

УДК 336.71

О. В. Дзюблюк — доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри банківської справи Тернопільського національного економічного університету

Удосконалення інструментів монетарного регулювання економіки України з урахуванням досвіду європейського центрального банку

*Роботу виконано на кафедрі банківської справи
ТНЕУ*

Розглядаються основні напрями вдосконалення механізму монетарного регулювання економіки України в контексті становлення економічного й валютного союзу країн ЄС, що визначає необхідність орієнтації монетарної політики держави на критерії конвергенції “зони євро”, а також адаптації основних інструментів монетарного регулювання до стандартів, прийнятих Європейським центральним банком. Наводяться шляхи оптимізації основних інструментів реалізації монетарної політики: мінімальних обов’язкових резервів, політики облікової ставки й операцій на відкритому ринку.

Ключові слова: монетарне регулювання, “зона євро”, Європейський центральний банк, економічний і валютний союз, конвергенція, монетарна політика, мінімальні обов’язкові резерви, рефінансування, політика облікової ставки, операції на відкритому ринку.

Дзюблюк А. В. Усовершенствование инструментов монетарного регулирования экономики Украины с учетом опыта европейского центрального банка. Рассматриваются основные направления усовершенствования механизма монетарного регулирования экономики Украины в контексте становления экономического и валютного союза стран ЕС, определяющего необходимость ориентации монетарной политики государства на критерии конвергенции “зоны евро”, а также адаптации основных инструментов монетарного регулирования к стандартам, принятым Европейским центральным банком. Наводятся пути оптимизации основных инструментов реализации монетарной политики: минимальных обязательных резервов, политики учетной ставки и операций на открытом рынке.

Ключевые слова: монетарное регулирование, “зона евро”, Европейский центральный банк, экономический и валютный союз, конвергенция, монетарная политика, минимальные обязательные резервы, рефинансирование, политика учетной ставки, операции на открытом рынке.

Dzyublyuk O. V. Improvement of Monetary Regulation Instruments of Ukrainian Economy in Accordance to Experience of European Central Bank. Basic directions of improvement of mechanism of the monetary regulation of economy of Ukraine are examined in the context of becoming of economic and currency union of countries of ES, determining the necessity of orientation of monetary policy on the criterion of convergence of “area of euro”, and also adaptations of basic instruments of the monetary regulation to the standards, by the accepted European central bank. The ways of optimization of basic instruments of realization of monetary policy are pointed: minimum reserves, interest rate policy, open market operations.

Key words: monetary regulation, “area of euro”, European central bank, economic and currency union, convergence, monetary policy, minimum reserves, refunding, interest rate policy, open market operations.

Постановка наукової проблеми та її значення. У період кризових явищ на світових ринках і розгортання фінансової кризи в Україні особливо гостро постає проблема подальшої реалізації заходів із реформування української економіки на ринкових засадах. Їхня успішність вирішальною мірою залежить від дієвості регулятивного механізму впливу держави на перебіг відтворювального процесу. Основне місце в цьому механізмі в ринковій системі належить монетарному регулюванню, що являє собою найбільш важливий інструмент впливу на економіку через масштаби здійснюваних банками кредитних операцій, а відтак і обсяги грошової маси в обігу.

У результаті поєднання дії ряду внутрішніх і зовнішніх факторів впливу на економічний розвиток України в умовах світової фінансової кризи виявилися такі проблемні аспекти, які, по суті, зруйнували досягнуту за попереднє десятиліття макроекономічну й фінансову стабільність у державі та стали ознаками недовіри суб’єктів ринку до тієї економічної політики, яку проводили державні інститути і яка мала б забезпечувати пом’якшення негативних наслідків надмірної відкритості вітчизняного господарства та його нерациональної структури. Тому подальші ринкові перетворення в

господарстві нашої країни мають здійснюватися з урахуванням тих основних тенденцій розвитку світової економіки, що визначають можливості подолання наслідків світової фінансової кризи та входження України на рівноправних, партнерських засадах до складу країн, котрі в перспективі можуть бути інтегровані до європейських економічних структур.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питанням оптимізації монетарного регулювання економіки перехідного періоду присвячено публікації таких провідних вітчизняних і зарубіжних науковців, як А. М. Мороз, М. І. Савлук, А. І. Гальчинський, В. С. Стельмах, В. І. Рибін, М. Бурда, Ч. Виплош, Е Хансен [1–7] та ін. Водночас праці зазначених авторів спрямовані в основному на розгляд загальних аспектів реалізації монетарної політики та її вдосконалення з урахуванням умов перехідної економіки, а *невирішеними частинами загальної проблеми статті* слід уважати саме необхідність розгляду питань щодо оптимізації процесу монетарного регулювання з урахуванням досвіду Європейського центрального банку в контексті європейської валютної інтеграції та подолання негативних наслідків світової фінансової кризи.

