от обесценивания, но заметно сокращают потери. Деньги на карте в такой ситуации теряют покупательную способность целиком, а деньги в фонде ликвидности теряют лишь разницу между инфляцией и ставкой. Даже частичная защита лучше, чем полное ее отсутствие.

Здесь полезно провести сравнение с бытовой ситуацией, которое поможет запомнить логику. Представьте, что вы уезжаете в отпуск и на это время сдаете свою квартиру через надежное агентство. Квартира остается вашей, вы получаете ее обратно в день возвращения, а агентство платит вам аренду за каждый день. Если вы вернетесь раньше, вы просто забираете ключи и получаете аренду за прожитые жильцами дни. Именно так работают лучшие инструменты денежного рынка: деньги временно используются кем-то другим, а вы получаете плату за каждый день.

Продолжим эту аналогию, потому что она хорошо иллюстрирует и риски. Если вы сдадите квартиру случайным людям без договора, можно получить повышенную плату, но риск испорченного ремонта велик. Надежное агентство платит чуть меньше, но гарантирует сохранность имущества. На денежном рынке роль надежного агентства играют специальные механизмы защиты, такие как центральный контр-

агент и обеспечение по сделкам. Мы подробно разберем их устройство в главах о сделках РЕПО, чтобы вы понимали, откуда берется надежность.

Чтобы окончательно убедить вас в важности темы, рассмотрим, как бездействие накапливается на горизонте нескольких лет. Предположим, что у вас постоянно есть около трехсот тысяч рублей временно свободных денег, которые обновляются, но в среднем лежат без дела. Если средняя ставка денежного рынка за пять лет составит двенадцать процентов годовых, упущенный доход составит около тридцати шести тысяч рублей в год. С учетом сложного процента за пять лет набегает уже больше двухсот тысяч рублей, если доход реинвестировать. Это сумма, которую вы просто подарили банку, державшему ваши деньги без процентов.

Почему мы говорим, что подарок достается именно банку? Деньги на текущем счете не лежат в сейфе мертвым грузом. Банк использует остатки клиентов для выдачи кредитов и размещения на том же денежном рынке, о котором пойдет речь в этой книге. Разница между тем, что банк платит вам, и тем, что он зарабатывает на ваших деньгах, составляет его доход. В этом нет ничего предосудительного, но если вы понимаете механизм, вы можете получать большую часть этого дохода сами.

Справедливости ради скажем, что многие банки сейчас начисляют проценты на остаток по картам или предлагают накопительные счета. Это уже шаг в правильном направле-

нии, и такие продукты мы детально разберем в главе о накопительных счетах. Однако условия по таким продуктам сильно различаются, часто содержат ограничения и могут быть изменены банком в одностороннем порядке. Карта с процентом на остаток лучше обычной карты, но далеко не всегда лучшее решение. Чтобы выбрать оптимальный вариант, нужно понимать весь спектр доступных инструментов.

Теперь о самой распространенной ошибке, которую мы видим у людей, впервые задумавшихся о временно свободных деньгах. Узнав, что деньги могут приносить доход, человек часто бросается в противоположную крайность и вкладывает все накопления в первый попавшийся инструмент с высокой ставкой. Например, кладет деньги на ремонт на срочный вклад на год ради лучшего процента, хотя ремонт начнется через семь месяцев. При досрочном закрытии он теряет почти весь накопленный доход и оказывается в худшем положении, чем если бы выбрал более гибкий вариант. Правильное решение требует сначала ответить на три вопроса и лишь потом выбирать инструмент.

Вторая типичная ошибка состоит в попытке выжать максимум доходности, жертвуя надежностью. Человек узнает, что облигации малоизвестной компании приносят на семь процентов больше, чем фонд ликвидности, и решает разместить там деньги на отпуск. Если компания столкнется с трудностями и задержит выплаты, отпуск придется отменить. Для временно свободных денег лишние семь процен-

тов годовых на шесть месяцев означают лишь три с половиной процента от суммы. Такая прибавка не стоит риска потерять существенную часть накоплений.

Третья ошибка связана с излишним усложнением. Некоторые люди, узнав о множестве инструментов, начинают дробить деньги между десятком продуктов, гоняться за промо-ставками и ежедневно перекладывать средства. Выгода от такой активности обычно составляет доли процента, а затраты времени и нервов существенны. Кроме того, при частых перекладываниях легко ошибиться и потерять больше, чем заработать. Хорошее решение для временно свободных денег должно быть простым, понятным и требовать минимального внимания.

Четвертая ошибка заключается в том, что люди не учитывают налоги и комиссии при сравнении вариантов. Ставка в рекламе вклада и доходность фонда ликвидности в приложении брокера часто считаются по-разному и не включают одни и те же расходы. В результате человек выбирает вариант, который на бумаге выглядит выгоднее, но в реальности приносит меньше. Мы посвятим отдельные главы сравнению инструментов и налогообложению, чтобы вы умели считать итоговый результат. Пока лишь запомните, что сравнивать нужно то, что останется у вас после всех вычетов.

Пятая ошибка, о которой нельзя не сказать, это игнорирование защиты капитала. Деньги на вкладе в банке застрахованы государственной системой страхования вкладов в пре-

делах определенной суммы, а деньги в биржевых инструментах защищены иначе. Многие не знают об этих различиях и не учитывают их, размещая крупные суммы. Человек может держать в одном банке несколько миллионов, не понимая, что страховка покрывает лишь часть суммы. Механизмам защиты мы посвятим предпоследнюю главу книги, где сравним все варианты по этому критерию.

Теперь вернемся к нашим героям и посмотрим, что может измениться в их жизни после прочтения книги. Марина, вместо того чтобы держать шестьсот тысяч на карте, распределит их так, чтобы основная часть приносила доход, близкий к ключевой ставке, и при этом оставалась доступной в любой день. К началу ремонта у нее накопится несколько десятков тысяч рублей дохода, которые покроют подорожание материалов. Она будет знать, сколько налога заплатит и защищены ли ее деньги. Решение займет у нее один вечер, а результат будет работать все семь месяцев.

Денис научится держать свободный остаток на брокерском счете в инструменте, который ежедневно начисляет доход и продается за секунды в момент, когда он решит купить облигации. Он перестанет терять деньги на простое и начнет учитывать доходность ожидания в своих инвестиционных расчетах. Возможно, он даже перестанет торопиться с покупками, потому что ожидание больше не будет стоить ему денег. Для инвестора это важное психологическое освобождение. Когда простой денег ничего не стоит, решения

становятся спокойнее и взвешеннее.

Давайте коротко представим, что ждет вас в этой книге, чтобы вы понимали маршрут. Во второй главе мы нарисуем карту денежного рынка и разберемся, кто на нем участвует и зачем. Третья глава посвящена ключевой ставке, которая служит ориентиром для всех коротких доходностей. Затем мы подробно разберем сделки РЕПО, центрального контрагента и индикаторы ставок, чтобы вы понимали, откуда берется доход. После этого перейдем к фондам ликвидности, коротким облигациям, вкладам и накопительным счетам, а завершим налогами, защитой капитала и практической стратегией.

Книга устроена так, что каждая глава опирается на предыдущие, но при этом раскрывает собственную тему. Мы старались не повторяться: если какой-то механизм подробно объяснен в одной главе, в других мы на него лишь ссылаемся. Поэтому лучше читать главы по порядку, хотя к практическим главам в конце можно возвращаться отдельно. Для понимания не требуется специальной подготовки, достаточно умения считать проценты на калькуляторе. Все расчеты в книге проверены, и вы можете повторять их самостоятельно на своих цифрах.

Прежде чем двигаться дальше, предлагаем вам выполнить небольшое упражнение, которое займет несколько минут. Откройте банковское приложение и посчитайте, сколько денег у вас сейчас лежит на картах и текущих счетах без про-

центов или под символический процент. Вычтите из этой суммы расходы на ближайший месяц, а остаток умножьте на пятнадцать процентов и разделите на двенадцать. Получится примерный доход, который вы теряете каждый месяц. Запишите эту цифру, она станет вашей личной мотивацией дочитать книгу до конца.

Если цифра получилась небольшой, не спешите отмахиваться. Даже две тысячи рублей в месяц складываются в двадцать четыре тысячи за год, а это хороший подарок близким или несколько ужинов в ресторане. Если цифра получилась большой, тем более стоит отнестись к теме серьезно. В любом случае упражнение показывает, что вопрос временно свободных денег касается вас лично, а не абстрактных инвесторов. Именно с этого осознания начинается разумное управление финансами.

Подведем итог: мы выяснили, что деньги, ожидающие своего часа, теряют покупательную способность из-за инфляции и упускают доход, который можно получить без существенного риска. Мы разобрали причины, по которым люди оставляют деньги без дела, и сформулировали три требования к хорошему месту хранения: сохранность, доступность и доходность. Вы познакомились с «тремя вопросами к рублю» и увидели, как по-разному они звучат для Марины и для Дениса. Мы отделили временно свободные деньги от подушки безопасности и объяснили, почему для них не подходят акции и длинные облигации. В следующей главе

мы перейдем от вопроса «зачем» к вопросу «где» и нарисуем карту денежного рынка, на котором ваши деньги будут работать.

Глава 2. Карта денежного рынка: кто, чем и на какой срок

Прежде чем выбирать конкретный инструмент для своих денег, полезно понять, в какую систему вы их отправляете. Когда вы покупаете паи фонда ликвидности или кладете деньги на вклад, ваши рубли не исчезают в черном ящике. Они попадают на огромный рынок, где ежедневно перемещаются триллионы рублей между банками, компаниями, государством и инвесторами. Этот рынок называется денежным, и его устройство объясняет, откуда берется ваш доход и почему он такой, какой есть. В этой главе мы нарисуем его карту, чтобы в следующих главах вы уверенно ориентировались в деталях.

Начнем с самого определения этого понятия. Денежным рынком называют часть финансового рынка, на которой заключаются сделки по займу денег на короткий срок, обычно до одного года. Все, что длиннее года, традиционно относят к рынку капитала, где обращаются длинные облигации, акции и долгосрочные кредиты. Граница в один год условна, но она хорошо отражает разницу в назначении денег. На денежном рынке участники решают задачи текущей ликвидности, а на рынке капитала финансируют долгосрочные проекты и развитие.

Чтобы почувствовать разницу, представьте два разных займа. В первом случае завод берет кредит на десять лет, чтобы построить новый цех, который начнет приносить прибыль только через несколько лет. Это типичная сделка рынка капитала, где деньги работают долго и риск растянут во времени. Во втором случае тот же завод на три дня занимает деньги, потому что зарплату нужно выплатить сегодня, а деньги от покупателя придут в пятницу. Это сделка денежного рынка, где задача состоит в том, чтобы закрыть временный разрыв между поступлениями и платежами.

Именно разрывы между поступлениями и платежами составляют основу денежного рынка. У любой организации деньги приходят и уходят неравномерно: в один день поступает крупная оплата, в другой нужно платить налоги, в третий выплачивать зарплату. Если бы не было возможности быстро занять или разместить деньги на короткий срок, каждой компании пришлось бы держать огромные резервы на всякий случай. Денежный рынок позволяет этим резервам работать, переходя от тех, у кого временно есть излишек, к тем, у кого временно недостаток. В масштабах экономики это огромная экономия ресурсов.

Похожую логику вы можете увидеть и в собственной жизни. Допустим, у вас есть шестьсот тысяч на ремонт, а у вашего соседа в этот же момент сломалась машина и ему срочно нужны деньги до зарплаты. Если бы вы одолжили ему деньги на неделю под небольшой процент и с надежным залогом,

вы бы оба выиграли. Денежный рынок делает примерно то же самое, только в промышленных масштабах, с профессиональной оценкой рисков и с механизмами, которые защищают того, кто дает деньги. Вам не нужно знать заемщика лично, система берет эту задачу на себя.

Теперь познакомимся с главными участниками рынка. Центральное место на нем занимает Банк России, который не просто наблюдает за рынком, а активно им управляет. Регулятор предоставляет банкам деньги, когда их не хватает, и забирает излишки, когда их слишком много. Через эти операции он удерживает ставки на денежном рынке около ключевой ставки, о чем мы подробно поговорим в следующей главе. Можно сказать, что Центральный банк выполняет роль дирижера, который задает темп всему оркестру.

Вторую по значимости группу участников составляют коммерческие банки. Для них денежный рынок служит ежедневным рабочим инструментом, без которого невозможно нормальное функционирование. Каждый вечер банк подводит итоги: сколько денег пришло от клиентов, сколько ушло, сколько нужно держать на корреспондентском счете в Центральном банке. Если денег не хватает, банк занимает их у других участников, если остается излишек, размещает его под процент. Эти операции происходят ежедневно и составляют основную часть оборотов денежного рынка.

У банков есть еще одна важная причина работать на денежном рынке, связанная с обязательными резервами. По

требованию регулятора часть привлеченных денег клиентов банк обязан держать на специальном счете в Центральном банке. Требования к резервам рассчитываются в среднем за определенный период, поэтому банк может в одни дни держать больше, в другие меньше. Это создает дополнительное движение денег между участниками в зависимости от того, как банк управляет своими резервами. Для частного инвестора эта деталь не очень важна, но она объясняет некоторые колебания ставок, о которых пойдет речь позже.

Третья группа участников это государство в лице Министерства финансов и Федерального казначейства. Государство собирает налоги и тратит деньги неравномерно, поэтому у бюджета регулярно образуются крупные временные излишки. Вместо того чтобы держать их без дела, Казначейство размещает их на денежном рынке, в том числе через сделки РЕПО и депозиты в банках. Это делает государство одним из крупнейших поставщиков денег на рынок. Когда бюджетные деньги приходят на рынок, ставки могут немного снижаться, а когда уходят, например в периоды крупных налоговых платежей, подниматься.

Интересно, что Казначейство работает на рынке профессионально и ежедневно, используя те же инструменты, что и банки. Оно проводит аукционы, на которых банки конкурируют за бюджетные деньги, и размещает средства под обеспечение ценными бумагами. Таким образом, временно свободные деньги бюджета, то есть деньги всех налогоплатель-

щиков, тоже работают, а не лежат без дела. По сути, государство делает со своими временно свободными деньгами ровно то, что мы будем рекомендовать делать вам. Это хороший пример того, что управление ликвидностью не прихоть, а разумная практика.

