

Богдан Адамик

ОПЕРАЦІЇ НА ВІДКРИТОМУ РИНКУ ЯК ІНСТРУМЕНТ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ: ПРОБЛЕМИ І ПЕРСПЕКТИВИ

Одним з інструментів монетарного регулювання економіки, який активно застосовують центральні банки провідних країн світу з метою оперативного впливу на зміну маси грошей в обігу, є здійснення операцій на відкритому ринку з цінними паперами. Суть цих операцій полягає у купівлі чи продажу центральним банком державних цінних паперів на вторинному ринку, внаслідок чого пропозиція грошей відповідно збільшується чи зменшується.

До позитивних якостей таких операцій доцільно віднести гнучкість, оперативність, швидкість впливу на грошово-кредитну сферу. Масштаби і періодичність проведення операцій центральний банк визначає самостійно, виходячи з політики, яку проводить. Можна заздалегідь спрогнозувати вплив операцій на відкритому ринку на резерви комерційних банків, а отже, і на сукупну грошову масу. Таким чином, операції на відкритому ринку можуть стати ефективним інструментом монетарної політики для НБУ, його основою. Тому дослідження ефективності здійснення операцій на відкритому ринку та їх дієвості є своєчасним і необхідним.

Значення державних цінних паперів для НБУ важко переоцінити. По-перше, вони зменшують обсяги первинної емісії, зменшують пряме кредитування уряду, проти якого завжди виступав Національний банк. По-друге, розвинутий ринок державних облігацій стає ще одним важливим інструментом регулювання всієї фінансової системи. І, по-третє, поява такого надійного джерела вкладень підвищить ліквідність банківської системи, за котру відповідає Національний банк.

Проте, крім безперечно позитивних якостей операцій з цінними паперами уряду, існує ціла низка важливих проблем, що виникають перед Національним банком і економікою у цілому. Йдеться про те, що в Україні НБУ операцій на відкритому ринку у класичному розумінні, тобто операцій на вторинному ринку цінних паперів, майже не проводить. НБУ не може оперативно

Серія: Економіка

регулювати грошову масу в обігу країни завдяки операціям на відкритому ринку через відсутність нормально функціонуючого вторинного ринку взагалі.

Інша група проблем полягає у дохідності облігацій Міністерства фінансів, а також у їх короткостроковості, наслідком чого є стрімке збільшення державного боргу. Важливою проблемою є також залучення нерезидентів до операцій на внутрішньому ринку цінних паперів уряду, перелив спекулятивних капіталів яких може підірвати стабільність економічної системи країни.

Хоча, на нашу думку, найважливішою проблемою для економіки, для виведення її з кризового стану і зростання ВВП є те, що ОВДП акумулюють кошти банківської системи для обслуговування бюджетного дефіциту, а не для кредитування кінцевих суб'єктів господарювання.

Аналізуючи розвиток ринку державних цінних паперів, необхідно зупинитись на тих негативних тенденціях, що почали проявлятися вже у 1996 році – при майже 100%-му обсягу продаж до бюджету вдалось залучити лише близько 75% запланованих коштів [1:38]. Головна причина невиконання плану залучення коштів до бюджету через ринок державних цінних паперів криється у перевитратах коштів по погашенню основної суми боргу та на виплату доходу за облігаціями у вигляді процентів.

До позитивних факторів розвитку ринку ОВДП у 1996 році слід віднести значний розвиток вторинного ринку державних цінних паперів, оскільки лише при купівлі-продажу цінних паперів на вторинному ринку НБУ може оперативно регулювати обсяг грошової маси в обігу. Загальні обсяги операцій на вторинному ринку становили 1975,1 млн. грн. [2:26].

Слід відмітити, що дохідність за українськими державними облігаціями до жовтня 1997 року мала тенденцію до зниження, а з жовтня вона знову почала підвищуватись (до 40% і вище). Причина провалу політики зниження процентів за державними облігаціями, на наш погляд, окрім несприятливої ситуації восени на азійському ринку, полягає перш за все у неузгодженості дій Міністерства фінансів і Національного банку щодо розміщення і обігу ОВДП.

