

Олександр ДЗЮБЛЮК

## ОПТИМІЗАЦІЯ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ В СВІТЛІ ТЕНДЕНЦІЙ ЄВРОПЕЙСЬКОЇ ВАЛЮТНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ

**Резюме.** У статті розглянуті основні напрями реформування економічної системи України в контексті становлення економічного і валютного союзу країн ЄС, що визначає необхідність орієнтації фінансової політики держави на критерії конвергенції «зони євро», а також адаптації основних методів реалізації грошово-кредитного регулювання до стандартів, що їх прийняв Європейський центральний банк. Визначені шляхи вдосконалення механізму застосування основних інструментів реалізації монетарної політики: мінімальних обов'язкових резервів, політики облікової ставки та операцій на відкритому ринку.

**Ключові слова:** Євро, Європейський центральний банк, економічний і валютний союз, конвергенція, грошово-кредитна політика, мінімальні обов'язкові резерви, рефінансування, політика облікової ставки, операції на відкритому ринку.

Особливості реалізації системи заходів з реформування української економіки на ринкових засадах вирішальною мірою залежать від успішності перетворення регулятивного механізму впливу держави на перебіг відтворювального процесу. Центральне місце у даному механізмі в повноцінній ринковій системі належить грошово-кредитному регулюванню, що є найдієвішим інструментом впливу на економіку через масштаби здійснюваних банками кредитних операцій, а відтак і обсяги грошової маси в обігу. Разом із тим, ринкові перетворення у господарстві нашої країни необхідно здійснювати з урахуванням тих основних тенденцій розвитку світової економіки, що визначають можливості входження України на рівноправних, партнерських засадах до числа країн, котрі у перспективі можуть бути інтегровані до європейських економічних структур.

Серед згаданих тенденцій ключовою слід вважати формування згідно з Маастрихтським договором, що набув чинності 1 листопада 1993 р., економічного і валютного союзу європейських країн (ЕВС), який передбачає, по суті, створення єдиної валютно-фінансової системи 11 країн Європейського союзу (ЄС) на базі спільної грошової одиниці – євро. Відповідно до цього договору з 1 січня 1999 р. євро введено у безготівковий обіг країн-членів союзу на основі запровадження постійних фіксованих курсових співвідношень між їхніми національними валютами, а центральні банки 11 держав передали свої повноваження з розробки й реалізації грошово-кредитної політики новоствореному наднаціональному Європейському центральному банку (ЄЦБ), розміщеному у Франкфурті-на-Майні.

Таким чином, фундаментальні зміни економічної політики європейських країн, спрямовані на забезпечення успішного функціонування ЕВС, пов'язані із двома найсуттєвішими 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, що здійснюється ЄЦБ та підпорядкованими йому національними центральними банками з метою підтримання стабільності цін, а також сприяння загальній економічній політиці ЄС.

За таких 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 у ЕВС стандартів. Цілком очевидно, що шляхи розв'язання цього завдання перебувають як у макроекономічній площині, так і в рамках функціонування центрального банку як головного державного органу монетарного регулювання економіки. Макроекономічні аспекти даної проблеми визначаються можливостями обрання як стратегічних цілей економічної політики України «критеріїв конвергенції», сформульованих у Маастрихтському договорі для участі країн у «зоні євро»:

- забезпечення стабільного рівня цін (не більше 1,5 процентних пункти від середнього рівня трьох країн ЄС із найстабільнішими показниками інфляції);
- забезпечення стабільного обмінного курсу національної валюти;
- низький рівень дефіциту державного бюджету (не більше 3% від ВВП) і державного боргу (не більше 60% ВВП);
- 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 використовуються центральними банками розвинутих країн та на сьогодні набувають певних уніфікованих форм у рамках 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 плані використання 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 потребують ще досить серйозних заходів із удосконалення самих механізмів грошово-кредитного регулювання, що має бути спрямовано на досягнення максимального рівня відповідності умовам функціонування ЕВС і Європейської системи центральних банків, а відтак вимагає детальнішого, послідовнішого вивчення зазначених інструментів.