Четвертая группа участников это брокеры и дилеры. У брокера на счетах клиентов постоянно находятся деньги, которые еще не вложены в ценные бумаги. Часть этих денег брокер размещает на денежном рынке, получая доход. Кроме того, брокеры привлекают деньги для финансирования маржинальной торговли своих клиентов, когда те покупают бумаги в долг. Так брокеры оказываются одновременно и поставщиками, и потребителями денег на этом рынке.

Пятая группа это управляющие компании, которые управляют паевыми фондами, в том числе фондами ликвидности. Когда вы покупаете паи такого фонда, управляющая компания размещает собранные деньги на денежном рынке и передает доход пайщикам. За последние годы фонды ликвидности стали одними из крупнейших поставщиков денег на рынок, их активы измеряются сотнями миллиардов рублей. Через них частные инвесторы получили доступ к доходности, которая раньше была доступна только профессионалам. Подробно устройство таких фондов мы разберем в восьмой главе.

Шестая группа это крупные компании, особенно экспортеры и холдинги с большими денежными потоками. У круп-

ной нефтяной или металлургической компании на счетах может временно находиться десятки миллиардов рублей. Казначейство такой компании ведет себя почти как банк: размещает излишки на короткие сроки и занимает при временной нехватке. Многие крупные компании работают на денежном рынке напрямую или через банки, получая доход, близкий к рыночному. Для них разница в долю процента на таких объемах означает миллионы рублей.

Наконец, седьмая группа участников это частные инвесторы, то есть вы. Еще недавно частные лица почти не имели прямого доступа к денежному рынку и могли участвовать в нем только косвенно, через банковские вклады. Банк привлекал деньги по одной ставке и размещал по другой, оставляя разницу себе. Сегодня благодаря биржевым фондам и брокерским сервисам частный инвестор может получать доходность, очень близкую к той, что получают профессионалы. Где именно происходит это подключение, мы подробно опишем в конце главы.

Теперь поговорим о сроках, на которые заключаются сделки на денежном рынке. Самый короткий и самый распространенный срок называется овернайт, что в переводе означает «на ночь». Сделка овернайт заключается сегодня и исполняется завтра, то есть деньги передаются на один рабочий день. Если сделка заключена в пятницу, она длится до понедельника, то есть фактически три календарных дня. По объему сделки овернайт занимают львиную долю денежного

рынка.

Почему сроки на этом рынке такие короткие? Причина в том, что банки и компании редко знают точно, сколько денег им понадобится через неделю или месяц. Гораздо надежнее каждый день заново оценивать потребности и занимать ровно столько, сколько нужно на ближайшие сутки. Кроме того, короткие сделки несут меньше риска: за одну ночь вероятность того, что с заемщиком что-то случится, гораздо меньше, чем за месяц. По этим причинам рынок естественным образом концентрируется на самых коротких сроках.

Помимо овернайт, на денежном рынке есть сделки на неделю, две недели, месяц, три месяца и более длинные сроки вплоть до года. Чем длиннее срок, тем меньше обычно объем сделок и тем сильнее ставка зависит от ожиданий участников относительно будущего. Если участники ожидают, что ключевая ставка снизится, ставки на три месяца могут оказаться ниже ставок овернайт. Если ожидают повышения, длинные ставки окажутся выше коротких. Это явление называется кривой доходности денежного рынка, и оно помогает понять настроения профессионалов.

Для вас как частного инвестора важно усвоить следующее: срок сделки определяет, насколько точно вы знаете свою доходность заранее. Если вы разместили деньги на три месяца по фиксированной ставке, вы точно знаете, сколько получите. Если вы размещаете деньги овернайт каждый день заново, ваш доход будет меняться вместе с рыночными став-

ками. Это не хорошо и не плохо, это просто разные свойства, которые подходят для разных ситуаций. Мы еще вернемся к этому выбору, когда будем сравнивать фонды ликвидности с короткими облигациями и вкладами.

Еще одна важная характеристика денежного рынка касается обеспечения. Все сделки на нем можно разделить на две большие группы: займы с обеспечением и займы без обеспечения. В первом случае заемщик передает кредитору ценные бумаги в качестве гарантии возврата денег. Во втором случае кредитор полагается только на надежность заемщика, без какой-либо материальной гарантии. Эта разница принципиально важна для понимания рисков.

Займы без обеспечения на денежном рынке в основном представлены межбанковскими кредитами. Один банк дает другому деньги на день или неделю, доверяя его репутации и финансовому положению. Такие сделки заключаются только между участниками, которые хорошо знают друг друга и установили лимиты на взаимное кредитование. Если с банком-заемщиком что-то случится, кредитор может потерять деньги. Поэтому ставки по таким займам обычно несколько выше, чем по займам с обеспечением.

Займы с обеспечением устроены надежнее. Заемщик передает кредитору облигации или другие ценные бумаги стоимостью больше суммы займа, и если деньги не возвращаются, кредитор оставляет бумаги себе и продает их. Самая распространенная форма такого займа называется РЕПО, и

мы подробно разберем ее устройство в четвертой главе. Сейчас достаточно понять, что обеспечение резко снижает риск для того, кто дает деньги. Именно поэтому сделки с обеспечением стали основой той части денежного рынка, которая доступна частным инвесторам.

Чтобы проиллюстрировать разницу, вернемся к бытовой аналогии. Если вы одалживаете деньги соседу просто под честное слово, вы рискуете. Если сосед оставляет вам в залог свою машину стоимостью больше суммы долга, ваш риск минимален. Даже если сосед не вернет деньги, вы продадите машину и вернете свое. Займы с обеспечением на денежном рынке работают ровно так же, только вместо машины выступают ценные бумаги, которые легко оценить и быстро продать.

Теперь стоит перечислить сами инструменты, которыми пользуются участники денежного рынка, чтобы карта стала полной. Помимо межбанковских кредитов и сделок РЕПО, на рынке широко применяются валютные свопы. Своп представляет собой одновременную покупку валюты сегодня и ее обратную продажу через определенный срок по заранее оговоренному курсу. Фактически это заем рублей под залог валюты или заем валюты под залог рублей, и банки используют такие сделки, чтобы перераспределять ликвидность между валютами. Для частного инвестора своп малоинтересен, но он объясняет, почему ставки в рублях и в валюте связаны между собой.

Еще один инструмент, о котором полезно знать, это облигации Банка России, которые профессионалы называют сокращенно КОБР. Регулятор выпускает их, когда в банковской системе скапливается слишком много свободных денег и их нужно на время изъять. Срок таких облигаций обычно составляет около трех месяцев, а доходность привязана к ключевой ставке. Купить КОБР могут только банки, поэтому частным инвесторам они недоступны. Тем не менее их существование показывает, что даже Центральный банк пользуется инструментами денежного рынка, чтобы управлять количеством денег в экономике.

К инструментам денежного рынка относят и депозиты, которые банки размещают в Центральном банке или друг у друга на фиксированный срок. В отличие от вашего вклада в банке, такие депозиты заключаются на крупные суммы, часто через аукционы, и ставка по ним определяется в ходе конкуренции между участниками. Депозитные операции регулятора мы подробно разберем в следующей главе, потому что они служат одним из главных рычагов управления ставками. Сюда же можно отнести депозиты Федерального казначейства в коммерческих банках, о которых мы упоминали выше. Все эти операции объединяет короткий срок и цель управления ликвидностью.

Наконец, к денежному рынку примыкают короткие облигации компаний и государства, то есть бумаги с погашением в пределах года. Строго говоря, облигации относят к рын-

ку ценных бумаг, но короткие выпуски по своим свойствам очень близки к инструментам денежного рынка. Их цена мало меняется при колебаниях ставок, а погашение наступает скоро, поэтому их часто используют для размещения временно свободных денег. Компании выпускают такие бумаги, чтобы финансировать оборотный капитал, а государство иногда предлагает короткие выпуски для управления долгом. Частному инвестору они доступны напрямую через брокерский счет.

Если собрать все инструменты вместе, получится довольно разнообразная палитра. Одни из них доступны только банкам и регулятору, другие открыты для всех участников биржевых торгов. Одни заключаются без обеспечения и требуют доверия к контрагенту, другие защищены залогом ценных бумаг. Одни имеют фиксированный срок и ставку, другие перезаключаются каждый день по новой цене. Для частного инвестора важна прежде всего та часть палитры, которая открыта через биржу и брокера, и именно на ней мы сосредоточимся в книге.

Теперь разберемся, где именно заключаются сделки на денежном рынке. Рынок делится на два сегмента: биржевой и внебиржевой. На биржевом рынке сделки заключаются через торговую систему Московской биржи, где участники выставляют заявки, а система автоматически их сводит. На внебиржевом рынке участники договариваются напрямую, по телефону, через специальные торговые терминалы или по зара-

нее заключенным договорам. Оба сегмента важны, но для частного инвестора доступен прежде всего биржевой.

Внебиржевой сегмент исторически был основным для межбанковских кредитов. Крупные банки договариваются друг с другом напрямую, устанавливают индивидуальные условия и не раскрывают детали сделок посторонним. Здесь важны личные отношения, репутация и взаимные лимиты. Такая модель удобна для профессионалов, но непрозрачна и закрыта для всех остальных. Частный инвестор попасть на внебиржевой межбанковский рынок не может.

Биржевой сегмент устроен иначе: он прозрачен, стандартизирован и открыт для широкого круга участников. Все сделки проходят через единую систему, цены и объемы видны всем, а исполнение обязательств гарантирует специальная организация. За последние годы именно биржевой сегмент стал главной площадкой денежного рынка в России. Значительная часть сделок РЕПО сегодня заключается на Московской бирже с участием центрального контрагента. Как устроен этот механизм, мы расскажем в пятой главе.

Почему же на денежном рынке почти нет кредитного риска для конечного инвестора? Ответ складывается из нескольких факторов, которые мы будем подробно рассматривать в следующих главах. Во-первых, короткие сроки сделок снижают вероятность того, что с заемщиком что-то случится. Во-вторых, обеспечение в виде ценных бумаг гарантирует возврат денег даже при неисполнении обязательств.

В-третьих, на биржевом сегменте между участниками стоит центральный контрагент, который гарантирует исполнение сделок своим капиталом и системой защитных механизмов.

Важно не путать «почти нет риска» с «совсем нет риска». В финансах нет абсолютно безопасных инструментов, есть лишь инструменты с очень низким риском. Даже вклад в крупнейшем банке несет теоретическую вероятность проблем, просто она ничтожно мала и дополнительно застрахована государством. Инструменты денежного рынка находятся в той же категории минимального риска, но риски у них свои. Мы честно разберем их в отдельной главе о рисках фондов ликвидности, чтобы у вас не было иллюзий.

Давайте посмотрим на масштаб рынка, чтобы понять, насколько он важен для экономики. Ежедневный объем сделок на денежном рынке России измеряется триллионами рублей. Только сделки РЕПО с центральным контрагентом на Московской бирже ежедневно составляют несколько триллионов рублей. Для сравнения, весь объем торгов акциями на той же бирже за день обычно в десятки раз меньше. Денежный рынок незаметен для широкой публики, но по оборотам он многократно превосходит рынок акций, о котором постоянно пишут в новостях.

Огромные обороты объясняются тем, что одни и те же деньги многократно перемещаются по рынку. Банк занимает деньги на одну ночь, на следующий день возвращает и снова занимает, и так каждый день. Если сложить все сделки за

год, получатся астрономические суммы, хотя реальный объем денег в системе намного меньше. Для вас это означает одно: рынок очень ликвиден, и размещение даже крупных для частного лица сумм никак на него не влияет. Ваши шестьсот тысяч или два миллиона растворяются в этом потоке без следа.

Значение денежного рынка для экономики трудно переоценить. Через него Центральный банк передает сигналы о стоимости денег всей финансовой системе. Если регулятор повышает ключевую ставку, это в первую очередь отражается на ставках денежного рынка, затем на ставках по кредитам и вкладам. Если бы денежный рынок перестал работать, банки не смогли бы управлять ликвидностью, и вся система платежей оказалась бы под угрозой. По этой причине регулятор внимательно следит за его состоянием и вмешивается при первых признаках напряжения.

История знает примеры, когда денежный рынок замирал и это приводило к серьезным последствиям. В острые фазы финансовых кризисов банки переставали доверять друг другу и отказывались давать деньги даже на одну ночь. Ставки взлетали, ликвидность исчезала, и даже вполне здоровые банки оказывались на грани неплатежеспособности. В таких ситуациях центральные банки вынуждены экстренно вливать деньги в систему. Эти эпизоды показывают, что денежный рынок, при всей его будничности, служит кровеносной системой финансов.

Именно из-за этого опыта современный денежный рынок устроен так, чтобы снизить зависимость от доверия между участниками. Рост доли сделок с обеспечением и центральным контрагентом во многом стал ответом на кризисы прошлого. Когда сделка обеспечена ценными бумагами и гарантирована центральным контрагентом, участникам не нужно оценивать надежность друг друга. Это делает рынок устойчивее в стрессовые периоды. Для частного инвестора такая конструкция означает, что риск его вложений определяется не конкретным банком, а надежностью всей системы.

Теперь перейдем к самому интересному для вас вопросу: где частный инвестор подключается к этой системе. Первый и самый традиционный способ это банковский вклад или накопительный счет. Вы отдаете деньги банку, а банк уже сам решает, как ими распорядиться, в том числе размещает часть на денежном рынке. Ставка по вкладу формируется с оглядкой на рыночные ставки, но включает маржу банка. Подробно вклады и накопительные счета мы разберем в пятнадцатой и шестнадцатой главах.

Второй способ подключения это фонды ликвидности, которые покупаются на бирже через брокерский счет. Управляющая компания собирает деньги пайщиков и размещает их в сделки РЕПО с центральным контрагентом. Доход от этих сделок ежедневно отражается в стоимости пая. Такой способ дает доходность, очень близкую к рыночным ставкам, за вычетом небольшой комиссии управляющего. Фондам ликвид-

ности посвящено несколько глав книги, начиная с восьмой.

