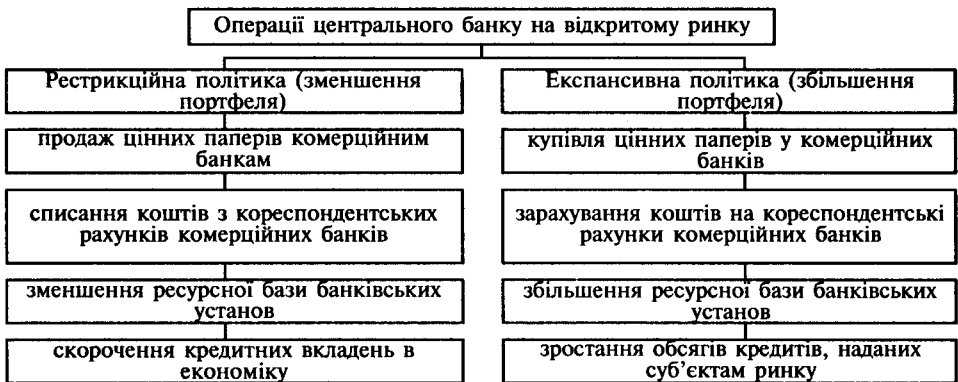


## ДЕЯКІ АСПЕКТИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІКИ

О. ДЗЮБЛЮК,  
доцент, кандидат економічних наук  
(Тернопіль)

Одним з найбільш гнучких і дійових інструментів реалізації грошово-кредитної політики, що можуть застосовуватися в ринкових умовах господарювання, є операції на відкритому ринку з купівлі-продажу центральним банком цінних паперів з метою впливу на ресурсну базу комерційних банків. Здійснювані центробанком операції з купівлі-продажу цінних паперів з власного портфеля безпосередньо позначаються на кредитних можливостях банківської системи в цілому. Так, при проведенні обмежувальної грошово-кредитної політики центральний банк, з одного боку, продає на ринку цінні папери (тобто зменшує власний портфель), списуючи відповідні суми коштів з резервних або кореспондентських рахунків комерційних банків, що купують ці папери. З іншого, експансивна розширювальна монетарна політика передбачає купівлю центробанком цінних паперів у комерційних банків, що підвищує величину їх ресурсної бази та дозволяє збільшити обсяг кредитних операцій, стимулюючи тим самим поживлення господарської кон'юнктури (див. рис.)



### Механізм грошово-кредитного регулювання через операції на відкритому ринку

Таким чином, обсяг цінних паперів, що перебувають у розпорядженні центрального банку, безпосередньо корелює з кредитними можливостями комерційних банків, оскільки операції на відкритому ринку визначають розподіл індивідуальних портфелів активів банківських установ. При цьому об'єктом зазначених операцій можуть слугувати державні зобов'язання, облігації місцевих органів влади, казначейські векселі, безпроцентні казначейські зобов'язання та інші першокласні цінні папери, перелік яких визначається центральним банком. Як правило, основним об'єктом

операцій центральних банків на відкритому ринку в розвинутих країнах виступають державні боргові зобов'язання — облигації.

Уперше даний метод грошово-кредитного регулювання почав застосовуватись у 20-і роки в США, а в 30-і — й у Великобританії, що було зумовлено високим рівнем розвитку ринку цінних паперів у цих країнах. Нині операції на відкритому ринку здійснюються центральними банками практично усіх розвинутих країн (Німеччини, Франції, Італії, Канади, Японії та ін.), а найбільш широко застосовуються в США, де вони становлять основу регулятивної діяльності федеральної резервної системи і можуть досягати в окремі періоди 4/5 її річного обороту. Політика відкритого ринку залишається також головним інструментом регулювання і для Банку Англії, тоді як інші монетарні підйоми використовуються на нерегулярній основі. В цілому тенденції в розвитку механізму реалізації грошово-кредитної політики у розвинутих країнах вказують на те, що операції на відкритому ринку поступово посідають провідні позиції серед усіх регулятивних інструментів, які використовуються центральними банками цих країн.