Отже, основними **цілями статті** є обґрунтування комплексу заходів, спрямованих на удосконалення основних інструментів монетарного регулювання економіки України, щоб ефективно їх застосувати для подолання таких негативних наслідків фінансової кризи, як підрив довіри до банківської системи, зниження рівня кредитної активності, згорання інвестиційних процесів та значна девальвація гривні, а також з огляду на євроінтеграційні прагнення нашої держави – адаптації відповідних інструментів до умов функціонування економічного й валютного союзу європейських країн (ЕВС), який передбачає створення єдиної валютно-фінансової системи країн Європейського Союзу (ЄС) на базі спільної грошової одиниці – євро.

Виклад основного матеріалу дослідження. Фундаментальні зміни економічної політики європейських країн, спрямовані на забезпечення успішного функціонування ЕВС, пов'язані з двома найвагомішими моментами: по-перше, це необхідність дотримання стійкої загальної конвергенції умов економічного розвитку країн-членів “зони євро”, що передбачає наявність у всіх їхніх економіках низького рівня інфляції, здорових державних фінансів та стабільних курсів валют; по-друге, це застосування уніфікованих механізмів грошово-кредитного регулювання Європейським центральним банком (ЄЦБ) та підпорядкованими йому національними центральними банками для підтримання стабільності цін, а також сприяння загальній економічній політиці ЄС.

За цих обставин реалізацію стратегічної мети реформування вітчизняної економіки щодо її поступової інтеграції в європейські структури можна було б розглядати з позицій вирішення такого важливого завдання, як поступова адаптація фінансово-кредитної системи нашої країни до прийнятих в ЕВС стандартів. Цілком очевидно, що шляхи розв'язання цього завдання перебувають і в макроекономічній площині, і в межах функціонування центрального банку як головного державного органу монетарного регулювання економіки. Макроекономічні аспекти цієї проблеми визначаються можливостями обрання як стратегічні цілі економічної політики України “критеріїв конвергенції”, сформульованих у Маастрихтському договорі для участі країн у “зоні євро”: 1) забезпечення стабільного рівня цін (не більше 1,5-процентних пункти від середнього рівня трьох країн ЄС із найбільш стабільними показниками інфляції); 2) забезпечення стабільного обмінного курсу національної валюти; 3) низький рівень дефіциту державного бюджету (не більше 3 % від ВВП) і державного боргу (не більше 60 % ВВП); 4) забезпечення стійкої динаміки довгострокових процентних ставок (не вище 2 процентних пунктів від середнього рівня трьох країн ЄС із найбільшою стабільністю цін).

Що стосується діяльності центрального банку, то можливості вдосконалення механізму грошово-кредитного регулювання залежать від ефективності застосування основних інструментів монетарного впливу на економіку, що використовують центральні банки розвинутих країн, і які сьогодні набувають певних уніфікованих форм у межах функціонування ЄЦБ, загалом визначаючи застосування ним трьох груп інструментів: 1) обов'язкових резервів, 2) постійно діючих механізмів рефінансування та 3) операцій на відкритому ринку.

Оцінюючи діяльність Національного банку України в системі заходів державної економічної політики, необхідно відзначити значний прогрес у використанні ринкових інструментів монетарного регулювання, що де-факто охоплюють набір тих же трьох ключових важелів: 1) мінімальні обов'язкові резерви; 2) політику облікової ставки, що визначає умови рефінансування комерційних банків; 3) операції на відкритому ринку. Водночас безпосередні практичні аспекти їх застосування потребу-

ють ще досить серйозних заходів з удосконалення самих механізмів монетарного регулювання, що має бути спрямовано на досягнення максимального рівня відповідності умовам функціонування ЕВС і Європейської системи центральних банків, а відтак вимагає більш детального, послідовного вивчення зазначених інструментів.