Третий способ это сервисы брокеров, которые автоматически размещают свободный остаток на счете клиента. Брокер берет деньги, не вложенные в бумаги, размещает их на денежном рынке и делится с клиентом частью дохода. Это удобно, потому что не требует никаких действий, но условия у разных брокеров сильно различаются. Как работают такие сервисы и как их оценивать, мы расскажем в шестой главе. Там же разберем, какие еще возможности дает брокерский счет для заработка на коротких деньгах.

Четвертый способ это покупка коротких облигаций, то есть облигаций с погашением в пределах года. Это уже не совсем денежный рынок в узком смысле, но по свойствам такие облигации очень близки к его инструментам. Вы покупаете облигацию, получаете купоны и в дату погашения возвращаете номинал. Если выбрать надежного эмитента и правильную дату погашения, доходность будет известна заранее. Этому способу посвящены тринадцатая и четырнадцатая главы.

Пятый способ, доступный в последние годы, связан с валютным денежным рынком, прежде всего в китайских юанях. Для тех, кто держит временно свободные деньги в валюте, существуют фонды и сделки, позволяющие получать доход на юани. Этот сегмент живет по своим правилам и несет дополнительные риски, связанные с курсом. Мы посвятим ему отдельную двенадцатую главу. Пока лишь отметим, что

валютный денежный рынок требует особой осторожности.

Если сравнить все эти способы, становится видно, что они различаются по степени близости к рынку. Вклад отделен от денежного рынка банком, который берет за посредничество свою долю. Фонд ликвидности подключен к рынку почти напрямую, отделенный лишь небольшой комиссией управляющей компании. Короткие облигации находятся на соседнем рынке, но тесно связаны с денежным. Понимание этой картины помогает объяснить, почему доходность разных инструментов различается.

Давайте посмотрим, как эта карта выглядит глазами Марины. До прочтения книги она знала лишь о двух вариантах: оставить деньги на карте или положить на вклад. Теперь она видит, что вклад лишь один из многих путей, ведущих к одному и тому же рынку. Банк, фонд ликвидности, брокерский сервис и облигации предлагают разные способы подключиться к одному потоку денег. Ее задача состоит в том, чтобы выбрать тот путь, который лучше всего соответствует ее трем вопросам к рублю.

Денис смотрит на ту же карту иначе. У него уже есть брокерский счет, и деньги находятся внутри биржевой системы. Ему не нужно выводить их в банк, чтобы получить доход, достаточно разместить остаток в одном из биржевых инструментов денежного рынка. Для него вклад и накопительный счет оказываются менее удобными, потому что требуют переводов между банком и брокером. Карта помогает Денису

понять, что его деньги уже находятся рядом с источником дохода.

Здесь уместно сказать несколько слов о том, как частный инвестор видит денежный рынок в приложении брокера. Сделки между банками и операции Центрального банка вы не увидите, они происходят на уровне, недоступном частным лицам. Однако вы увидите паи фондов ликвидности с их ценами, короткие облигации и, возможно, предложение брокера о доходе на остаток. Это видимая часть айсберга, за которой стоит огромная невидимая инфраструктура. Понимание устройства невидимой части поможет вам принимать осознанные решения в видимой.

Карта рынка помогает и в разговорах с близкими, которые привыкли к одному-единственному способу хранения денег. Родители Марины, пенсионеры, всю жизнь держат сбережения на вкладах в одном банке и с подозрением относятся ко всему, что связано с биржей. Когда Марина объяснила им, что банк сам размещает их деньги на том же денежном рынке, а фонд ликвидности просто убирает посредника, родители впервые задумались о разнице в доходности. Они не обязаны менять свои привычки, и для них вклад может оставаться удобным решением. Однако понимание того, что вклад не единственный путь к надежному доходу, делает выбор осознанным, а не вынужденным.

Полезно также понимать, что участки рынка связаны между собой и ставки на них движутся почти синхронно. Если

ставки по сделкам РЕПО растут, через несколько дней или недель за ними следуют ставки по вкладам и накопительным счетам. Если Центральный банк снижает ключевую ставку, это быстро отражается на доходности фондов ликвидности, а затем и на предложениях банков. Разница лишь в скорости реакции: биржевые инструменты меняются почти мгновенно, банковские продукты подстраиваются с запаздыванием. Это запаздывание иногда можно использовать в свою пользу, о чем мы поговорим в главе о сравнении инструментов.

Теперь разберем частую ошибку, связанную с непониманием карты рынка. Многие частные инвесторы считают, что фонд ликвидности вкладывает деньги в какие-то рискованные бумаги, и сравнивают его с фондом акций. На самом деле фонд ликвидности работает на совершенно другом участке рынка, где нет ни акций, ни длинных облигаций. Если смотреть на карту, видно, что он находится в той же зоне, что и банковские вклады, просто подключен по другому каналу. Эта путаница заставляет людей отказываться от удобного инструмента из-за ложных страхов.

Вторая ошибка противоположна первой: некоторые инвесторы считают, что любой инструмент с пометкой «денежный рынок» абсолютно безопасен. Они не различают фонд, работающий через РЕПО с центральным контрагентом, и фонд, вкладывающий в короткие облигации малоизвестных компаний. Между тем риски у этих инструментов разные, хотя оба могут называться похоже. Карта рынка помогает по-

нять, на каком участке работает конкретный инструмент и что стоит за его доходностью. Мы научимся различать их при выборе фонда в десятой главе.

Третья ошибка связана с ожиданием, что доходность денежного рынка всегда будет высокой. Люди, впервые столкнувшиеся с инструментами в период высоких ставок, считают, что пятнадцать или двадцать процентов годовых это норма. Когда ставки снижаются, они удивляются падению доходности и ищут виноватых. На самом деле денежный рынок всегда отражает текущую стоимость денег в экономике и не может приносить больше, чем позволяет ключевая ставка. Понимание этой связи избавляет от разочарований и ложных ожиданий.

Четвертая ошибка заключается в желании найти «самый выгодный» участок рынка, не учитывая удобство доступа. Например, человек узнает, что крупные компании получают на денежном рынке чуть больше, чем фонды ликвидности, и пытается найти способ попасть туда же. Для частного лица такие попытки обычно заканчиваются сложными схемами с дополнительными рисками. Разница в доходности между участками рынка составляет доли процента, и ради них не стоит усложнять. Лучший доступ для частного инвестора тот, который прост, надежен и близок к рыночной ставке.

Вернемся к общей картине, чтобы закрепить ее. Денежный рынок это пространство, где участники с временными излишками денег встречаются с участниками, которым вре-

менно не хватает средств. Центральный банк управляет этим пространством, задавая уровень ставок. Банки, государство, брокеры, управляющие компании и крупные компании ежедневно перемещают через него триллионы рублей. Частный инвестор подключается к этому потоку через вклады, фонды, брокерские сервисы и короткие облигации.

Каждая из следующих глав будет подробно освещать один из участков этой карты. Мы начнем с ключевой ставки, потому что именно она определяет уровень доходности всех остальных инструментов. Затем спустимся на уровень конкретных сделок и механизмов, которые обеспечивают надежность. После этого рассмотрим инструменты, доступные вам непосредственно, и научимся их сравнивать. Такой порядок позволит вам видеть не только конкретные продукты, но и логику, которая за ними стоит.

Подведем короткий итог второй главы. Денежный рынок отличается от рынка капитала короткими сроками и задачей управления текущей ликвидностью, а на нем работают Центральный банк, коммерческие банки, государство, брокеры, управляющие компании и крупные компании, а теперь и частные инвесторы. Большая часть сделок заключается на срок овернайт, займы делятся на обеспеченные и необеспеченные, а биржевой сегмент с центральным контрагентом стал основным. Частный инвестор может подключиться к рынку несколькими способами, и выбор пути определяет итоговую доходность. В следующей главе мы погово-

рим о ключевой ставке, которая служит якорем для всех коротких доходностей и задает уровень вашего будущего дохода.

Глава 3. Ключевая ставка: якорь коротких доходностей

Если бы у денежного рынка был главный ориентир, на который смотрят все без исключения участники, это была бы ключевая ставка Банка России. От нее зависят ставки по сделкам между банками, доходность фондов ликвидности, проценты по вкладам и накопительным счетам. Когда вы видите в новостях сообщение о решении регулятора по ставке, вы можете заранее предсказать, как изменится доход ваших временно свободных денег. В этой главе мы разберемся, что такое ключевая ставка, как регулятор ее удерживает на рынке и почему все короткие доходности держатся рядом с ней. Понимание этого механизма позволит вам смотреть на свои сбережения глазами профессионала.

Начнем с определения, которое на первый взгляд кажется скучным, но содержит главное. Ключевая ставка это процентная ставка, по которой Центральный банк предоставляет деньги банкам и принимает от них деньги на одну неделю. Ее устанавливает совет директоров Банка России, и она служит основным инструментом денежно-кредитной политики. Впервые ключевая ставка была введена в 2013 году и с тех пор стала главным ориентиром для всей финансовой системы. Изменяя ее, регулятор влияет на стоимость денег

во всей экономике.

Зачем вообще регулятору управлять стоимостью денег? Главная задача Банка России состоит в поддержании ценовой стабильности, то есть в удержании инфляции на низком и предсказуемом уровне. Целевой ориентир по инфляции, который регулятор публично объявил, составляет четыре процента в год. Когда цены растут быстрее цели, регулятор повышает ставку, делая кредиты дороже, а сбережения выгоднее. Когда инфляция замедляется ниже цели, ставку снижают, стимулируя кредитование и расходы.

Логику этого механизма легко понять на бытовом примере. Представьте, что ставки по кредитам выросли с двенадцати до двадцати процентов годовых. Семья, которая планировала взять кредит на машину, скорее всего, отложит покупку, потому что переплата стала слишком большой. Одновременно ставки по вкладам выросли, и деньги, которые семья копит, стали приносить больше, что дополнительно мотивирует откладывать траты. Когда так поступают миллионы людей и компаний, спрос в экономике снижается, и рост цен замедляется.

Обратный пример не менее показателен. Если ставки по ипотеке снизились с двадцати до десяти процентов, многие семьи, которые раньше не могли позволить себе квартиру, решаются на покупку. Компании охотнее берут кредиты на расширение бизнеса, нанимают сотрудников и закупают оборудование. Сбережения на вкладах становятся менее при-

влекательными, и люди охотнее тратят. Экономика оживляется, но если такой процесс зайдет слишком далеко, цены снова начнут расти быстрее нормы.

Для вас как владельца временно свободных денег важен прямой вывод из этой логики. Когда инфляция высокая, регулятор держит ставку высокой, и ваши деньги на денежном рынке приносят много. Когда инфляция низкая, ставка снижается, и доходность падает. Получается встроенный механизм защиты: в периоды, когда деньги быстро обесцениваются, денежный рынок платит больше. Это одна из главных причин, по которой инструменты денежного рынка хорошо сохраняют покупательную способность.

Теперь посмотрим, как ключевая ставка физически превращается в ставки на рынке. Если бы регулятор просто объявлял цифру и ничего не делал, рынок мог бы ее игнорировать. Поэтому Банк России создал механизм, который называется процентным коридором. Коридор состоит из двух границ, нижней и верхней, между которыми должна находиться ставка денежного рынка. Ключевая ставка находится ровно посередине этого коридора.

Верхняя граница коридора представляет собой ставку, по которой банк в любой момент может занять деньги у регулятора на одну ночь под залог ценных бумаг. Она установлена на один процентный пункт выше ключевой ставки. Это значит, что если ключевая ставка составляет шестнадцать процентов, банк всегда может получить деньги у Центрального

банка под семнадцать процентов. Ни один разумный банк не станет занимать у другого банка дороже, если регулятор дает дешевле. Так верхняя граница не позволяет рыночным ставкам подняться слишком высоко.

Нижняя граница коридора устроена зеркально. Это ставка, по которой банк в любой момент может разместить свободные деньги на депозит в Центральном банке на одну ночь. Она установлена на один процентный пункт ниже ключевой ставки, то есть при ключевой ставке шестнадцать процентов она составляет пятнадцать. Ни один разумный банк не станет давать деньги другому банку дешевле, если регулятор всегда платит пятнадцать процентов без всякого риска. Так нижняя граница не позволяет рыночным ставкам опуститься слишком низко.

В результате рыночные ставки по сделкам овернайт почти всегда оказываются внутри коридора шириной два процентных пункта. Это похоже на дорогу с ограждениями по обеим сторонам: машины могут ехать ближе к левой или к правой обочине, но не могут съехать в кювет. Ширина дороги определяется регулятором, и он может ее менять при необходимости. Внутри коридора ставки колеблются в зависимости от того, сколько денег в банковской системе. Если денег много, ставки прижимаются к нижней границе, если мало, к верхней.

Помимо операций постоянного действия, которые формируют границы коридора, регулятор проводит регулярные

аукционы. На этих аукционах он либо предоставляет банкам деньги через сделки РЕПО, либо принимает от них деньги на депозиты. Основные аукционы проводятся раз в неделю на срок одна неделя, а ставка на них близка к ключевой. Объем аукциона регулятор рассчитывает так, чтобы рыночные ставки оказались как можно ближе к центру коридора. Это тонкая настройка, которая позволяет держать ставки там, где нужно.

Как работает аукцион, проще всего понять на примере. Допустим, регулятор видит, что в банковской системе избыток денег, и рыночные ставки опустились к нижней границе коридора. Он объявляет депозитный аукцион, на котором банки предлагают ему свои излишки под разные ставки, не выше ключевой. Регулятор забирает нужный объем денег, и в системе остается меньше свободной ликвидности. Ставки на рынке поднимаются ближе к ключевой, и равновесие восстанавливается.

Если ситуация обратная и денег в системе не хватает, регулятор проводит аукцион РЕПО. Банки предлагают ему ценные бумаги в залог и получают деньги под ставку не ниже ключевой. Это добавляет ликвидности в систему, ставки на рынке снижаются от верхней границы коридора к центру. Регулятор снова достигает цели, удерживая рыночную ставку около ключевой. Механизм работает как термостат, который включает обогрев или охлаждение в зависимости от температуры.