Причиною високих ставок за державними облігаціями є також те, що держава створювала все більший попит на гроші для покриття витрат на раніше розміщені облігації. Ринок диктував у такій ситуації високий рівень процентних ставок – у цьому нема вини НБУ чи комерційних банків. Ситуація відповідала співвідношенню попиту і пропозиції на гроші. Держава сама розкручувала надлишковий попит, поглинавши кошти за ціною, яку виробники були не в змозі пропонувати банкам. Кредитні ресурси, які мали б дати поштовх економіці, насправді були доступні лише централізованій владі, яка неефективно вела і продовжує вести господарську діяльність.

Протягом 1997 року активніше розвивався вторинний ринок державних цінних паперів. За 1997 рік загальний обсяг операцій вторинного ринку ОВДП, включаючи угоди РЕПО, перевищив 6,1 млрд. грн. (порівняно з минулим роком ці обсяги зросли більш ніж у 3 рази). Саме у 1997 році НБУ мав змогу використовувати державні цінні папери як інструмент грошово-кредитної політики, впливаючи на розмір маси грошей в обігу.

Стан ринку державних цінних паперів у 1998 році показав помилковість дій уряду щодо розвитку "піраміди" державних цінних паперів протягом попередніх років. Протягом практично усього 1 півріччя 1998 року сальдо виплат-погашень було від'ємним, тобто "піраміда" ОВДП вичерпала себе. При цьому основним покупцем урядових цінних паперів залишався лише НБУ, спрямувавши близько 50% кредитної емісії 1998 року на придбання ОВДП.

Щоб залучити кошти, необхідні для погашення попередніх випусків ОВДП, Міністерство фінансів підвищило дохідність державних облігацій. Розміщення короткострокових ОВДП призвело до зростання внутрішнього державного боргу і скорочення строків погашення облігацій, що, у свою чергу, перетворило ринок ОВДП із інструмента фінансування дефіциту бюджету на інструмент, який збільшує його розмір: на сплату боргів за ОВДП й обслуговування державного боргу уряд витрачав у 1998 році щомісяця понад 1 млрд. грн., що є співмірним сумі податкових надходжень до бюджету.

Таким чином, започаткована урядом у 1995 році піраміда ОВДП могла поглинути весь державний бюджет. Фінансова криза в Україні восени 1998 року, що була спричинена російською серпневою кризою 1998 р., на певний період загальмувала діяльність ринку державних запозичень, оскільки уряд здійснив заходи щодо конверсії ОВДП, які належали НБУ і комерційним банкам, провівши згодом кілька успішних реструктуризацій заборгованості за ОВДП з терміном погашення у 2002-20010 рр.

Після фінансової кризи 1998 року зацікавленість суб'єктів ринку, насамперед комерційних банків, у здійсненні операцій на ринку державних боргових зобов'язань була відсутньою. У 1999 році практично жоден комерційний банк не здійснював операцій з ОВДП, а усю первинну емісію державних цінних паперів викупив НБУ.

Наукові записки

З прийняттям у травні 1999 року Закону "Про Національний банк України" НБУ заборонялося здійснювати купівлю ОВДП при первинному їх розміщенні, що відразу ж позначилося на сумі коштів, залучених до державного бюджету в 1999 році – їх обсяг зменшився порівняно з попереднім роком більш як у два рази і становив 3,8 млрд. грн. (таблиця 1).

Таблиця 1. Динаміка розвитку ринку ОВДП в Україні [3: 1318-139]

Період	Результати аукціонів на первинному ринку			Обсяг операцій на вторинному ринку		
	Кількість проведених аукціонів	Сума коштів, залучених до бюджету, млн. грн.	Доходність (середньо-зважена), %	Купівля-продаж, млн. грн.		
				Усього	На УМВБ	Позабіржова
1995	28	304,0	85,59	–	–	–
1996	285	3062,9	70,93	1913,1	71,0	1842,1
1997	591	8321,8	32,76	6549,2	371,6	6177,6
1998	539	8164,3	54,83	5016,6	33,8	4982,8
1999	141	3841,8	27,51	2894,5	124,5	2770,0
2000	87	1892,1	20,49	2797,5	561,5	2236,0
2001	120	1190,1	15,68	8798,5	7626,2	1172,3
2002	154	2848,6	10,81	5600,0	4171,5	1428,5

Через втрату довіри інвесторів до урядових зобов'язань попит на первинному ринку ОВДП протягом 2000-2001 рр. не зростає, хоча уряд вчасно і повною мірою виконував свої зобов'язання щодо сплати процентів за державними облігаціями та їх погашення. Це позначилося на подальшому зменшенні суми коштів, залучених до бюджету – 1,9 млрд. грн. у 2000 р. та 1,2 млрд. грн. у 2001 р. (таблиця 1).