Мінімальні обов'язкові резерви являють собою інструмент монетарного регулювання економіки, суть якого полягає у встановленні для комерційних банків обов'язкової норми ресурсів (у процентному відношенні від величини залучених пасивів), які вони зобов'язані зберігати в центральному банку. Уперше мінімальні обов'язкові резерви для комерційних банків на офіційному рівні були запроваджені в США, досвід яких пізніше перейняли інші центральні банки. Сьогодні цей інструмент грошово-кредитного регулювання застосовується майже у всіх країнах із розвинутими ринковими відносинами, включаючи ЄС.

Нині основною функцією мінімальних обов'язкових резервів є вплив на кредитний потенціал комерційних банків для регулювання кількості грошей в обігу. Рівень мінімальних резервних вимог, що встановлюється центральним банком, безпосередньо впливає на кількісні параметри кредитування банківською системою економіки і, в кінцевому підсумку, визначає обсяг грошової маси.

Особливості впливу змін норм обов'язкових резервів на кредитну активність комерційних банків, а відтак і динаміку грошової маси, виражаються через зміну грошової бази, яка включає, крім готівки в обігу, ще й величину банківських резервів. Урешті величина грошової бази, на яку центральний банк країни має безпосередній вплив саме через регулювання норм обов'язкових резервів, у ринкових умовах слугує основою впливу відповідного монетарного регулятивного механізму на грошову масу, а будь-які зміни в грошовій базі так чи інакше мають позначатися і на кількості грошей в обігу. Це загалом характеризує зміну мінімальних обов'язкових резервів як досить дієвий інструмент, здатний активно впливати на можливості комерційних банків кредитувати економіку. Тому, незважаючи на певні дискусії у виборі важелів грошово-кредитного регулювання ЄЦБ, загалом було визнано необхідність обов'язкових резервів як ефективного механізму підтримання ліквідності кредитних інститутів, а також забезпечення стабільної кон'юнктури грошового ринку євро.

Безпосередня дія зазначеного механізму залежить від величини встановленого центральним банком нормативу обов'язкових резервних відрахувань, що мають здійснюватися комерційними банками. У переважній більшості розвинутих країн мінімальні обов'язкові резерви встановлюються відносно пасивів банківських установ, хоча в окремих країнах (наприклад у минулому у Франції), можуть установлюватися і стосовно активів, що визначає їхню залежність від величини наданих кредитів. Загалом резервні вимоги поширюються або на загальну величину пасиву банківського балансу, або на окремі його статті (в абсолютних сумах на конкретну дату чи на їх приріст за певний період). Сьогодні згідно з методикою ЄЦБ резервні вимоги поширюються на всі види банківських депозитів та емітованих цінних паперів за винятком зобов'язань щодо кредитних інститутів, що формують обов'язкові резерви, а також установ Європейської системи центральних банків. Власне ж сам норматив обов'язкового резервування, установлений нині ЄЦБ, складає 2 % (при офіційно закріплених можливостях його зміни від 0 до 10 %). Вимоги ЄЦБ щодо мінімального обов'язкового резервування комерційні банки здійснюють шляхом підтримання необхідного залишку грошових коштів на кінець дня на кореспондентському рахунку у відповідному національному центральному банку. Проте, на відміну, скажімо, від Федеральної резервної системи США, Європейський центральний банк не приймає до зарахування в резерви залишки готівки в касах комерційних банків.

Аналіз досвіду реалізації монетарної політики Європейського центрального банку дає змогу зробити висновок про те, що загальну схему застосування мінімальних обов'язкових резервів Національним банком України можна вважати достатньою мірою наближеною до чинної практики розвинутих країн. Водночас необхідно відзначити і наявність суттєвих розбіжностей, котрі умовно слід поділити на три основні групи, за якими в принципі можна визначити шляхи подальшого удосконалення системи обов'язкового резервування для комерційних банків нашої країни.

По-перше, якщо розглянути механізм визначення періоду для нарахування резервів, то цілком очевидною є розбіжність між подекадним, а в період кризи і щоденним, нарахуванням резервів, установленим методикою НБУ, та методами ЄЦБ, згідно з якими банки формують резерви із запізненням на один місяць і 24 дні. У цьому аспекті доцільно було б розглянути можливість збільшення періоду розрахунку резервів українськими комерційними банками (принаймні до 30 днів), що могло б стати

умовою досягнення належної еластичності системи обов'язкового резервування, а розрахунковий період дозволяв би належно враховувати коливання залишків депозитів і планувати активні операції банків, забезпечуючи відповідну дохідність.