Здесь мы подходим к понятию, которое объясняет, в какой роли регулятор обычно выступает на рынке. Это понятие называется структурной ликвидностью банковского сектора. Если в системе постоянно больше денег, чем нужно банкам, говорят о структурном профиците ликвидности. Если меньше, говорят о структурном дефиците. От того, в каком режиме находится система, зависит, какие именно операции проводит регулятор.

В режиме профицита у банков есть излишки, и регулятор в основном забирает деньги через депозитные аукционы и выпуск своих облигаций, о которых мы упоминали во второй главе. В режиме дефицита банкам не хватает денег, и регулятор в основном их предоставляет через аукционы РЕПО. В разные годы российская банковская система находилась то в одном, то в другом режиме. Переход между режимами может происходить из-за бюджетных операций, движения наличных денег, изменения резервов и других факторов. Для частного инвестора эти переходы имеют небольшое, но заметное значение.

Значение это проявляется в том, где именно внутри коридора находятся рыночные ставки. В режиме профицита ставки денежного рынка часто оказываются немного ниже ключевой, потому что банкам некуда деть деньги. В режиме дефицита ставки могут быть немного выше ключевой, потому что деньги нужны многим. Разница обычно составляет от нескольких десятых процента до одного процентного пунк-

та. Для доходности фонда ликвидности это означает, что она может быть то чуть выше, то чуть ниже ключевой ставки.

Теперь перейдем к тому, как часто и когда меняется ключевая ставка. Совет директоров Банка России проводит восемь заседаний по ставке в год, примерно раз в шесть недель. График заседаний публикуется заранее на сайте регулятора, обычно на год вперед. Решение объявляется в пятницу в половине второго по московскому времени, после чего проводится пресс-конференция председателя. Четыре из восьми заседаний называются опорными: на них регулятор публикует обновленный макроэкономический прогноз.

Знание графика заседаний позволяет планировать решения о размещении временно свободных денег. Если вы выбираете между фондом ликвидности с плавающей доходностью и вкладом с фиксированной ставкой, важно понимать, чего ожидает рынок от ближайших заседаний. Если ожидается снижение ставки, выгоднее зафиксировать текущий процент на нужный срок. Если ожидается повышение, лучше оставаться в инструментах, доходность которых быстро следует за ставкой. Мы подробно разберем эту логику в главе о стратегии.

График заседаний размещен на официальном сайте Банка России в разделе о денежно-кредитной политике. Многие банки и брокеры также публикуют его в своих приложениях и аналитических обзорах. Достаточно один раз занести даты в календарь телефона, чтобы не пропускать важные события.

Через несколько месяцев вы заметите, что начали интуитивно связывать изменения доходности своих сбережений с решениями регулятора. Это верный признак того, что вы мыслите как опытный участник рынка.

Важную роль в поведении рынка играют не только сами решения, но и сигналы регулятора. Сигналом называют формулировку в пресс-релизе, которая указывает на возможные действия в будущем. Например, регулятор может написать, что допускает дальнейшее повышение ставки на ближайших заседаниях, или что видит пространство для снижения. Профессиональные участники внимательно читают эти формулировки и сразу корректируют свои ожидания. Ставки на сроки от месяца до года начинают меняться задолго до самого решения.

Чтобы научиться понимать сигналы, полезно один раз внимательно прочитать пресс-релиз регулятора целиком. Обычно он начинается с самого решения и короткого объяснения, затем описывает динамику инфляции, состояние экономики, кредитование и риски. Ближе к концу обычно находится абзац о будущих действиях, и именно его профессионалы перечитывают несколько раз. Формулировки вроде «сохраняется возможность повышения» или «возможно снижение на ближайших заседаниях» служат главными подсказками. Через два-три таких прочтения вы начнете замечать изменения в тоне, которые предшествуют разворотам политики.

Еще один полезный ориентир называется реальной ключевой ставкой, то есть разницей между ключевой ставкой и ожидаемой инфляцией на год вперед. Если ключевая ставка составляет шестнадцать процентов, а инфляция ожидается на уровне шести, реальная ставка равна десяти процентам. Чем выше реальная ставка, тем жестче политика и тем сильнее она сдерживает экономику. Регулятор сам часто оценивает свою политику именно через реальную ставку. Когда инфляция снижается, а номинальная ставка остается прежней, реальная ставка растет, и это сигнал, что пространство для снижения номинальной ставки увеличивается.

Ожидания рынка можно отследить по нескольким индикаторам. Аналитики банков регулярно публикуют прогнозы ключевой ставки, а Банк России сам проводит опросы профессиональных аналитиков и публикует консенсус. Кроме того, ожидания видны в доходности коротких облигаций и в ставках по сделкам на срок от месяца. Если ставки на три месяца заметно ниже ставок на один день, рынок ожидает снижения ключевой ставки. Если выше, рынок ожидает повышения.

Теперь давайте проследим путь решения регулятора от объявления до вашего дохода. Этот путь экономисты называют трансмиссионным механизмом, и он состоит из нескольких этапов. В пятницу в половине второго регулятор объявляет решение, и уже со следующего понедельника меняются ставки по его операциям. Ставки на межбанковском рын-

ке и в сделках РЕПО подстраиваются в течение одного-двух дней. Доходность фондов ликвидности, которые размещают деньги в РЕПО, начинает отражать новую ставку практически сразу.

Покажем это на конкретном примере. Допустим, ключевая ставка была шестнадцать процентов, и в пятницу регулятор повысил ее до семнадцати. Если у Дениса в фонде ликвидности лежат двести тысяч рублей, со следующей недели его ежедневный доход вырастет. При ставке шестнадцать процентов он получал около восьмидесяти восьми рублей в день, а при семнадцати будет получать около девяноста трех. Разница в пять рублей в день кажется небольшой, но за год складывается почти в две тысячи рублей.

Проверим арифметику этого примера, чтобы вы видели, как такие расчеты делаются. Двести тысяч рублей, умноженные на шестнадцать процентов, дают тридцать две тысячи рублей в год. Разделив эту сумму на триста шестьдесят пять дней, получаем около восьмидесяти семи рублей шестидесяти семи копеек в день. При семнадцати процентах годовой доход составит тридцать четыре тысячи рублей, а дневной около девяноста трех рублей пятнадцати копеек. Разница между ними примерно пять с половиной рублей в день, или две тысячи рублей в год.

Банковские продукты реагируют на решение заметно медленнее. Ставки по новым вкладам и накопительным счетам банки обычно пересматривают в течение одной-двух недель

после решения регулятора. Иногда банки меняют ставки заранее, если рынок уверенно ожидает определенного решения. По уже открытым срочным вкладам ставка не меняется до окончания срока, что может быть как преимуществом, так и недостатком. Накопительные счета обычно пересматриваются быстрее вкладов, потому что банк может изменить ставку в любой момент.

Подруга Марины Ольга хорошо знает эту закономерность на собственном опыте. Она держит сбережения на накопительных счетах и внимательно следит за предложениями банков. Ольга заметила, что после каждого повышения ключевой ставки банки начинают наперебой улучшать условия в течение недели-двух, а после снижения так же быстро урезают ставки. Иногда банки снижают ставки по накопительным счетам даже раньше, чем регулятор принял решение, если рынок уверенно ожидает снижения. По этой причине Ольга перестала удивляться, когда ставка по ее счету менялась без всякого предупреждения.

Ставки по кредитам тоже меняются, но для темы нашей книги они менее важны. Отметим лишь, что изменение ключевой ставки влияет на экономику не только через сбережения, но и через кредиты, курс рубля, ожидания людей и бизнеса. Полный эффект от изменения ставки на инфляцию проявляется в течение нескольких кварталов. Именно поэтому регулятор принимает решения, ориентируясь на прогноз, а не только на текущую ситуацию. Для владельца временно

свободных денег этот макроэкономический контекст важен как фон, объясняющий решения.

Чтобы почувствовать, насколько сильно уровень ключевой ставки влияет на ваши деньги, полезно заглянуть в ее историю. Летом 2020 года, в период пандемии, регулятор снизил ставку до исторического минимума в четыре с четвертью процента. Если бы Марина держала свои шестьсот тысяч рублей в инструментах денежного рынка в то время, за семь месяцев она получила бы около четырнадцати тысяч восьмисот семидесяти пяти рублей. При ставке шестнадцать процентов тот же срок приносит пятьдесят шесть тысяч рублей, то есть почти вчетверо больше. Одна и та же сумма, один и тот же инструмент, а доход различается в разы только из-за уровня ключевой ставки.

Этот пример объясняет, почему в периоды низких ставок люди массово теряли интерес к вкладам и уходили на фондовый рынок в поисках доходности. Когда вклад приносит четыре процента, а инфляция сопоставима, хранение денег кажется бессмысленным, и даже рискованные инструменты выглядят привлекательно. Когда ставки высокие, ситуация разворачивается, и деньги возвращаются в надежные короткие инструменты. Эти волны хорошо видны по статистике притоков в фонды и на вклады. Понимание цикличности помогает вам не поддаваться массовым настроениям и принимать решения исходя из собственных задач.

История ключевой ставки с датами всех решений опуб-

ликована на сайте Банка России в виде таблицы и графика. Полезно один раз посмотреть на этот график за десять лет, чтобы увидеть, как ставка колебалась между крайними значениями. Вы заметите, что периоды высоких ставок обычно сменялись постепенным снижением, а резкие повышения случались в моменты потрясений. Такой взгляд на длинную историю помогает не воспринимать текущую ставку как вечную. Любой уровень ставки временен, и в своих планах стоит учитывать возможность его изменения.

Теперь мы можем ответить на главный вопрос главы: почему все короткие доходности держатся рядом с ключевой ставкой? Ответ складывается из всего, что мы обсудили. Регулятор с помощью коридора и аукционов удерживает ставки овернайт около ключевой. Ставки на более длинные сроки отражают ожидания будущих решений по ключевой ставке. Все инструменты денежного рынка в итоге привязаны к этим ставкам, потому что участники могут свободно перемещать деньги между ними.

Представьте, что какой-то банк вдруг предложил вклад на три месяца под двадцать пять процентов при ключевой ставке шестнадцать. Если банк надежен, это предложение означает, что он готов платить вкладчикам намного больше, чем стоит занять деньги у регулятора или на рынке. Нормальный банк так делать не станет, потому что это убыточно. Если такое предложение все же появилось, это сигнал: либо банк испытывает серьезные проблемы с ликвидностью, либо в усло-

виях есть скрытые ограничения. В обоих случаях стоит насторожиться.

Обратная ситуация не менее показательна. Если фонд ликвидности приносит намного меньше ключевой ставки, это означает, что управляющая компания берет слишком большую комиссию или неэффективно размещает деньги. Разумно ожидать, что хороший фонд будет отставать от ставки денежного рынка лишь на размер своих расходов. Мы научимся проверять это в главе о выборе фонда ликвидности. Пока запомните простое правило: нормальная доходность надежных коротких инструментов находится рядом с ключевой ставкой.

Теперь рассмотрим, как меняется картина в цикле снижения ставки. Цикл снижения начинается, когда инфляция устойчиво замедляется и регулятор видит возможность сделать деньги дешевле. Ставка снижается постепенно, обычно на полпроцента или на процент за одно заседание, иногда больше. За год такой цикл может опустить ставку на несколько процентных пунктов. Для владельцев временно свободных денег это означает постепенное снижение дохода.

В цикле снижения инструменты с плавающей доходностью, такие как фонды ликвидности и накопительные счета, приносят все меньше и меньше. Если вы положили деньги в фонд при ставке шестнадцать процентов, а через год она снизилась до двенадцати, ваша средняя доходность за этот год окажется около четырнадцати процентов. Напротив,

вклад или облигация, купленные в начале цикла, сохраняют зафиксированный доход до конца срока. Это главное преимущество фиксации в период снижения ставок. Однако у фиксации есть цена в виде потери гибкости, о чем мы будем говорить при сравнении инструментов.

Давайте посмотрим на пример Марины в цикле снижения. Допустим, она размещает шестьсот тысяч рублей при ставке шестнадцать процентов, а регулятор снижает ставку на один процентный пункт на каждом заседании. За семь месяцев пройдет четыре или пять заседаний, и ставка к началу ремонта опустится до двенадцати процентов. Средняя ставка за период окажется около четырнадцати процентов, и доход в фонде ликвидности составит около сорока девяти тысяч рублей. Если бы Марина в самом начале зафиксировала шестнадцать процентов на семь месяцев, она бы получила около пятидесяти шести тысяч рублей.

Давайте проверим эти цифры вместе. Шестьсот тысяч, умноженные на четырнадцать процентов и на семь двенадцатых, дают сорок девять тысяч рублей. Шестьсот тысяч, умноженные на шестнадцать процентов и на семь двенадцатых, дают пятьдесят шесть тысяч рублей. Разница в семь тысяч рублей это цена гибкости, которую Марина заплатила бы, оставшись в инструменте с плавающей доходностью. Сумма не катастрофическая, но достаточно заметная, чтобы задуматься о фиксации при ожидании снижения ставок.

В цикле повышения ставки картина меняется зеркально.

Регулятор начинает повышать ставку, когда инфляция ускоряется или возникают угрозы ее ускорения. Повышения могут быть резкими: регулятор способен поднять ставку сразу на несколько процентных пунктов за одно заседание, если ситуация требует. В такие периоды инструменты с плавающей доходностью быстро начинают приносить больше. Владельцы фондов ликвидности и накопительных счетов выигрывают, а те, кто зафиксировал доходность заранее, остаются с прежними ставками.

История знает яркие примеры резких повышений. В конце февраля 2022 года регулятор одним решением поднял ключевую ставку с девяти с половиной до двадцати процентов. Владельцы инструментов с плавающей доходностью почти сразу начали получать вдвое больше, чем неделей ранее. Те, кто незадолго до этого открыл годовой вклад под восемь процентов, оказались в проигрыше, если не могли его закрыть без потерь. Похожий, хотя и более растянутый цикл повышения ставки произошел в 2023 и 2024 годах, когда ставка дошла до двадцати одного процента.