Необхідно зазначити, що механізм даних операцій передбачає їх здійснення саме на вторинному фондовому ринку. Іншими словами, придбання центральним банком цінних паперів безпосередньо у емітента (тобто відповідна участь на первинному ринку) має лише однобічну, експансивну спрямованість, що може і не збігатися з встановленими в даний період цілями регулювання. Тому в деяких країнах можливості здійснення центральним банком операцій з державними цінними паперами на первинному ринку обмежені в законодавчому порядку.

Активне застосування операцій на відкритому ринку центральними банками розвинутих країн зумовлене рядом переваг даного інструмента грошово-кредитного регулювання, які можна було б, на наш погляд, сформулювати у вигляді таких основних моментів.

По-перше, йдеться про можливість центрбанку здійснювати зазначені операції безпосередньо після прийняття рішень щодо досягнення тих чи інших тактичних цілей грошово-кредитної політики (наприклад, обмеження чи розширення грошової маси), тобто досить оперативно, оскільки періодичність операцій визначається самим центральним банком.

По-друге, обсяги здійснюваних операцій залежать від величини портфеля цінних паперів у центрбанку (при їх продажу) або ж наміченої величини збільшення резервів комерційних банків (при купівлі облигацій). У цьому відношенні операції на відкритому ринку можна вважати добре контрольованим інструментом з цілком передбачуваними результатами.

По-третє, в разі припущення помилки при здійсненні операцій (якщо, скажімо, ситуація на грошовому ринку була невірно спрогнозована) центральний банк може порівняно легко її виправити, вдавнися до протилежних дій. Дана перевага визначається гнучкістю самого механізму операцій на відкритому ринку. Наприклад, у випадку надмірного обмеження грошової маси й кредитних можливостей комерційних банків центральний банк може порівняно легко виправити ситуацію, викупивши певну кількість облигацій у банківських установ країни, а в разі протилежних тенденцій в економіці — виконати зворотні дії.

Переваги операцій на відкритому ринку (оперативність, контрольованість, гнучкість) у системі заходів з реалізації монетарної політики вказують на необхідність їх активного розвитку і в Україні як важливого макроекономічного інструмента регулювання економіки.

На сьогоднішній день даний вид операцій не набув ще визнання як основна підойма впливу центрального банку нашої країни на перебіг макроекономічних процесів і кредитне забезпечення господарства. В Законі України «Про Національний банк України» та Основних напрямках грошово-кредитної політики на 1999 р. до складу «інструментів регулювання грошово-кредитного ринку» віднесено «проведення операцій на кредитному, валютному та фондовому ринках». Проте нині таку діяльність Національного банку України об'єктивно ще не можна зарахувати до операцій на відкритому ринку у розглянутому нами класичному розумінні цього поняття, навіть попри те, що ст. 8 Закону України «Про банки і банківську діяльність» вказує на можливість здійснення Національним банком купівлі-продажу цінних паперів, що випускаються державою, які віднесено до основних засобів грошово-кредитної політики. При цьому в ролі об'єктів цих операцій виступають не лише казначейські зобов'язання, а й власні зобов'язання НБУ (депозитні сертифікати), комерційні векселі, інші цінні папери та боргові зобов'язання. Відсутність конкретизації щодо останніх, низький рівень розвитку корпоративних цінних паперів (у плані як капіталізації, так й інфраструктури), а також світовий досвід реалізації грошово-кредитної політики центральними банками в розвинутих країнах вказують на пріоритетність використання саме державних боргових зобов'язань як основного об'єкта здійснення регулятивних заходів через операції на відкритому ринку.

Ринок облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), початок функціонування якого припадає на березень 1995 р., протягом чотирьох наступних років розвивався у напрямі нарощування обсягів продажів облігацій та залучення грошових ресурсів на покриття бюджетного дефіциту, що відбувалося через аукціони, організацію яких забезпечував Національний банк України (див. табл.).