По-друге, на відміну від України, ЄЦБ на суму середнього значення обов'язкових резервів протягом періоду підтримання нараховує і сплачує проценти шляхом їх зарахування на рахунок комерційного банку. Тому для вирішення проблеми неефективного використання значних сум, сформованих комерційними банками ресурсів, Національному банку слід було б розглянути можливості нарахування плати за сформовані комерційними банками резерви (принаймні в розмірі половини встановленої облікової ставки), що могло б стати важливим засобом підвищення ефективності функціонування кредитних установ загалом.

По-третє, для підвищення ефективності механізму обов'язкового резервування можна було б запропонувати низку заходів, котрі стосуються передусім диференціювання величини резервних вимог. Таке диференціювання можна здійснювати за кількома критеріями: 1) за строками залучення коштів – чим вони коротші, тим вищі ставки резервування, і навпаки; 2) за абсолютними сумами коштів, унесених на банківські депозити; 3) залежно від типів кредитних установ, їх розмірів, а також вибору пріоритетів під час здійснення активних операцій.

Саме запровадження елементів диференціювання резервних вимог за різними критеріями слід уважати одним із найбільш перспективних напрямів розвитку обов'язкового резервування в системі заходів монетарного регулювання економічних процесів, що може підвищити їхню гнучкість та ефективність. Загалом же реалізація означених вище напрямів удосконалення системи мінімальних обов'язкових резервів може створити оптимальну схему застосування Національним банком України резервних вимог як інструмента впливу на діяльність комерційних банків, адекватного системі, що використовується нині Європейським центральним банком.

Щодо політики облікової ставки, то вона є важливою складовою частиною монетарного регулювання, яка полягає в зміні процента за позиками, котрі центральний банк надає комерційним банкам, що відображається на кредитному потенціалі останніх. Власне саме поняття облікової ставки історично пов'язане з діяльністю центрального банку з переобліку векселів, представлених комерційними банками для відновлення ресурсів, укладених у кругообіг капіталів підприємств реального сектора, тобто, по суті, рефінансування. У зв'язку із цим, політику облікової ставки слід розуміти не лише у вузькому значенні – як зміну офіційної процентної ставки центрального банку, а й у широкому, що має охоплювати регулювання сукупності умов кредитування центральним банком комерційних банків.

Нинішній набір інструментів ЄЦБ, який він використовує для рефінансування комерційних банків, загалом охоплює так звані постійно діючі кредитні і депозитні механізми, які дають змогу впливати на ліквідність банківських установ країн ЄС. До їх складу належать:

– депозитні операції (“вікно” залучення короткострокових депозитів – *deposit facility*), що дозволяють комерційним банкам розміщувати короткострокові депозити в національних центральних банках за заздалегідь обумовленою процентною ставкою. Як правило, строки депозитів установлюються ЄЦБ в один операційний день (тобто це депозити овернайт), а процентні ставки за ними утворюють нижню межу одноденних міжбанківських кредитів ринку євро;

– кредитні операції (“вікно” короткострокового кредитування – *marginal lending facility*), що дозволяють комерційним банкам отримати короткострокові позики на поповнення своєї ліквідності в національних центральних банках під визначене забезпечення.

Власне сам механізм надання позик національними центральними банками ЄЦБ жорстко не регламентується, а відтак він може охоплювати такі різноманітні види рефінансування, як: переоблік векселів (позички надаються комерційним банкам шляхом купівлі в них векселів підприємств реального сектора, попередньо облікованих цими банками); ломбардні кредити (позички під заставу цінних паперів – комерційних і казначейських векселів, державних облігацій та інших надійних зобов'язань, перелік яких визначається центральним банком); операції РЕПО (угоди про зворотний викуп, що являють собою продаж цінних паперів на умовах їх зворотного викупу через певний строк за фіксованою ціною, яка включає ставку процента або її еквівалент); кредитні аукціони (проводяться у формі задоволення центральним банком аукціонних заявок комерційних банків на отримання кредитних

ресурсів); прями кредити (як правило, у форму овердрафту за кореспондентським рахунком комерційного банку в національному центральному банку).