Еще более ранний пример относится к декабрю 2014 года, когда на фоне резкого падения рубля регулятор на внеочередном ночном заседании поднял ключевую ставку с десяти с половиной до семнадцати процентов. Это решение показало, что регулятор может действовать вне заранее объявленного графика, если ситуация требует немедленной реакции. Внеочередные заседания случаются редко, но о такой воз-

можности полезно помнить. Для владельцев временно свободных денег подобные эпизоды становятся неожиданным подарком, если деньги находятся в инструментах с плавающей доходностью. Те же, кто держал деньги на карте без процентов, ничего от такого подарка не получают.

Этот пример показывает важный принцип: в периоды неопределенности инструменты с плавающей доходностью защищают от неожиданных повышений ставки. Вы не угадываете решения регулятора, а автоматически получаете рыночную ставку, какой бы она ни была. Такой подход избавляет от необходимости прогнозировать будущее. Фиксация имеет смысл, когда вы достаточно уверены в направлении движения ставок. Если уверенности нет, плавающая доходность оказывается более спокойным выбором.

Теперь поговорим о типичных ошибках, связанных с ключевой ставкой. Первая ошибка это попытка угадать решения регулятора и перекладывать деньги в зависимости от собственных прогнозов. Профессиональные аналитики регулярно ошибаются в прогнозах ставки, а частному инвестору это удается еще реже. Если вы каждый раз перекладываете деньги из фонда во вклад и обратно, издержки и ошибки съедают больше, чем приносит угадывание. Разумнее принимать решения на основе общего направления политики, а не отдельных заседаний.

Вторая ошибка заключается в сравнении доходности с ключевой ставкой на момент покупки, а не за весь пери-

од владения. Человек видит, что фонд ликвидности приносит шестнадцать процентов при ключевой ставке шестнадцать, и рассчитывает получить шестнадцать процентов за год. Однако если ставка за год изменится, изменится и доходность фонда. Ожидаемая доходность инструмента с плавающей ставкой равна средней ставке за период, а не ставке на дату входа. Это важно учитывать при планировании дохода на крупную цель.

Третья ошибка связана с паникой при снижении ставок. Многие инвесторы, привыкшие к высоким доходностям, при снижении ставки начинают искать альтернативы с более высоким процентом и попадают в рискованные инструменты. Например, перекладывают деньги на ремонт из фонда ликвидности в облигации малоизвестных компаний, чтобы сохранить прежний уровень дохода. Такое решение нарушает первое требование к временно свободным деньгам о сохранности. Снижение доходности в период снижения ставок нормально и не должно толкать вас на необоснованный риск.

Четвертая ошибка противоположна третьей: инвестор, ожидая снижения ставки, фиксирует доходность на слишком долгий срок, не совпадающий с датой траты. Например, Марина, узнав о цикле снижения, открывает вклад на два года, хотя деньги нужны через семь месяцев. При досрочном закрытии она теряет большую часть процентов и оказывается в проигрыше. Фиксация должна соответствовать сроку, когда деньги понадобятся. Стремление заработать на сниже-

нии ставок не должно перевешивать требование доступности.

Пятая ошибка касается восприятия новостей. Решения по ключевой ставке часто сопровождаются громкими заголовками, которые создают ощущение драмы. Человек читает о повышении ставки и думает, что ему срочно нужно что-то делать со своими деньгами. На самом деле для большинства инструментов денежного рынка повышение ставки означает рост дохода, и никаких действий не требуется. Спокойное отношение к новостям часто лучше любой суетливой реакции.

Шестая ошибка заключается в путанице между ключевой ставкой и ставками в рекламе. Банк может написать в рекламе крупными цифрами процент, равный ключевой ставке или даже выше, но мелким шрифтом указать, что он действует лишь первый месяц или только на часть суммы. Человек сравнивает рекламную цифру с ключевой ставкой и делает вывод, что нашел идеальный вариант. В реальности средняя доходность за весь срок может оказаться заметно ниже. Сравнивать с ключевой ставкой имеет смысл только ту доходность, которую вы реально получите за весь период хранения денег.

Давайте посмотрим, как Денис использует знание о ключевой ставке на практике. Раньше он не следил за решениями регулятора и не понимал, почему его облигации то дорожают, то дешевеют. Теперь он отметил в календаре даты за-

седаний и читает пресс-релизы, обращая внимание на сигналы. Он понимает, что деньги в фонде ликвидности автоматически получают новую ставку, и не беспокоится о решениях. Зато при выборе облигаций для долгосрочного портфеля он учитывает ожидания по ставке, что помогает ему покупать в более удачные моменты.

Марина тоже стала иначе смотреть на новости. Узнав, что регулятор сигнализирует о возможном снижении ставки, она задумалась, не стоит ли зафиксировать часть доходности на срок до начала ремонта. Она посчитала, что если зафиксирует доходность на половину суммы, а вторую половину оставит в гибком инструменте, то получит компромисс между защитой от снижения ставок и доступностью денег. Такое решение не требует точного прогноза и учитывает неопределенность с датой начала ремонта. Мы подробно разберем подобные комбинации в последней главе.

Наконец, стоит сказать несколько слов о том, почему регулятор иногда держит ставку высокой даже при снижении инфляции. Банк России ориентируется не только на текущую инфляцию, но и на инфляционные ожидания людей и бизнеса. Если люди ожидают, что цены будут продолжать быстро расти, они тратят деньги быстрее и требуют более высоких зарплат, что подстегивает инфляцию. Регулятор может держать ставку высокой дольше, чем кажется необходимым, чтобы убедить всех, что инфляция будет снижена. Для владельцев временно свободных денег такие периоды бывают

особенно выгодными.

Кроме того, на решения влияют курс рубля, состояние бюджета, внешние условия и темпы кредитования. Если правительство увеличивает расходы, регулятору может понадобиться более жесткая политика, чтобы компенсировать дополнительный спрос. Если рубль резко ослабевает, это ускоряет инфляцию через рост цен на импорт, и ставку могут повысить. Все эти факторы объясняются в пресс-релизах и на пресс-конференциях после каждого заседания. Не обязательно вникать во все детали, но полезно понимать общую логику.

Стоит упомянуть и о связи ключевой ставки с курсом рубля, которая часто обсуждается в новостях. Высокая ставка делает рублевые сбережения привлекательнее, и часть участников рынка охотнее держит рубли, а не валюту, что поддерживает курс. Низкая ставка, напротив, снижает привлекательность рублевых инструментов и может ослаблять рубль. Эта связь не жесткая, на курс влияет множество других факторов, от цен на нефть до внешней торговли. Однако она объясняет, почему регулятор при резком падении рубля иногда повышает ставку, как это было в 2014 и 2022 годах.

Подведем итог главы, которая заложила основу для понимания всех остальных. Ключевая ставка служит главным инструментом Банка России для управления инфляцией и задает уровень всех коротких доходностей в экономике. Регулятор удерживает рыночные ставки около ключевой с помо-

щью процентного коридора шириной два процентных пункта и регулярных аукционов. Положение ставок внутри коридора зависит от того, находится ли банковская система в режиме профицита или дефицита ликвидности. Решения принимаются восемь раз в год и быстро отражаются на доходности инструментов денежного рынка, причем биржевые инструменты реагируют быстрее банковских.

Мы увидели, что в цикле снижения ставки выигрывают те, кто зафиксировал доходность, а в цикле повышения выигрывают владельцы инструментов с плавающей ставкой. Мы разобрали типичные ошибки, связанные с попытками угадывать решения регулятора и с неверным восприятием доходности. Главный вывод состоит в том, что надежная доходность коротких инструментов всегда находится рядом с ключевой ставкой, и любое значительное отклонение должно вызывать вопросы. В следующей главе мы спустимся с уровня денежно-кредитной политики на уровень конкретных сделок и разберем, как устроено РЕПО, через которое ключевая ставка превращается в ваш ежедневный доход.

Глава 4. РЕПО: сделка, которая состоит из двух частей

В предыдущих главах мы несколько раз упоминали слово РЕПО, обещая подробно разобрать его позже. Пришло время выполнить обещание, потому что без понимания этой сделки невозможно разобраться, откуда берется доход фондов ликвидности и почему он так надежен. РЕПО стало основным инструментом денежного рынка в России и во многих других странах. Через него ежедневно проходят триллионы рублей, через него регулятор управляет ликвидностью, и через него в конечном счете работают ваши временно свободные деньги. В этой главе мы разберем устройство сделки до мельчайших деталей, используя простые примеры и бытовые аналогии.

Само слово РЕПО происходит от английского сокращения, которое означает соглашение о обратной покупке. Это название довольно точно описывает суть сделки. Одна сторона продает другой ценные бумаги и одновременно обязуется выкупить их обратно через определенный срок по заранее оговоренной цене. Цена обратного выкупа выше цены первоначальной продажи, и разница составляет доход той стороны, которая на время купила бумаги. По форме это две сделки купли-продажи, а по экономическому смыслу это за-

ем денег под залог ценных бумаг.

Лучше всего понять устройство РЕПО на знакомой ситуации из жизни, связанной с ломбардом. Представьте, что вам срочно нужны деньги на неделю, и вы приносите в ломбард золотое кольцо. Ломбард дает вам деньги, забирает кольцо и выдает квитанцию, по которой через неделю вы сможете вернуть кольцо, заплатив сумму займа и проценты. Если вы не вернетесь, ломбард продаст кольцо и покроет свои расходы. РЕПО устроено очень похоже, только вместо кольца выступают облигации или акции, а вместо ломбарда другой участник рынка.

Однако между ломбардом и РЕПО есть важное юридическое различие. В ломбарде кольцо остается вашей собственностью, ломбард лишь хранит его как залог. В сделке РЕПО ценные бумаги действительно переходят в собственность покупателя на срок сделки. Покупатель может даже использовать их в своих операциях, например продать или передать в другое РЕПО, при условии, что к дате обратного выкупа он вернет такие же бумаги. Эта особенность делает РЕПО гибким и удобным инструментом для профессиональных участников рынка.

Давайте разберем, из каких частей состоит сделка. Первая часть РЕПО это продажа ценных бумаг одной стороной другой стороне. Ее называют первой ногой сделки, или первой частью. В момент исполнения первой части продавец передает бумаги и получает деньги. Цена первой части определя-

ется исходя из рыночной стоимости бумаг с учетом дисконта, о котором мы поговорим чуть позже.

Вторая часть РЕПО это обратная покупка тех же бумаг первоначальным продавцом. Ее называют второй ногой сделки. В момент исполнения второй части первоначальный продавец возвращает деньги с процентами и получает свои бумаги обратно. Цена второй части заранее рассчитывается при заключении сделки исходя из цены первой части, ставки и срока. Таким образом, обе стороны с самого начала знают, сколько денег перейдет из рук в руки в каждой части.

Важно запомнить, кто есть кто в этой сделке. Сторону, которая продает бумаги в первой части и получает деньги, часто называют заемщиком денег, потому что по смыслу она занимает. Сторону, которая покупает бумаги в первой части и отдает деньги, называют кредитором, потому что по смыслу она дает в долг. Заемщик платит процент, кредитор его получает. Когда вы покупаете паи фонда ликвидности, фонд выступает именно кредитором, то есть отдает деньги в долг под залог бумаг.

Теперь посчитаем конкретную сделку, чтобы цифры стали осязаемыми. Допустим, банку нужно занять десять миллионов рублей на семь дней, а у него есть облигации федерального займа рыночной стоимостью одиннадцать миллионов. Банк заключает сделку РЕПО с другим участником по ставке шестнадцать процентов годовых. В первой части банк передает облигации и получает десять миллионов рублей. Во

второй части через семь дней банк возвращает деньги с процентами и забирает облигации.

Теперь рассчитаем сумму второй части сделки. Процент за семь дней составляет десять миллионов, умноженные на шестнадцать процентов и на семь дней, разделенные на триста шестьдесят пять. Получается около тридцати тысяч шестисот восьмидесяти пяти рублей. Значит, во второй части банк вернет десять миллионов тридцать тысяч шестьсот восемьдесят пять рублей. Кредитор за неделю заработал эти тридцать с небольшим тысяч, ни на секунду не оставаясь без обеспечения своих денег.

Обратите внимание на расчет процентов: он ведется по фактическому количеству дней. Именно так считается доход на денежном рынке, и поэтому ставка, выраженная в процентах годовых, переводится в рубли через количество дней сделки. Если сделка длится один день, процент за нее составит одну триста шестьдесят пятую часть годовой ставки. Если сделка заключена в пятницу и закрывается в понедельник, проценты начисляются за три календарных дня. Эта деталь объясняет, почему доход фондов ликвидности начисляется и за выходные дни, о чем мы подробно поговорим в девятой главе.

Здесь полезно упомянуть, как стороны оформляют свои отношения. Чтобы не согласовывать десятки страниц договора перед каждой сделкой, участники рынка один раз подписывают генеральное соглашение, а затем лишь подтвер-

ждают параметры конкретных сделок. Типовые формы таких соглашений разработаны профессиональным сообществом и учитывают требования российского законодательства. В них заранее прописаны правила переоценки, порядок маржинальных требований, учет купонов и действия сторон при неисполнении обязательств. Благодаря стандартизации сделка на десятки миллионов рублей может быть заключена за несколько минут.

Одно из важнейших положений генерального соглашения касается банкротства одной из сторон. Закон позволяет в такой ситуации прекратить все сделки между сторонами разом, пересчитать взаимные обязательства по рыночным ценам и свести их к одной итоговой сумме. Этот механизм называется ликвидационным неттингом. Без него кредитор рисковал бы оказаться в общей очереди кредиторов обанкротившегося участника и ждать возврата денег годами. С ним кредитор быстро определяет, сколько ему должны, и использует для погашения долга полученное обеспечение.

Сравните скорость РЕПО с привычным кредитом под залог квартиры, и разница станет очевидной. Чтобы получить такой кредит, нужно оценить квартиру, проверить документы, зарегистрировать залог и дождаться решения банка, что занимает недели. Сделка РЕПО под облигации заключается и исполняется в течение одного дня, потому что ценные бумаги имеют рыночную цену, хранятся в электронном виде и передаются за минуты. Залог в виде бумаг не требует

ни оценщика, ни регистрации в государственных органах. Именно эта скорость делает РЕПО идеальным инструментом для займов на одну ночь.