Аукціони Національного банку України з розміщення облігацій внутрішньої державної позики\*

|  | Роки  |         |          |          |        |
|--|-------|---------|----------|----------|--------|
|  | 1995  | 1996    | 1997     | 1998     | 1999** |
| Кількість проведених аукціонів .....                 | 28    | 285     | 591      | 539      | 16     |
| Кількість розміщених облігацій (тис. шт.) .....      | 294,0 | 31474,1 | 105087,6 | 114747,6 | 6598,2 |
| Сума коштів, залучених до бюджету (млн. грн.) .....  | 304,0 | 3062,9  | 8321,8   | 7923,7   | 500,8  |
| Темпи зростання обсягів залучених ресурсів (%) ..... | —     | 9311    | 272      | 95       | 6,3    |
| Середньозважена доходність по облігаціях (%) .....   | 85,59 | 70,93   | 32,76    | 54,83    | 29,49  |

\* Див.: «Бюлетень НБУ».

\*\* Дані за I півріччя.

Особливий динамізм розвитку ринку ОВДП серед усіх сегментів фондового ринку України характеризується зростанням його капіталізації (за номіналом облігацій, що перебувають в обігу). Дані тенденції були зумовлені переходом від покриття дефіциту державного бюджету за рахунок прямих кредитів НБУ до практики залучення внутрішніх та зовнішніх запозичень. Так, у 1995 р. за рахунок випуску ОВДП було профінансовано 8% бюджетного дефіциту, у 1996 р. — 39, а в

1997 р. — 71%. Це стало одним з важливих елементів формування антиінфляційної спрямованості економічної політики Уряду і НБУ.

Разом з тим у розвитку ринку державних боргових зобов'язань нашої країни від самого початку його створення простежувався цілий ряд негативних моментів.

По-перше, нереальність закладених у бюджет параметрів щодо одержання податкових надходжень та інших обов'язкових платежів зумовила

підтримання відповідних бюджетних витрат за рахунок зростання внутрішнього державного боргу.

По-друге, з метою стимулювання залучення коштів до бюджету по випущених ОВДП встановлювалася надвисока доходність. Так, в окремі періоди 1997—1998 рр. номінальні ставки по облігаціях складали 40—80% річних. Природно, що навіть при кращому рівні рентабельності промислових підприємств у 3—4% за цей самий період неминучим є переплив грошових ресурсів з реальної економіки до фінансового сектора.

По-третє, висока доходність по облігаціях та переваги у податковому законодавстві при відповідних операціях на фінансовому ринку для нерезидентів порівняно з резидентами сприяли залученню іноземного спекулятивного капіталу до фінансування дефіциту державного бюджету, а короткостроковий характер зазначених вкладень — посиленню нестабільності не лише на ринку державних боргових зобов'язань, а й на валютно-му ринку.

По-четверте, внаслідок високих темпів нарощування обсягів внутрішнього державного боргу за умов економічного спаду й відсутності реальних джерел надходження коштів до бюджету дедалі більші суми, залучені через випуск ОВДП, направляються на погашення зобов'язань за попередніми випусками. У результаті сам ринок державних цінних паперів стає дефіцитоутворюючим фактором.

У кінцевому підсумку дані моменти завершуються неможливістю держави виконувати взяті на себе зобов'язання щодо погашення заборгованості по облігаційних позиках. Спекулятивна природа українського ринку ОВДП, за якої Міністерству фінансів України вдавалося розміщувати облігації лише на короткі строки (переважно — 3—6 міс., а в окремі періоди — 1,5—2 міс.) і з високою доходністю (на рівні 70% річних), стала одним з основних факторів фінансової кризи в Україні у 1998 р. За перші 9 місяців цього року витрати на погашення і обслуговування ОВДП склали майже 75% усіх доходів держбюджету (а з урахуванням витрат на обслуговування зовнішнього боргу — 90%). У II півріччі того ж року Мінфін мав виплачувати 1 млрд. грн. щомісяця в рахунок виплат по ОВДП.