Лише, починаючи з 2002 року, комерційні банки активізували свою діяльність на ринку державних цінних паперів, оскільки обсяг коштів, залучених до бюджету, зріс до 2,85 млрд. грн., хоча й доходність держзобов'язань була незначною.

Попри такі негативні тенденції, слід звернути увагу на розвиток вторинного ринку ОВДП у 1999-2002 роках (див. таблицю 1). Якщо у 1999 і 2000 рр. обсяг операцій на вторинному ринку зменшився відповідно до зменшення обсягу первинного розміщення, то 2001 рік характеризується позитивною динамікою. Про це свідчить збільшення обсягів купівлі-продажу державних цінних паперів на вторинному ринку з 2,8 млрд. грн. до 8,8 млрд. грн. у 2001 році, або більш як у три рази.

В основному таке збільшення відбулося за рахунок зростання обсягу торгів на УМВБ, одним з основних операторів якої є Національний банк. Зменшення частки позабіржових операцій з державними цінними паперами на даному етапі в Україні слід вважати позитивним фактором, оскільки на біржовому ринку постійно встановлюються котирування курсів купівлі-продажу цінних паперів, що дозволяє підвищити ліквідність ринку держзобов'язань, зменшити маржу, активізувати діяльність комерційних банків з державними цінними паперами.

Висновками проведеного аналізу слід вважати необхідність кардинальної зміни політики фінансування дефіциту бюджету, акцентуючи на залученні зовнішнього довгострокового капіталу і на прямих інвестиціях у виробництво. ОВДП як джерело покриття дефіциту бюджету працюватимуть лише у тому випадку, коли співвідношення ВВП/ОВДП буде незначним, а також борг буде тривалим у часі і дешевим.

Незважаючи на недоліки, здійснений аналіз дозволяє зробити висновок, що для держави ринок цінних паперів повинен стати одним з найважливіших елементів національного ринку позичкових капіталів. Проблема у тому, що на ринок ОВДП не можна покладатися як на основне джерело доходів держави.

До причин, які на сьогодні протидіють нормальному функціонуванню ринку державних цінних паперів в Україні, слід віднести недостатнє правове поле. Потрібно прийняти дієве законодавство, щоб надати створенню індустрії цінних паперів пріоритетного значення, визначити чіткі "правила гри" основних суб'єктів ринку. Важливо також забезпечити оперативне надання широкій громадськості інформації про ціни та операції, що проводяться з державними цінними паперами.

Розвиток вторинного ринку державних цінних паперів, що спостерігається в Україні протягом останніх років, дозволяє посилити НБУ дієвість операцій на відкритому ринку як інструмента монетарного регулювання економіки і регулювати поточний обсяг грошової маси в обігу саме завдяки купівлі-продажу державних зобов'язань на вторинному ринку.

Література

1. Кухар М. Рынок ОВГЗ в 1996 году: краткое описание // Финансовые риски. – 1997. – № 1. – С. 35-39.
2. Національний банк України. Річний звіт Національного банку України за 1996 рік. – 1997. – 220 с.
3. Бюлетень Національного банку України. – 2002. – № 12. – 168 с.

Серія: Економіка

Анотація

Розкриваються теоретичні основи здійснення центральним банком операцій на відкритому ринку як інструменту грошово-кредитного регулювання економіки. Проаналізовано розвиток операцій на відкритому ринку в Україні, розкрито їх позитивні та негативні сторони.

Annotation

The theoretical bases of realization by central bank of open market operations as instrument of monetary policy are considered. The development of open market operations in Ukraine is analyzed, denote their positive and negative aspects.

УДК 336.71