Теперь перейдем к понятию, которое играет ключевую роль в надежности сделки, и это понятие называется дисконтом. Дисконт показывает, насколько сумма займа меньше рыночной стоимости переданных бумаг. В нашем примере банк передал облигации стоимостью одиннадцать миллионов, а получил только десять. Разница в один миллион, или примерно девять процентов от стоимости бумаг, и есть дисконт. Он служит запасом прочности для кредитора на случай, если цена бумаг упадет.

Представьте, что заемщик не смог вернуть деньги во второй части. Кредитор остается с облигациями, которые ему нужно продать, чтобы вернуть свои десять миллионов. Если за время сделки цена облигаций упала на пять процентов, их стоимость составит около десяти миллионов четырехсот пятидесяти тысяч рублей. Благодаря дисконту этой суммы достаточно, чтобы покрыть заем и проценты. Без дисконта кредитор мог бы понести убыток.

Размер дисконта зависит от того, насколько рискованны и волатильны переданные бумаги. Для облигаций федерального займа с коротким сроком погашения дисконт может быть небольшим, всего несколько процентов. Для длинных облигаций, цена которых сильнее колеблется, дисконт больше. Для акций, которые могут за день упасть на десять процен-

тов, дисконт может составлять десятки процентов. Чем выше риск обеспечения, тем больший запас прочности требует кредитор.

Вернемся к аналогии с ломбардом, где тот же принцип работает очень наглядно. Ломбард никогда не дает за кольцо полную его стоимость, а оценивает его со значительной скидкой. Если кольцо стоит сто тысяч, ломбард может дать за него пятьдесят или шестьдесят. Скидка защищает ломбард от колебаний цен на золото и от затрат на продажу. Дисконт в РЕПО выполняет ровно ту же функцию, только рассчитывается гораздо точнее, на основе статистики колебаний цен.

Однако дисконт защищает не от всех ситуаций. Если цена бумаг за время сделки упадет сильнее, чем размер дисконта, обеспечение окажется недостаточным. Для таких случаев в РЕПО существует механизм переоценки обеспечения. Суть его в том, что стороны регулярно, обычно ежедневно, пересчитывают текущую рыночную стоимость переданных бумаг. Если стоимость упала настолько, что запас прочности сократился, кредитор вправе потребовать дополнительного обеспечения.

Требование о дополнительном обеспечении на профессиональном языке называют маржинальным требованием или маржин-коллом. Получив такое требование, заемщик должен в короткий срок либо передать дополнительные бумаги, либо вернуть часть денег. Это восстанавливает запас прочности на прежнем уровне. Если заемщик не выполняет тре-

бование, кредитор может досрочно прекратить сделку и продать имеющиеся бумаги. Так система защищает кредитора даже при сильных колебаниях рынка.

Покажем, как это работает на примере. Допустим, в нашей сделке на семь дней цена облигаций на третий день упала на шесть процентов, и их стоимость снизилась до десяти миллионов трехсот сорока тысяч рублей. Запас прочности сократился с одного миллиона до трехсот сорока тысяч. Если условия сделки предусматривают, что стоимость обеспечения должна превышать сумму займа не менее чем на десять процентов, кредитор потребует довнести бумаги примерно на шестьсот шестьдесят тысяч рублей. Банк передает их, и сделка продолжается до срока.

Переоценка работает и в обратную сторону. Если цена бумаг выросла, заемщик может потребовать вернуть часть обеспечения, ведь кредитор оказывается защищен с избытком. Такой механизм справедлив для обеих сторон и позволяет каждой из них держать ровно столько обеспечения, сколько нужно. В профессиональной практике такая двусторонняя переоценка встречается повсеместно. Она делает сделку сбалансированной на протяжении всего срока.

Теперь поговорим о том, какие бумаги принимают в качестве обеспечения. Не любые ценные бумаги подходят для РЕПО: кредитор хочет получить такие бумаги, которые легко оценить и быстро продать при необходимости. Поэтому для сделок обычно определяется список допустимых бу-

маг, который называют корзиной обеспечения. В корзину включают облигации федерального займа, облигации крупных надежных компаний, акции самых ликвидных эмитентов. Чем выше качество корзины, тем ниже ставка по сделке.

Качество обеспечения влияет на ставку потому, что кредитор, получивший первоклассные бумаги, меньше рискует и готов дать деньги дешевле. Если же в обеспечение предлагают бумаги второго эшелона, кредитор требует компенсацию за дополнительный риск в виде более высокой ставки. Разница может составлять от нескольких десятых процента до нескольких процентных пунктов. По этой причине существуют разные ставки РЕПО в зависимости от вида обеспечения. Самые низкие ставки бывают по сделкам под облигации федерального займа.

Отдельно стоит упомянуть об обеспечении, которое представляет собой не конкретную бумагу, а целую корзину бумаг. В такой сделке заемщик может передать любые бумаги из согласованного списка, а кредитору не важно, какие именно он получит. Это удобно для заемщика, который может использовать то, что есть в его портфеле. Для кредитора важно только, чтобы бумаги соответствовали требованиям корзины и их стоимость покрывала заем с дисконтом. Сделки под корзину обеспечения стали основой современного биржевого рынка РЕПО, и мы подробно разберем их в пятой главе.

Перейдем к ставке РЕПО и тому, из чего она складывается. Ставка по сделке определяется спросом и предложени-

ем денег на рынке в момент ее заключения. Главным ориентиром служит ключевая ставка, вокруг которой регулятор удерживает рыночные ставки с помощью коридора. На это накладываются качество обеспечения, срок сделки и надежность контрагента. Короткие сделки под первоклассное обеспечение заключаются по ставкам, близким к ключевой, более длинные и рискованные дороже.

Здесь есть интересный парадокс, который полезно понимать. Иногда ставка РЕПО под конкретную бумагу оказывается очень низкой, иногда даже близкой к нулю. Это происходит, когда кому-то очень нужна именно эта бумага, например чтобы закрыть короткую позицию. В такой ситуации участник готов дать деньги почти бесплатно, лишь бы на время получить нужную бумагу. Такую бумагу называют дефицитной, а сделку специальным РЕПО, и для вас это лишь иллюстрация того, что рынок РЕПО служит не только займом денег, но и займом бумаг.

Теперь о сроках сделок РЕПО. Самый распространенный срок это овернайт, когда первая часть исполняется сегодня, а вторая завтра. По объему такие сделки доминируют, потому что позволяют участникам ежедневно управлять ликвидностью. Помимо этого, заключаются сделки на неделю, на две недели, на месяц и дольше. Срок выбирается исходя из потребностей сторон и их ожиданий относительно ставок.

Существует и особая разновидность сделок, которую называют РЕПО до востребования или открытым РЕПО. В та-

кой сделке срок второй части заранее не определен, и любая из сторон может потребовать ее исполнения в определенный срок после уведомления. Ставка в открытом РЕПО может пересматриваться по соглашению сторон. Такие сделки удобны, когда участники планируют долгие отношения, но не хотят каждый день заключать новые сделки. Для частного инвестора эта разновидность встречается редко, но ее полезно знать для полноты картины.

Различают также сделки с фиксированной ставкой и сделки с плавающей ставкой. В первом случае ставка остается неизменной на весь срок, во втором она привязывается к какому-либо индикатору и пересчитывается. Сделки с плавающей ставкой характерны для длинных сроков, когда стороны не хотят брать на себя риск изменения ключевой ставки. Для коротких сделок обычно используется фиксированная ставка. В следующих главах мы увидим, какие индикаторы используются для плавающих ставок.

Теперь поговорим о деталях, которые часто вызывают вопросы, и одна из них касается купонов и дивидендов. Что происходит, если за время сделки РЕПО по переданной облигации выплачивается купон? Поскольку бумаги юридически принадлежат кредитору, эмитент выплатит купон именно ему. Однако экономически купон принадлежит заемщику, потому что тот лишь временно передал бумаги. Поэтому правила РЕПО предусматривают, что полученный купон учитывается в пользу заемщика.

На практике это делается одним из двух способов. Первый способ заключается в том, что кредитор перечисляет полученный купон заемщику сразу после выплаты. Второй способ предусматривает уменьшение суммы второй части на размер купона, то есть заемщик возвращает меньше денег. В обоих случаях экономический результат одинаков: заемщик получает свой купон, а кредитор свой процент по РЕПО. Такой механизм делает сделку справедливой независимо от того, когда выплачиваются доходы по бумагам.

С дивидендами по акциям ситуация похожа, но есть нюанс. Если в период сделки РЕПО проходит дата, на которую фиксируется список акционеров для выплаты дивидендов, в этом списке окажется кредитор. Он получит дивиденды и, по правилам сделки, должен будет компенсировать их заемщику. Кроме того, кредитор на время сделки получает право голоса на собрании акционеров, если собрание приходится на период РЕПО. Для крупных инвесторов это может иметь значение, но для денежного рынка в целом такие детали второстепенны.

Перейдем к еще одной важной детали, которая касается налоговых и учетных последствий. Хотя по форме РЕПО состоит из двух сделок купли-продажи, для налоговых целей она рассматривается как заем. Это означает, что продажа бумаг в первой части не считается реализацией и не порождает налогооблагаемого дохода или убытка у заемщика. Доходом кредитора считается разница между ценами второй и первой

частей. Подробно налоговые последствия для частного инвестора мы рассмотрим в главе о налогах, а здесь лишь отметим принцип.

Возникает закономерный вопрос о том, что будет, если облигация, переданная в РЕПО, погашается во время сделки. На практике такой ситуации стараются избегать: в корзину обеспечения не включают бумаги, которые погашаются раньше окончания сделки или в ближайшие дни. Если же погашение все-таки происходит, деньги от погашения получает кредитор и учитывает их так же, как купон, уменьшая обязательство заемщика. Похожим образом поступают и с частичными погашениями номинала, которые встречаются у облигаций с амортизацией. Все эти случаи заранее описаны в правилах, поэтому сюрпризов для сторон не возникает.

Еще одна тонкость связана с тем, что кредитор может повторно использовать полученные бумаги. Получив облигации по РЕПО, он вправе передать их в другую сделку РЕПО, чтобы самому занять деньги, или продать, рассчитывая выкупить позже. С одной стороны, это повышает эффективность рынка, потому что одни и те же бумаги обеспечивают несколько сделок. С другой стороны, это удлиняет цепочки обязательств, и при сбое в одном звене проблема может распространиться дальше. Регуляторы во многих странах внимательно следят за тем, насколько длинными становятся такие цепочки.

Посмотрим, кто чаще всего выступает кредитором в сдел-

ках РЕПО, кроме фондов ликвидности. Крупный экспортер, получив выручку за поставки, может разместить несколько миллиардов рублей в обратное РЕПО на неделю до даты выплаты налогов. Банк с избытком клиентских денег размещает их овернайт, чтобы не держать на корреспондентском счете без дохода. Федеральное казначейство размещает бюджетные остатки, о чем мы говорили во второй главе. Все эти участники ведут себя как рачительные хозяева, не позволяя деньгам простаивать даже одну ночь.

Теперь, когда мы разобрались с устройством, посмотрим на разновидности сделки с точки зрения направления. Различают прямое и обратное РЕПО. Прямым РЕПО называют сделку с точки зрения заемщика, который продает бумаги и получает деньги. Обратным РЕПО называют ту же сделку с точки зрения кредитора, который покупает бумаги и отдает деньги. По сути это одна сделка, просто описанная с разных сторон.

Полезно понять и другую сторону сделки: зачем заемщику вообще платить процент по РЕПО. Чаще всего заемщиками выступают банки, которым временно не хватает денег на корреспондентском счете, и брокеры, финансирующие покупки своих клиентов в долг. Важную группу составляют также дилеры, которые держат на балансе большие портфели облигаций для торговли. Чтобы не замораживать в этих облигациях собственный капитал, дилер передает их в РЕПО и получает деньги на новые покупки. Так одни и те же

облигации одновременно служат и товаром для торговли, и залогом для финансирования.

На этой конструкции построена распространенная стратегия, которую профессионалы называют керри. Допустим, дилер держит облигации, приносящие семнадцать процентов годовых, и финансирует их покупку через РЕПО под шестнадцать процентов. Разница в один процентный пункт на сумме в миллиард рублей дает около десяти миллионов рублей в год без вложения собственных денег. Стратегия выгодна, пока ставки РЕПО остаются ниже доходности облигаций. Если ставки резко вырастут, финансирование подорожает, а цена облигаций упадет, и именно в такие моменты на рынке возникает напряжение, о котором мы говорили на примере 2008 года.

Все это важно для вас по одной причине: спрос на деньги в РЕПО устойчив и не зависит от настроения отдельных участников. Банкам, брокерам и дилерам деньги нужны каждый день, поэтому у кредиторов всегда есть кому разместить средства. Именно этот постоянный спрос позволяет фондам ликвидности ежедневно размещать сотни миллиардов рублей без поиска заемщиков вручную. Для частного инвестора это означает, что его деньги никогда не будут простаивать из-за отсутствия желающих их занять. Рынок РЕПО работает как конвейер, на котором для денег всегда находится место.

Для частного инвестора важно понимать, в какой роли он выступает. Если ваши деньги размещены через фонд лик-

видности, фонд заключает обратное РЕПО: отдает деньги и получает бумаги в обеспечение. Вы как пайщик оказываетесь в роли кредитора, который получает процент и защищен залогом. Если же вы покупаете бумаги с плечом у брокера, брокер может финансировать эту покупку через прямое РЕПО, и вы косвенно оказываетесь в роли заемщика. Это две совершенно разные ситуации с разными рисками.

Различают также РЕПО по участникам: межбанковское, с Центральным банком, с брокерами и клиентами. Мы уже упоминали в третьей главе, что регулятор предоставляет банкам ликвидность через аукционы РЕПО. В этом случае банк выступает заемщиком, а Центральный банк кредитором. Ставка по таким сделкам привязана к ключевой и определяется на аукционе. Это один из главных каналов, через которые решения регулятора передаются на рынок.