Як наслідок, Уряд був змушений піти на реструктуризацію заборгованості по облігаційних позиках, здійснивши їх конверсію. Наприкінці серпня 1998 р. Міністерством фінансів України було конверсовано належні резидентам ОВДП, випущені до 26 серпня 1998 р., а також з строком погашення до 27 серпня 1999 р. та цінні папери з терміном погашення у 2001—2004 рр. Комерційними банками обміняно на конверсійні облігації понад 50% короткострокових ОВДП на суму 1359 млн. грн. За оцінками самого Національного банку України, втрати короткострокової ліквідності у зв'язку з конверсією під час кризи ОВДП у КОВДП становили 700 млн. грн.

За подібних обставин реструктуризація внутрішнього боргу з відстроченням погашення облігацій на 2 роки для нерезидентів і на 3,5—6 років для резидентів (насамперед — комерційних банків) не могла позитивно позначитися на довірі як вітчизняних, так і зарубіжних інвесторів до ринку ОВДП, що призвело, по суті, до його повної руйнації. У такому самому ракурсі слід розглядати постанову Кабінету Міністрів від 30 січня 1999 р. «Про випуск конверсійних облігацій внутрішньої державної позики 1999 року», згідно з якою ОВДП з датами погашення з 2 по 28 лютого 1999 р., власниками яких є комерційні банки-резиденти, підлягали фактично примусовій заміні на конверсійні облігації з різними строками погашення протягом 1999 р. Це стало ще одним підтвердженням кризового стану державних фінансів та ще більшого підриву довіри до емітованих державою боргових зобов'язань.

Природно, що за таких умов говорити про розвиток операцій на відкритому ринку як про активний інструмент грошово-кредитного регулювання досить проблематично, оскільки спочатку мав би бути відроджений сам ринок державних цінних паперів — насамперед, у плані відновлення у потенціальних інвесторів довіри до облігацій, що може бути забезпечено лише при беззастерезній гарантії з боку Міністерства фінансів України своєчасної виплати основного боргу та процентів по державних зобов'язаннях.

Основною умовою для досягнення даної мети є зміни у фінансовій політиці держави. Необхідно внести істотні корективи у практику формування видаткової частини бюджету з огляду на те, що при спаді виробництва не можуть зростати державні витрати. Відтак має бути переглянута і політика запозичень: кожен випуск облігацій повинен бути виваженим і порівнюватися з реальними доходами бюджету з тим, щоб борги в принципі мали джерела сплати процентів і повернення основної суми.

Зрозуміло, що дефіцит державного бюджету потребує наявності механізму його фінансування. В Україні перегляд політики запозичень слід було б здійснити у бік збільшення строків, на які розміщуються державні облігації, що має знизити навантаження на поточні бюджетні витрати. Крім того, необхідно вжити заходів щодо зниження номінальних процентних ставок по облігаціях до рівня кількапроцентного перевищення темпів інфляції, що повинно компенсуватися абсолютною надійністю державних цінних паперів, як це має місце у промислово розвинутих країнах.

Крім розглянутих заходів, спрямованих на раціоналізацію політики у сфері державних запозичень, ключовою умовою нормального випуску держоблігацій є забезпечення їх належної ліквідності. А це, у свою чергу, потребує наявності добре відлагодженого вторинного ринку даних фондів інструментів.

Сама можливість здійснення центральним банком операцій на відкритому ринку залежить від розвитку вторинного фондового ринку в країні, який має забезпечувати не лише належний рівень ліквідності цінних паперів, вільну торгівлю ними, а й встановлення адекватної курсової вартості через ринковий механізм співвідношення попиту і пропозиції. Природно, що розвинута інфраструктура такого ринку передбачає наявність широкої мережі дилерів, спроможних брати участь у регулярних торгах облігаціями, підтримуючи «двосторонній» рух грошових потоків — як купівлі, так і продажу в будь-який момент. До того ж самі комерційні банки не можуть і не повинні виступати основними «гравцями» на ринку державних цінних паперів, оскільки це може стати на заваді реалізації ними своєї основної функції — кредитного обслуговування господарства. Центральний банк при здійсненні операцій на відкритому ринку може мати справу з спеціалізованими фінансовими посередниками такою самою мірою, як і з комерційними банками, що в цілому не позначиться на загальній тенденції до змін кредитних вкладень відповідно до обраного напрямку монетарної політики, адже самі дилери у кінцевому підсумку обслуговуються банківськими установами, а операції з цінними паперами впливають на резерви останніх.