Нині в Україні, згідно із чинними нормативними актами Національного банку, передбачена можливість реалізації всіх зазначених форм рефінансування. Проте в різні періоди реформування економіки їх практичне застосування впроваджувалося поступово, у міру формування ринкових механізмів впливу на господарські процеси. Поетапний розвиток цих операцій здійснювався від прямих кредитів, що були своєрідним початковим етапом на шляху вдосконалення кредитного обслуговування комерційних банків (щоправда не у формі овердрафту, а як наслідок централізованого розподілу ресурсів) у 1992–1994 рр. – до кредитних аукціонів у 1994–1997 рр. і до ломбардного кредитування (з 1996 р.), а також операцій РЕПО (з 1997 р.). Нині основними формами рефінансування Національним банком України комерційних банків, особливо в період кризових явищ на фінансовому ринку 2008–2009 рр., залишаються переважно постійно діючі лінії рефінансування, стабілізаційні кредити, операції прямого РЕПО та операції з обміну іноземної валюти на національну валюту для підтримання ліквідності банків (своп).

Базові вимоги Європейського центрального банку до порядку надання кредитів рефінансування стосуються насамперед видів цінних паперів, що використовуються забезпечення і мають відповідати високим параметрам надійності та ліквідності (наприклад наявність юридичної адреси емітента в “зоні євро”, котирування на фондових ринках ЄС, високий рейтинг одного із провідних рейтингових агентств тощо). Такі параметри, вочевидь, можуть стати об’єктивною перешкодою для оцінки операцій рефінансування НБУ, адекватних європейським стандартам.

Крім того, складні умови функціонування перехідної економіки суттєво обмежують не лише можливості впливу політики облікової ставки центрального банку на економічні процеси, а й навіть використання її як індикатора господарської кон’юнктури та загальної оцінки спрямування монетарної політики центрального банку. Однак і в сучасних умовах облікова ставка Національного банку має більшою мірою декларативний, аніж регулятивний, характер через незначні обсяги кредитування центральним банком комерційних та спрямування ними значних обсягів ресурсів на ринок держзобов’язань. Отже, маємо зворотну реакцію: не ринкові ставки реагують на зміну облікової політики центробанку (як це відбувається в європейських країнах), а навпаки – ставки міжбанківського кредитування та дохідність ОВДП у кінцевому підсумку визначали динаміку облікової ставки НБУ. Тому як основний напрям удосконалення політики облікової ставки і механізму рефінансування слід уважати розширення можливостей комерційних банків отримувати кредити в Національному банку, що можливо в разі зміни пріоритетів у його кредитній активності з ринку держоблігацій на позичкові операції з комерційними банками.

Реалізація цього завдання дала б можливість суттєво розширити сфери застосування політики облікової ставки саме як інструмента монетарного регулювання. Важливо пам’ятати, що адекватна реакція ринку на зміну процентних ставок центральним банком можлива лише за умов існування адекватного конкурентного середовища на ринку банківських послуг, коли належний стан ліквідності комерційних банків і доступ до централізованих кредитних ресурсів дає змогу вести ефективну конкурентну боротьбу за клієнта ціновими методами.

Ще одним важливим інструментом монетарного регулювання економіки є операції на відкритому ринку, зміст яких утворює купівля або продаж центральним банком цінних паперів для впливу на ресурсну базу комерційних банків. Здійснювані центробанком операції з купівлі чи продажу цінних паперів із власного портфеля безпосередньо позначаються на кредитних можливостях банківської системи загалом.

Обсяг цінних паперів, що перебувають у розпорядженні центрального банку, безпосередньо корелює з кредитними можливостями комерційних банків, позаяк операції на відкритому ринку визначають розподіл індивідуальних портфелів активів банківських установ. Об’єктом зазначених операцій можуть слугувати державні зобов’язання, облігації місцевих органів влади, казначейські векселі, безпроцентні казначейські зобов’язання й інші першокласні цінні папери, перелік яких визначається центральним банком. Як правило, основним об’єктом операцій центральних банків на відкритому ринку в розвинутих країнах є найбільш надійні цінні папери – боргові зобов’язання держави.

Уперше цей інструмент реалізації грошово-кредитної політики почав застосовуватись у 20-ті рр. в США, а в 30-ті – й у Великобританії, що було пов'язано з високим рівнем розвитку ринку цінних паперів у цих країнах. Нині операції на відкритому ринку здійснюють центральні банки майже всіх розвинутих країн, вони визнані як основний інструмент грошово-кредитного регулювання, що використовує Європейський центральний банк.