Теперь поговорим о том, как РЕПО заключалось и заключается напрямую между участниками. Такую форму называют двусторонним РЕПО. Две стороны договариваются между собой о бумагах, сумме, ставке и сроке, а затем каждая отвечает перед другой за исполнение обязательств. Ни одна третья сторона не гарантирует исполнение сделки. Двустороннее РЕПО существует давно и широко используется до сих пор.

У двустороннего РЕПО есть несколько слабых мест, которые стали очевидны в кризисные периоды. Первое слабое место это риск контрагента: если вторая сторона обанкро-

тится, придется самостоятельно реализовывать обеспечение и, возможно, судиться. Второе слабое место связано с необходимостью оценивать надежность каждого контрагента и устанавливать на него лимиты. Это требует ресурсов и ограничивает круг возможных партнеров. Третье слабое место в том, что переоценка обеспечения и маржинальные требования выполняются вручную или полуавтоматически, что создает операционные риски.

Осенью 2008 года российский рынок пережил острый кризис двустороннего РЕПО. Цены на акции и облигации стремительно падали, маржинальные требования следовали одно за другим. Некоторые участники не смогли их выполнить, и кредиторы начали массово продавать обеспечение. Продажи еще сильнее обрушивали цены, что порождало новые маржинальные требования к другим участникам. Несколько брокерских компаний оказались на грани банкротства, а рынок РЕПО на время почти парализовался.

Этот кризис преподнес важный урок. Двустороннее РЕПО надежно в спокойные времена, но в периоды стресса цепочка взаимных обязательств может превратиться в цепную реакцию. Проблемы одного участника перекидываются на его контрагентов, а от них на следующих. Чтобы разорвать такие цепочки, рынку нужна была централизованная система, где один надежный участник стоит между всеми остальными. Такой системой стал центральный контрагент, которому посвящена следующая глава.

Теперь посмотрим на РЕПО глазами наших героев. Денис, узнав, как устроена сделка, испытал облегчение. Раньше он думал, что фонд ликвидности вкладывает деньги во что-то непонятное, а теперь видит: фонд дает деньги в долг под залог облигаций с дисконтом и ежедневной переоценкой. Даже если заемщик не вернет деньги, фонд продаст обеспечение и вернет средства. Такая конструкция показалась Денису разумнее, чем многие облигации, которые он покупал в свой портфель.

Марина задала себе другой вопрос: если сделка так надежна, почему процент по ней не ниже, чем по вкладу? Ответ в том, что процент по РЕПО определяется не надежностью конкретной сделки, а общей стоимостью денег в экономике, то есть ключевой ставкой. Надежность сделки лишь определяет, насколько ставка отклоняется от ключевой. Для сделок с хорошим обеспечением это отклонение минимально. Поэтому РЕПО предлагает почти полную рыночную ставку при очень низком риске.

Разберем теперь несколько типичных заблуждений о РЕПО, которые встречаются у начинающих инвесторов. Первое заблуждение состоит в том, что РЕПО считается чем-то сложным и доступным только профессионалам. Действительно, напрямую заключать сделки РЕПО частному лицу непросто, но пользоваться результатами этих сделок через фонды и брокерские сервисы может каждый. Сама конструкция сделки, как мы увидели, не сложнее ломбарда. Слож-

ность лишь в деталях исполнения, которые берут на себя профессиональные участники.

Второе заблуждение связано с тем, что РЕПО путают с маржинальной торговлей и плечом. Люди слышат, что РЕПО используется для финансирования покупок в долг, и делают вывод, что это рискованный инструмент. Однако риск несет заемщик, который использует деньги для спекуляций, а не кредитор, который получает надежное обеспечение. Если вы находитесь на стороне кредитора, как в случае с фондом ликвидности, вы защищены залогом. Важно понимать, на какой стороне сделки вы стоите.

Третье заблуждение заключается в том, что обеспечение по РЕПО может оказаться бесполезным, если рынок рухнет. Действительно, в экстремальных ситуациях цена обеспечения может упасть сильнее, чем дисконт. Однако система переоценки и маржинальных требований срабатывает ежедневно, задолго до того, как падение станет катастрофическим. Кроме того, дисконты рассчитываются с учетом исторически сильных колебаний цен. Для того чтобы кредитор понес убыток, нужно одновременно сильное падение рынка и неспособность заемщика выполнить требования.

Четвертое заблуждение связано с ожиданием, что ставка РЕПО всегда равна ключевой. На самом деле она колеблется внутри процентного коридора в зависимости от ситуации с ликвидностью, о чем мы говорили в прошлой главе. Кроме того, в отдельные дни, например в периоды налого-

вых платежей, ставки могут временно отклоняться сильнее обычного. Эти колебания обычно невелики и сглаживаются за несколько дней. Для частного инвестора они почти незаметны, но объясняют небольшие различия в ежедневной доходности фондов.

Пятое заблуждение касается сроков сделок РЕПО. Некоторые инвесторы думают, что если фонд размещает деньги в РЕПО овернайт, то их деньги каждую ночь подвергаются риску. На самом деле короткий срок сделки снижает риск, а не повышает его. Каждый день кредитор получает деньги обратно и может заново решить, с кем и на каких условиях заключать новую сделку. Если с каким-то участником возникают проблемы, кредитор просто перестает с ним работать уже на следующий день.

Вернемся к общей картине и посмотрим на РЕПО как на систему. Ежедневно тысячи сделок соединяют участников с излишком денег и участников с излишком бумаг. Деньги переходят от тех, кому они временно не нужны, к тем, кому они нужны прямо сейчас. Бумаги временно переходят в обратном направлении, обеспечивая сохранность денег. В результате и деньги, и бумаги работают, а не лежат без дела, и вся финансовая система получает гибкость.

Для частного инвестора главное в этой системе то, что она позволяет получать доход, близкий к ключевой ставке, при минимальном риске. Ваши деньги через фонд ликвидности или брокерский сервис попадают в сделки обратного РЕПО,

защищенные залогом бумаг с дисконтом и ежедневной переоценкой. Срок сделок короткий, и деньги постоянно возвращаются к кредитору. Это и есть главный источник надежности инструментов денежного рынка, доступных частным лицам. Остается понять, как устроена гарантия исполнения сделок на бирже, и этому будет посвящена следующая глава.

Чтобы связать устройство сделки с вашим кошельком, вернемся к двумстам тысячам рублей Дениса. Если они размещены через фонд ликвидности в сделки обратного РЕПО под шестнадцать процентов, каждый день его доля в этих сделках приносит около восьмидесяти восьми рублей. За этими рублями стоят тысячи сделок, в которых банки и дилеры передают облигации в залог и возвращают деньги с процентами. Денис не видит ни одной из этих сделок, но получает от них свою небольшую долю дохода. Понимание механики превращает абстрактную цифру доходности в понятную и проверяемую историю.

Подведем итог этой большой главы. Сделка РЕПО состоит из двух частей: продажи ценных бумаг сегодня и их обратного выкупа через определенный срок по заранее оговоренной цене. Разница между ценами второй и первой частей составляет доход кредитора, который рассчитывается по фактическому количеству дней. Дисконт и ежедневная переоценка обеспечения защищают кредитора от падения цен на переданные бумаги. Корзина обеспечения определяет, какие бумаги принимаются в сделку, и от ее качества зависит ставка.

Мы разобрались с прямым и обратным РЕПО, со сроками сделок и с тем, как учитываются купоны и дивиденды. Мы увидели, что двустороннее РЕПО надежно в спокойные времена, но уязвимо в периоды стресса, что наглядно показал кризис 2008 года. Мы развенчали несколько распространенных заблуждений и выяснили, что кредитор в сделке РЕПО защищен гораздо лучше, чем кажется на первый взгляд. В следующей главе мы поговорим о центральном контрагенте, который превратил РЕПО из сделки двух сторон в надежную систему, способную выдерживать кризисы.

Глава 5. РЕПО с центральным контрагентом: зачем рынку нужен надежный посредник

В прошлой главе мы увидели, что двустороннее РЕПО надежно защищает кредитора залогом, но остается уязвимым в периоды стресса. Каждый участник зависит от надежности своих контрагентов, а проблемы одного звена могут передаваться по цепочке дальше. Рынку требовалось решение, которое избавило бы участников от необходимости доверять друг другу. Таким решением стал центральный контрагент, и именно он сделал современный рынок РЕПО тем надежным механизмом, через который работают фонды ликвидности. В этой главе мы разберем, как устроен центральный контрагент, кто выполняет эту роль в России и какие механизмы защищают ваши деньги.

Начнем с простой идеи, на которой построена вся конструкция. Центральный контрагент становится покупателем для каждого продавца и продавцом для каждого покупателя. Когда два участника заключают сделку на бирже, она юридически распадается на две отдельные сделки, каждая из которых заключена с центральным контрагентом. Продавец продает бумаги центральному контрагенту, а покупатель покупает их у центрального контрагента. В результате участники

больше не связаны друг с другом напрямую, и каждый из них имеет дело только с одной надежной организацией.

Представьте рынок без центрального контрагента в виде сети, где каждый участник связан нитями с десятками других. Если один участник падает, натягиваются нити, ведущие к его партнерам, и они тоже начинают испытывать проблемы. Теперь представьте рынок с центральным контрагентом в виде колеса, где все спицы сходятся к одной прочной ступице. Если одна спица ломается, колесо продолжает вращаться, потому что остальные спицы держатся за ступицу, а не друг за друга. Задача центрального контрагента состоит в том, чтобы быть этой прочной ступицей.

Чтобы лучше понять идею, вспомните, как работают крупные интернет-площадки для покупок. Когда вы покупаете товар у незнакомого продавца, вы платите не ему напрямую, а площадке. Площадка гарантирует, что вы получите товар или вернете деньги, а продавец получит оплату после доставки. Вам не нужно доверять продавцу, достаточно доверять площадке. Центральный контрагент выполняет похожую функцию на финансовом рынке, но с гораздо более строгими механизмами защиты.

Юридически момент, когда сделка между двумя участниками заменяется двумя сделками с центральным контрагентом, называется новацией. После новации исходная сделка между участниками перестает существовать, и вместо нее возникают обязательства каждого из них перед центральным

контрагентом. Если один из участников не исполнит обязательства, второй участник этого даже не заметит. Центральный контрагент исполнит свои обязательства перед ним в любом случае, а с нарушителем будет разбираться сам. В этом и состоит главная ценность конструкции для добросовестного участника.

Важное следствие новации заключается в анонимности сделок. Участники биржевых торгов не знают, с кем именно они заключают сделку, потому что для каждого из них контрагентом выступает центральный контрагент. Банк, который размещает деньги в РЕПО, не знает, кто их занял, и это ему не нужно. Ему не требуется оценивать финансовое положение заемщика, устанавливать на него лимиты и следить за его новостями. Достаточно знать, что центральный контрагент надежен, а это гораздо проще.

Анонимность резко расширяет круг возможных партнеров. В двустороннем РЕПО участник мог работать только с теми, кого он знает и кому установил лимиты, а это ограничивало объем сделок и делало рынок фрагментированным. Небольшой банк из региона практически не мог разместить деньги в крупном столичном банке без длительных согласований. С центральным контрагентом любой допущенный участник может заключить сделку с любым другим, и все они видят одни и те же цены. Рынок становится единым, глубоким и прозрачным.

Теперь поговорим о том, кто выполняет роль центрально-

го контрагента в России. Эту функцию на Московской бирже выполняет Национальный Клиринговый Центр, который сокращенно называют НКЦ. Он входит в группу Московской биржи и имеет статус небанковской кредитной организации с функциями центрального контрагента. Банк России присвоил НКЦ статус квалифицированного центрального контрагента, что означает соответствие повышенным требованиям к надежности. Через НКЦ проходят сделки на всех основных рынках биржи: фондовом, валютном, срочном и, конечно, на рынке РЕПО.

Статус квалифицированного центрального контрагента это не просто формальность. Он означает, что организация соответствует требованиям к капиталу, системе управления рисками, операционной надежности и раскрытию информации. Регулятор осуществляет за НКЦ постоянный надзор, проверяет его модели расчета рисков и стресс-тесты. Кроме того, центральный контрагент обязан иметь планы восстановления на случай серьезных потерь. Все это делает его одним из самых надежных участников финансовой системы.

Какую работу выполняет НКЦ помимо того, что становится стороной каждой сделки? Ее называют клирингом, и это слово часто встречается в документах брокеров. Клиринг представляет собой процесс определения взаимных обязательств участников по итогам торгов и подготовки их к исполнению. НКЦ подсчитывает, кто, кому и сколько должен передать денег и бумаг, учитывая все сделки за день. Затем

он обеспечивает исполнение этих обязательств, то есть фактическое перемещение денег и бумаг.

Одним из важнейших преимуществ централизованного клиринга является неттинг. Неттинг означает взаимозачет встречных обязательств, при котором вместо множества платежей производится один итоговый. Например, если банк за день разместил в РЕПО пять миллиардов рублей и занял три миллиарда, ему не нужно проводить два отдельных расчета. Достаточно перевести итоговые два миллиарда, а остальное взаимно погашается. Неттинг многократно сокращает объем реальных платежей и снижает риски, связанные с их проведением.

Покажем это на простом примере с тремя участниками. Банк Альфа должен Бете сто миллионов, Бета должна Гамме сто миллионов, а Гамма должна Альфе сто миллионов. Без неттинга понадобятся три платежа на триста миллионов рублей, и если один из них задержится, сорвутся и остальные. С неттингом через центрального контрагента обязательства взаимно погашаются, и платежи вообще не нужны. В реальности цепочки гораздо сложнее, но принцип остается тем же.

Теперь самое важное: что защищает центрального контрагента от неисполнения обязательств участниками. Ведь если НКЦ берет на себя гарантию исполнения всех сделок, он должен быть готов покрыть убытки при отказе любого участника. Для этого существует многоуровневая система защиты, которую часто называют системой защитных барьеров.

Каждый следующий барьер включается, только если предыдущего оказалось недостаточно. Последовательное расположение барьеров делает систему очень устойчивой.