Практичне створення зазначених умов діяльності для комерційних банків значною мірою залежить від інформаційної відкритості ринку державних цінних паперів, що сприяє залученню до нього нових учасників. В Україні, де вторинні торги держоблігаціями здійснюються як на фондовій секції Української міжбанківської валютної біржі, так і на позабіржовому ринку, основна маса угод припадає саме на останній. Водночас інформація про попит і пропозицію облігацій на вторинних торгах і про кількісні показники здійснюваних угод є менш доступною для учасників ринку, що змушує їх орієнтуватися у своїх діях на результати первинних

торгів на аукціонах Національного банку України, інформація про які публікується регулярно.

За цих умов децентралізація вторинного ринку держоблігацій в нашій країні, його інформаційна непрозорість істотно зменшують можливості для виконання даним ринком своєї основної функції — забезпечувати належний рівень ліквідності цінних паперів та безпеку інвестицій. Одним з напрямів розв'язання даної проблеми є нормативне врегулювання процесу надання інформації про торги ОВДП на вторинному ринку.

Крім того, разом із завданнями щодо раціоналізації фінансової політики та вдосконалення організації вторинного ринку державних цінних паперів, які більшою мірою перебувають у компетенції уряду та органів законодавчої влади, для розвитку операцій на відкритому ринку як засобу грошово-кредитного регулювання певних заходів слід було вжити і Національному банку України.

Проводячи таку політику, Національний банк став основним власником пакета державних цінних паперів серед усіх суб'єктів ринку (як резидентів, так і нерезидентів), що здійснювали відповідні інвестиції. Якщо у 1996 р. близько 40% усіх розміщених ОВДП належало НБУ, то в 1998 р. його частка зросла до 65%. Варто зазначити, що лише за січень—серпень 1998 р. (тобто безпосередньо до початку фінансової кризи) Національний банк придбав 75% первинного випуску ОВДП. Є примітним, що навіть у тому разі, коли емісія здійснювалася під приріст валютних резервів, вона значною мірою також була пов'язана з ОВДП — через їх придбання нерезидентами. Зрозуміло, що подібна спрямованість емісії через високу державну заборгованість та її короткі строки формувала істотний інфляційний потенціал, оскільки гроші не перерозподіляються від інших економічних агентів до держави, а створюються центральним банком у міру зростання державних потреб на покриття бюджетного дефіциту, що фактично являє собою те саме, що і пряме кредитування уряду, проте оформлене вже належними фондowymi інструментами. Наслідки такої політики були цілком передбачуваними — дворазове збільшення темпів інфляції у 1998 р. (з 10% до 20%) і девальвація національної валюти (більш як на 80%).

У цьому зв'язку важливо підкреслити такий момент. Для ефективної організації операцій на відкритому ринку Національний банк має здійснювати активні купівлю-продаж цінних паперів на вторинному ринку. Однак труднощі при реалізації цього завдання зумовлені, передусім, тим, що НБУ є основним покупцем облігацій на первинному ринку. Таким чином, основний шлях до оптимізації емісійної діяльності центробанку і ефективного використання на практиці операцій на відкритому ринку як інструмента грошово-кредитного регулювання полягає у відмові Національного банку від операцій щодо вкладання коштів в ОВДП на первинному фондовому ринку (або, принаймні, істотному обмеженні таких операцій).