Активне застосування операцій на відкритому ринку зумовлено низкою переваг цього інструменту монетарного регулювання (зокрема належної контрольованості, позаяк обсяги здійснюваних операцій залежать від величини портфеля цінних паперів у центробанку або ж наміченої величини щодо збільшення резервів комерційних банків, а також достатнього рівня гнучкості, оскільки в разі припущення помилки в прогнозі ситуації на грошовому ринку її можна порівняно легко виправити, вдавшись до контрактивних дій). Важливість же цього інструменту для Європейського центрального банку визначається передусім необхідністю забезпечення активного коригування процентних ставок грошового ринку євро, а також регулювання ліквідності банківських установ у країнах ЄС, що може досить оперативно позначитися на обсягах кредитування та грошової маси, а відтак і рівневі інфляції в країнах “зони євро”.

Оцінюючи практичні аспекти реалізації операцій на відкритому ринку, необхідно звернути увагу на порівняно широкий набір їхніх видів, використовуваний ЄЦБ для монетарного регулювання:

- основні операції з рефінансування, що здійснюються шляхом щотижневого викупу в комерційних банках зобов'язань із 14-денним строком погашення та з фіксованою процентною ставкою;
- довгострокові операції з рефінансування, які проводяться кожного місяця у формі стандартних аукціонів за голландською або американською системою з наданням кредитів терміном до трьох місяців;
- операції “тонкого настроювання”, які можуть здійснюватись у формі кредитних і депозитних угод, прямого й зворотного РЕПО, а також валютних свопів для впливу на кредитні ставки і ліквідність кредитних інститутів у разі непередбачуваних коливань кон'юнктури на грошовому ринку євро;
- структурні операції, які проводяться для зміни структури балансу й ліквідності банківської системи у взаєминах із ЄЦБ через емісію боргових сертифікатів і дисконтних боргових зобов'язань.

Як бачимо, у системі інструментів грошово-кредитного регулювання ЕВС поняття операцій на відкритому ринку розглядається в значно ширшому контексті, аніж це прийнято, скажімо, у практиці Федеральної резервної системи США, тобто це не просто операції на ринку державних цінних паперів, а широкий набір інструментів регулювання ліквідності кредитних інститутів, здатний справляти вагомий вплив на ситуацію на грошовому ринку країн “зони євро”.

Переваги операцій на відкритому ринку в системі заходів реалізації монетарної політики вказують на необхідність їх активного розвитку і в Україні. Однак нині вони не набули ще визнання як основного важеля впливу центрального банку на перебіг макроекономічних процесів і кредитне забезпечення економіки. Незважаючи на те, що статтями 25 і 29 Закону України “Про Національний банк України” ці операції віднесено до числа основних засобів грошово-кредитної політики, їх практична реалізація пов'язана з певними труднощами.

Насамперед необхідно відзначити, що об'єктами операцій на відкритому ринку законодавством визначено не лише казначейські зобов'язання, а й власні зобов'язання НБУ (депозитні сертифікати), комерційні векселі, інші цінні папери та боргові зобов'язання. Відсутність же конкретизації щодо останніх, низький рівень розвитку корпоративних цінних паперів (капіталізації та інфраструктури), а також світовий досвід реалізації грошово-кредитної політики центральними банками в розвинутих країнах указують на пріоритетність використання саме державних боргових зобов'язань як основного об'єкта провадження регулятивних заходів через операції на відкритому ринку.

Однак неефективна політика уряду у сфері державних запозичень протягом 1996–1998 рр., виявом чого стала надмірна емісія боргових зобов'язань та штучне утримання їх надвисокої доходності, зрештою, призвела до краху ринку ОВДП в Україні та підриву довіри інвесторів до цього виду вкладень, позбавивши Національний банк головного об'єкта реалізації операцій на відкритому ринку, внаслідок чого НБУ перетворився на головного покупця державних боргових зобов'язань. У таких умовах вести мову про розвиток операцій на відкритому ринку як активного інструмента монетарного регулювання досить проблематично, позаяк спершу має бути відроджений сам ринок дер-

жавних цінних паперів – насамперед в аспекті відновлення в потенційних інвесторів довіри до облігацій, що може бути забезпечено лише при беззастережній гарантії з боку Міністерства фінансів своєчасної виплати основного боргу та процентів за державними зобов'язаннями.