Первый барьер составляет индивидуальное обеспечение каждого участника. Прежде чем заключать сделки, участник обязан внести в НКЦ обеспечение в виде денег или ценных бумаг. Размер обеспечения рассчитывается так, чтобы покрыть возможные убытки по позициям участника при неблагоприятном движении рынка. Если позиции участника растут или рынок становится более волатильным, требования к обеспечению увеличиваются. Участник не может заключить сделку, если его обеспечения недостаточно.

Второй барьер касается механизма, который мы уже обсуждали в прошлой главе, только в централизованной форме. НКЦ непрерывно переоценивает позиции всех участников по текущим рыночным ценам. Если цены движутся против позиции участника, его обеспечение уменьшается, и НКЦ требует довнести средства. Если участник не выполняет требование в установленный срок, НКЦ принудительно закрывает его позиции. Все это происходит в автоматическом режиме и гораздо быстрее, чем в двустороннем РЕПО.

Третий барьер включается, если участник все же объявлен недобросовестным и его обеспечения не хватило для покрытия убытков. В этом случае используются взносы этого участника в гарантийный фонд. Гарантийный фонд формируется за счет взносов всех клиринговых участников и слу-

жит общей подушкой безопасности. Размер взноса каждого участника зависит от объема его операций. Сначала используется взнос именно того участника, который не выполнил обязательства.

Четвертый барьер составляет выделенный капитал самого центрального контрагента. Если взноса недобросовестного участника в гарантийный фонд оказалось недостаточно, НКЦ покрывает убытки за счет специально выделенной части своего капитала. Этот барьер важен с точки зрения мотивации: центральный контрагент рискует собственными деньгами раньше, чем деньгами добросовестных участников. Это стимулирует его тщательно управлять рисками и устанавливать адекватные требования к обеспечению. Такая конструкция соответствует международным стандартам.

Пятый барьер это взносы в гарантийный фонд добросовестных участников. Он включается только в случае, если все предыдущие барьеры исчерпаны, что может произойти лишь при катастрофическом сценарии. Добросовестные участники в этом случае несут часть убытков пропорционально своим взносам. Такой механизм называют взаимным страхованием, и он стимулирует участников следить за качеством системы. Наконец, после этого используется оставшийся капитал центрального контрагента и предусмотренные планом восстановления меры.

Отдельного внимания заслуживает вопрос о том, как центральный контрагент определяет размер обеспечения, кото-

рое должен внести участник. Для этого НКЦ устанавливает риск-параметры по каждому инструменту, допущенному к клирингу. Главный из них называется ставкой рыночного риска и показывает, насколько может измениться цена бумаги за время, необходимое для закрытия позиции, с очень высокой вероятностью. Для облигаций федерального займа с коротким сроком эта ставка невелика, для акций и длинных облигаций гораздо выше. На основе этих ставок рассчитываются дисконты, с которыми бумаги принимаются в обеспечение.

Риск-параметры не остаются неизменными, а пересматриваются в зависимости от ситуации на рынке. Если волатильность бумаги растет, например на фоне плохих новостей об эмитенте, НКЦ может увеличить ставку рыночного риска в течение одного торгового дня. Участники, у которых в обеспечении много таких бумаг, получат требование довнести средства. Кроме того, существуют лимиты концентрации: если участник держит в обеспечении слишком большую долю одного выпуска, дисконт по этой доле увеличивается. Это защищает от ситуации, когда при дефолте участника придется быстро продавать огромный объем одной бумаги.

Все риск-параметры публикуются на сайте Московской биржи, и с ними может ознакомиться любой желающий. Для частного инвестора эта информация полезна как ориентир надежности бумаг: чем ниже ставка рыночного риска, тем спокойнее ведет себя инструмент. Профессиональные участ-

ники следят за изменениями риск-параметров ежедневно, потому что от них зависит, сколько денег можно привлечь под имеющиеся бумаги. Резкое повышение параметров по какой-то бумаге часто служит ранним сигналом проблем. Прозрачность в этом вопросе делает систему предсказуемой для всех ее участников.

Чтобы убытки дошли до последних барьеров, должны одновременно произойти несколько маловероятных событий. Крупный участник должен не выполнить обязательства, рынок должен сдвинуться против его позиций сильнее, чем предусматривают стресс-сценарии, и его обеспечение вместе со взносом в гарантийный фонд должно оказаться недостаточным. НКЦ регулярно проводит стресс-тесты, моделируя одновременный дефолт двух крупнейших участников в условиях экстремальных рыночных потрясений. Достаточность защитных барьеров проверяется именно на таких сценариях. Результаты стресс-тестов и размеры барьеров регулярно публикуются.

Давайте представим, как это выглядит в жизни. Допустим, некий банк занял через РЕПО с центральным контрагентом несколько миллиардов рублей и вдруг не смог их вернуть во второй части сделки. Фонд ликвидности, который разместил эти деньги, даже не узнает об этом, потому что НКЦ исполнит свое обязательство перед фондом и вернет деньги с процентами вовремя. Затем НКЦ возьмет полученное от банка обеспечение, продаст его и покроет свои расходы. Если

обеспечения не хватит, в ход пойдут следующие барьеры, но фонд ликвидности в любом случае получит свои деньги.

Стоит сказать несколько слов и о том, как физически происходит перемещение денег и бумаг после клиринга. Деньги участников учитываются на счетах в НКЦ и в конечном счете проходят через систему платежей Банка России. Бумаги хранятся и перемещаются в центральном депозитарии, которым является Национальный расчетный депозитарий. Расчеты строятся по принципу поставки против платежа: бумаги переходят к покупателю только одновременно с получением денег продавцом. Такой принцип исключает ситуацию, когда одна сторона исполнила обязательства, а другая нет.

Еще одно удобство централизованной системы заключается в едином обеспечении для разных рынков. Участник может внести деньги и бумаги один раз и использовать их как обеспечение одновременно для сделок на фондовом, валютном и срочном рынках, а также в РЕПО. Если на одном рынке у него прибыль, а на другом убыток, они частично взаимно компенсируются при расчете требований. Это позволяет эффективнее использовать капитал без снижения надежности. Для крупных участников экономия от единого обеспечения измеряется миллиардами рублей.

Теперь посмотрим, какие именно сделки РЕПО заключаются через центрального контрагента. Их можно разделить на две большие группы. В первой группе стороны договариваются о передаче конкретной ценной бумаги, например об-

лигации определенного выпуска. Такие сделки удобны, когда участнику нужна определенная бумага или когда он хочет занять деньги именно под нее. Во второй группе передается не конкретная бумага, а корзина обеспечения, и эти сделки особенно важны для нашей темы.

Сделки второй группы называют РЕПО с общим клиринговым обеспечением. Заемщик не указывает, какие именно бумаги он передает, а кредитор не выбирает, какие бумаги получит. Достаточно, чтобы бумаги входили в одну из заранее определенных корзин и их стоимость покрывала заем с учетом дисконтов. Система сама подбирает обеспечение из бумаг, которые заемщик предварительно внес в НКЦ. Это делает сделки быстрыми и стандартными, как покупка товара определенного качества без выбора конкретной единицы.

Для понимания удобно сравнить общее клиринговое обеспечение с хранилищем зерна. Фермер сдает в элеватор пшеницу определенного класса и получает расписку на определенное количество тонн. Когда он хочет продать зерно, он передает покупателю расписку, а не конкретные мешки. Покупателю не важно, какие именно зерна он получит, важно лишь качество и количество. Общее клиринговое обеспечение устроено похоже: важно, к какой корзине относятся бумаги и сколько они стоят, а не какие именно выпуски переданы.

Корзины общего клирингового обеспечения различаются по качеству входящих в них бумаг. Есть корзины, в которые

входят только облигации федерального займа, есть корзины с облигациями крупных компаний и банков, есть корзины, включающие акции. Чем выше качество корзины, тем ниже ставка по сделкам под нее. Для каждой корзины НКЦ устанавливает свои дисконты и правила оценки. Участники выбирают корзину исходя из имеющихся у них бумаг и требуемых условий.

Важную роль в этой системе играют клиринговые сертификаты участия, которые сокращенно называют КСУ. Чтобы понять их смысл, представим процесс шаг за шагом. Участник, который хочет занимать деньги под общее обеспечение, вносит свои бумаги в специальный имущественный пул, которым управляет НКЦ. Взамен он получает КСУ на сумму, соответствующую оценочной стоимости внесенных бумаг с учетом дисконтов. Затем этими сертификатами он может пользоваться в сделках РЕПО как обеспечением.

КСУ это ценная бумага, которая удостоверяет долю ее владельца в имущественном пуле. Каждый сертификат обеспечен всем пулом бумаг, а не конкретной облигацией. Когда заемщик передает КСУ кредитору в первой части РЕПО, кредитор фактически получает долю в общем пуле обеспечения. Во второй части сделки КСУ возвращаются заемщику, а кредитор получает деньги с процентами. Сам пул при этом остается в НКЦ и постоянно переоценивается.

Зачем понадобилась такая сложная конструкция с сертификатами? Главная причина в удобстве и скорости. Без КСУ

при каждой сделке пришлось бы перемещать между участниками десятки разных выпусков облигаций, следить за купонами каждого из них и рассчитывать дисконты. С КСУ участник один раз вносит бумаги в пул, а затем совершает сделки с единым стандартным инструментом. Это существенно упрощает учет и ускоряет расчеты, особенно для сделок овернайт, которые заключаются каждый день.

Для кредитора КСУ дает дополнительное преимущество. Если заемщик не выполнит обязательства, кредитор не остается с набором случайных облигаций, которые нужно продавать по отдельности. Центральный контрагент самостоятельно реализует обеспечение и исполняет свои обязательства перед кредитором. Кредитор получает деньги, а не бумаги, и ему не нужно заниматься их продажей. Для фонда ликвидности, который размещает огромные суммы, это критически важно.

Именно сделки обратного РЕПО под КСУ с центральным контрагентом составляют основу портфелей фондов ликвидности. Фонд ежедневно размещает деньги пайщиков в такие сделки на срок овернайт или чуть дольше. Обеспечение по этим сделкам представляет собой доли в пулах высококачественных бумаг, переоцениваемых непрерывно. Контрагентом фонда выступает НКЦ, защищенный многоуровневой системой барьеров. Поэтому кредитный риск таких вложений очень мал.

Вернемся к Денису, который после прочтения предыду-

щей главы задавался вопросом, кто стоит за его фондом ликвидности. Теперь картина для него полностью сложилась. Его деньги вместе с деньгами других пайщиков размещаются в сделки с НКЦ, а НКЦ гарантирует их возврат своим капиталом и системой защиты. Даже если какой-то банк не вернет заем, Денис этого не почувствует. Его риск сводится к надежности центрального контрагента, который находится под постоянным надзором регулятора.

Марина, слушая объяснения Дениса, заметила интересную параллель. Банковский вклад защищен системой страхования вкладов, о которой она слышала, а фонд ликвидности защищен системой барьеров центрального контрагента. Обе системы созданы для того, чтобы обычный человек мог не беспокоиться о надежности конкретного заемщика. Механизмы у них разные, и мы сравним их подробно в девятнадцатой главе. Однако сама логика коллективной защиты в обоих случаях схожа.

Можно провести еще одну аналогию, понятную каждому, кто сталкивался со страхованием автомобиля. Если вы попали в аварию по вине другого водителя, вы обращаетесь не к нему, а к страховой компании, которая возмещает ущерб. Страховая компания сама разбирается с виновником, а у нее самой есть резервы и перестрахование на случай крупных выплат. Многоуровневая защита центрального контрагента похожа на эту систему, только срабатывает за часы, а не за недели. Пострадавшей стороне не приходится ни судиться,

ни ждать, ни доказывать свою правоту.

Теперь давайте рассмотрим, почему РЕПО с центральным контрагентом стало основой денежного рынка в России. Сделки через центрального контрагента появились на Московской бирже в 2010-х годах и стремительно набрали популярность. Сначала их использовали в основном крупные банки, но постепенно к ним подключились брокеры, управляющие компании и Федеральное казначейство. В итоге объем этих сделок многократно превзошел объем двусторонних РЕПО и межбанковских кредитов без обеспечения. Сегодня именно РЕПО с центральным контрагентом служит главным каналом перераспределения ликвидности.

У такого успеха несколько причин. Первая связана с надежностью, которая особенно ценится после кризисов, когда доверие между участниками подорвано. Вторая причина в удобстве: анонимность, стандартизация и неттинг экономят время и ресурсы. Третья причина в экономии капитала: банки по регуляторным требованиям должны держать меньше капитала под сделки с квалифицированным центральным контрагентом, чем под сделки с обычными контрагентами. Четвертая причина в прозрачности цен, которая позволила создать надежные индикаторы ставок.

О последней причине стоит сказать отдельно. Поскольку все сделки проходят через одну систему, биржа видит полную картину ставок и объемов. На основе этих данных рассчитываются индикаторы, которые показывают реальную

стоимость денег на рынке. Самый известный из них называется RUSFAR, и ему мы посвятим седьмую главу. Без централизованного рынка РЕПО такой индикатор было бы невозможно рассчитать с нужной точностью.

Чтобы картина стала живой, проследим обычный рабочий день рынка РЕПО с центральным контрагентом. Утром участники вносят в НКЦ деньги и бумаги, а банки, которым нужны средства, переводят облигации в имущественный пул и получают КСУ. В течение дня в торговой системе выставляются заявки на размещение и привлечение денег под разные корзины и на разные сроки, а система сводит встречные заявки. Вечером НКЦ подводит итоги клиринга, рассчитывает итоговые обязательства каждого участника и организует расчеты. На следующее утро исполняются вторые части вчерашних сделок овернайт, и цикл начинается заново.

В этом ежедневном цикле фонды ликвидности выступают одними из самых крупных и предсказуемых кредиторов. Управляющая компания каждое утро знает, сколько денег вернулось из вчерашних сделок и сколько поступило от новых пайщиков. Она выставляет заявки на размещение всей суммы, стремясь получить ставку не ниже рыночной. Если какая-то часть денег нужна для выплаты пайщикам, которые продают паи, она остается свободной. Так ваши деньги ежедневно проходят полный круг через систему центрального контрагента, нигде не задерживаясь без дохода.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.