І хоча у прийнятому 20 травня 1999 р. Законі України «Про Національний банк України», згідно з ст. 54, НБУ заборонено прямо кредитувати уряд, дану заборону слід поширити і на його операції на первинному ринку державних цінних паперів. Не слід забувати, що і чинним з 1991 р. Законом України «Про банки і банківську діяльність» було передбачено подібну норму (ст. 14), однак це не стало на заваді активному використанню емісійного механізму за допомогою придбання центробанком державних цінних паперів. Досить зазначити, що вже на 1 липня 1999 р. портфель належних Національному банку ОВДП (включаючи проценти) становив 15 млрд. грн., тоді як загальний обсяг випущених в обіг облігацій внутрішньої державної позики — 17 млрд. грн.

Важливо звернути увагу і на такий аспект даної проблеми, як заінте-

ресованість самих банківських установ в участі в операціях центрального банку на відкритому ринку, особливо — у світлі зазначених заходів щодо зниження доходності державних боргових зобов'язань. Важливим фактором посилення стимулів у комерційних банків до купівлі держоблігацій, отже, і розвитку операцій Національного банку України на відкритому ринку є можливість при визначенні структури портфеля активів використовувати боргові зобов'язання уряду при формуванні первинних і вторинних резервів.

Включення ОВДП до вторинних резервів як високоліквідних активів, які з мінімальною затримкою і з незначним ризиком втрат можна перетворити на готівку, залежить у кінцевому підсумку від надійності держоблігацій і готовності уряду своєчасно розраховуватися по власних зобов'язаннях. Що ж до первинних резервів, то йдеться не стільки про абсолютно ліквідні активи, які можуть бути негайно використані для виплат по вкладях чи для задоволення заявок на кредити, скільки про дозвіл комерційним банкам зараховувати до складу мінімальних обов'язкових резервів певну частину власних вкладень і ОВДП. Слід зауважити, що надання Національним банком дозволу банківським установам зараховувати в покриття обов'язкових резервів кошти, вкладені у придбанні на аукціонах державні цінні папери, вже мало місце у листопаді 1997 р., однак пізніше цю норму було скасовано. Очевидно, що для розвитку операцій на відкритому ринку в плані формування інтересу комерційних банків до придбання державних боргових зобов'язань слід вважати доцільним перегляд відповідних рішень.

У ролі необхідної умови ефективного здійснення операцій на відкритому ринку як повноцінного інструмента грошово-кредитного регулювання Національному банку можна було б також розглянути окремі аспекти вдосконалення самої технології купівлі-продажу цінних паперів. Здійснення даних операцій може відбуватися в рамках фіксації курсу чи кількості цінних паперів, які центральний банк виставляє для продажу або виявляє готовність їх придбати залежно від спрямованості грошово-кредитної політики. Так, скажімо, реалізація експансивної політики передбачає активне придбання центральним банком цінних паперів у комерційних банків. З цією метою центробанк може оголосити курс, при досягненні якого він скуповуватиме необмежену кількість облігацій, які пропонуватимуться для продажу банківськими установами для поповнення своїх резервів. Інший варіант передбачає фіксацію цілком визначеної кількості цінних паперів, які центральний банк виявить готовність придбати у комерційних банків незалежно від пропонованої ними ціни. При проведенні рестрикційної грошово-кредитної політики дані умови набувають протилежного значення: центральний банк або фіксує ціну, за якою готовий продати необмежену кількість державних боргових зобов'язань, або встановлює загальний обсяг даного виду цінних паперів, які він готовий реалізувати комерційним банкам незалежно від наявного на момент продажу ринкового курсу.

Слід зазначити, що попри однаковий кінцевий результат, який можна отримати при обох варіантах операцій на відкритому ринку, в Україні в умовах нестабільності ринкових процентних ставок, отже, і значних курсових коливань на ринку державних цінних паперів більш придатним для практичного застосування, на нашу думку, є другий варіант, який передбачає фіксацію кількісного параметра купівлі-продажу цінних паперів. Необхідно підкреслити, що лише комплексна реалізація системи розглянутих заходів може сприяти формуванню належних умов щодо використання Національним банком України операцій на відкритому ринку як повноцінного інструмента макроекономічного регулювання.