Разом із тим, нарівні із завданнями щодо раціоналізації фінансової політики для розвитку операцій на відкритому ринку як засобу монетарного регулювання певних заходів слід ужити й Національному банку України. Ідеться передусім про необхідність перегляду політики центрального банку нашої країни, за якої він виступає як генеральний агент з обслуговування, розміщення та погашення облігацій. Природно, що така функція покладає на НБУ цілком визначені обов'язки щодо розміщення державних облігацій на первинному ринку державних цінних паперів через проведення аукціонів. Однак неприродним, з економічної точки зору, є діяльність центрального банку, спрямована на викуп ОВДП у разі відсутності попиту на них в інших учасників торгів. Тому основний шлях до оптимізації емісійної діяльності центробанку й ефективного використання на практиці операцій на відкритому ринку як інструмента монетарного регулювання полягає у відмові Національного банку від операцій щодо вкладання коштів в ОВДП на первинному фондовому ринку.

Сьогодні ж головним інструментом монетарного регулювання Національного банку в системі операцій на відкритому ринку, що певною мірою можна вважати наближеним до практики реалізації монетарної політики ЄЦБ, є випуск депозитних сертифікатів. Як свідоцтва про депонування коштів комерційних банків у системі електронного обігу Національного банку депозитні сертифікати розміщуються на аукціонах, про умови яких (максимальна чи мінімальна сума, строк дії сертифікату, стартова ціна продажу, дата погашення) банківські установи ставлять до відома окремими електронними повідомленнями. Дохід власника сертифіката визначається у вигляді фіксованої процентної ставки річних, яка встановлюється на період випуску сертифіката, за пропозиціями комерційних банків.

Урешті випуск депозитних сертифікатів можна оцінити як форму “зворотного рефінансування”, при якому кредитуються не комерційні банки, а центральний банк, метою якого є обмеження ресурсної бази комерційних банків з огляду на ситуацію на грошовому ринку та можливості наростання інфляційної напруженості в економіці. Використання Національним банком власних депозитних сертифікатів як важеля реалізації монетарної політики можна вважати до деякої міри вимушеним з огляду на низку тих проблем, котрі супроводжують становлення й розвиток у нашій країні повноцінного ринку державних цінних паперів. Очевидно, що за умов існування цих проблем розвиток операцій на відкритому ринку сьогодні може здійснюватись у напрямі розширення набору важелів впливу на діяльність кредитних інститутів за наведеним вище складом інструментів, котрі використовує Європейський центральний банк.

Висновки. Загалом розглянуті інструменти грошово-кредитного регулювання утворюють своєрідний “класичний набір” тих важелів, за допомогою яких Національний банк України спроможний достатньою мірою ефективно впливати на економічну систему. Проте дієвість механізму реалізації монетарної політики сьогодні не перебуває ще на рівні, адекватному сучасним вимогам ринкової економіки та ролі й місця в ній центрального банку, що вказує на необхідність подальшого вдосконалення відповідних регулятивних інструментів за розглянутими вище напрямками, насамперед – з урахуванням досвіду методологічних розробок у цій сфері Європейського центрального банку.

Перспективами подальших досліджень у цьому напрямі є адаптація конкретних механізмів застосування інструментів монетарного регулювання до умов кризових явищ на світових фінансових ринках, щоб забезпечувати максимальну стабільність роботи банківського сектору та стійкість національної грошової одиниці.

Література

1. Бурда М. Макроекономіка : Європейський контекст / М. Бурда, Ч. Виплош ; пер. з англ. – К. : Основи, 1998. – 682 с.
2. Гальчинський А. С. Теорія грошей / Гальчинський А. С. – К. : Основи, 1998. – 413 с.
3. Гроші та кредит : підручник / за заг. ред. проф. М. І. Савлука – К. : КНЕУ, 2006. – 744 с.
4. Монетарна політика Національного банку України : сучасний стан та перспективи змін / за ред. В. С. Стельмаха. – К. : Центр наукових досліджень Нац. банку України, УБС НБУ, 2009. – 404 с.
5. Новая единая европейская валюта евро / под ред. В. И. Рыбина. – М. : Финансы и статистика, 1998. – 392 с.
6. Хансен Э. Денежная теория и финансовая политика / Хансен Э. ; пер. с англ. – М. : Дело, 2006. – 312 с.

7. Центральний банк і грошово-кредитна політика : підручник / за ред. проф. А. М. Мороза, доц. М. Ф. Пуховкіної. – К. : КНЕУ, 2005. – 556 с.

Статтю подано до редколегії
1.03.2010 р.