#### *Мінімальні обов'язкові резерви*

Мінімальні обов'язкові резерви – це інструмент грошово-кредитного 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. Вперше мінімальні обов'язкові резерви для комерційних банків на офіційному рівні були запроваджені у США в 1913 р. із створенням Федеральної резервної системи, причому в окремих штатах дані вимоги були встановлені ще раніше. Досвід США пізніше перейняли інші центральні банки, і на сьогодні цей інструмент грошово-кредитного регулювання застосовується майже в усіх країнах з розвинутими ринковими відносинами, включаючи ЄС.

Загалом обов'язкове резервування виконує в економічній системі дві основні функції: по-перше, воно слугує засобом підтримання ліквідності банківських установ і, по-друге, є інструментом регулювання обсягу грошової маси в обігу. Розвиток і взаємозв'язок даних функцій визначає роль мінімальних обов'язкових резервів у сучасних умовах.

Первинною функцією мінімальних резервів було страхування ліквідності кредитних інститутів. Створення централізованого в рамках банківської системи фонду грошових коштів повинно було слугувати надійною гарантією за вкладами клієнтів. Інакше кажучи, мінімальні резерви мали задовольняти інтереси вкладників, коли за тих чи інших обставин могло розпочатися вилучення ресурсів з комерційного банку. Нині роль даної функції для банківської системи загалом пов'язана із забезпеченням стабільності її діяльності, сприяючи, з одного боку, підтриманню безперервності функціонування платіжно-розрахункового механізму, а з іншого – зниженню ризикованості вкладень банків та зменшенню втрат від їхніх можливих банкрутств. Основною ж функцією мінімальних обов'язкових резервів є вплив на кредитний потенціал комерційних банків з метою 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.

Центральний банк періодично змінює норматив обов'язкового резервування залежно від ситуації, що складається на ринку і типу політики, яку він проводить. При обмежувальній (рестрикційній) грошово-кредитній політиці центральний банк підвищує норми обов'язкових резервів, що призводить до зменшення тієї частки ресурсів, яка може бути спрямована комерційними банками на кредитування підприємств і населення, що в результаті призводить до скорочення грошової маси в обігу. Розширювальна (експансивна) монетарна політика, навпаки, передбачає зниження норм обов'язкових резервів, у результаті чого більша частка ресурсів залишається у розпорядженні комерційних банків, надаючи можливість останнім збільшувати обсяги кредитування економічних агентів, що водночас призводить і до нарощування 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, окрім готівки в обігу, ще й величину банківських резервів. Врешті 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 у грошовій базі так чи інакше мають позначатися і на кількості грошей в обігу.

Зазначені моменти загалом характеризують 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 здійснювати комерційні банки. У переважній більшості розвинутих країн мінімальні обов'язкові резерви встановлюються щодо пасивів банківських установ, хоча в окремих країнах (наприклад, в минулому у Франції), можуть встановлюватись і щодо 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). Нині згідно з методикою ЄЦБ резервні вимоги поширюються на всі види банківських депозитів та емітованих цінних паперів за винятком зобов'язань щодо кредитних інститутів, які формують обов'язкові резерви, а також установ Європейської системи центральних банків. Власне ж сам норматив обов'язкового резервування, встановлений нині ЄЦБ, становить 2% (при офіційно закріплених можливостях його зміни від 0 до 10%).

Виконання комерційними банками вимог ЄЦБ щодо мінімального обов'язкового резервування здійснюється шляхом підтримання необхідного залишку грошових коштів на кінець дня на кореспондентському рахунку у відповідному національному центральному банку. При цьому на відміну, скажімо, від Федеральної резервної системи США Європейський центральний банк не приймає до зарахування в резерви залишки готівки у касах комерційних банків.

Виходячи з вищевикладеного, загальну схему застосування мінімальних обов'язкових резервів Національним банком України можна вважати у достатній мірі наближеною до діючої 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 вдосконалення системи обов'язкового резервування для комерційних банків нашої країни.

По-перше, якщо розглянути механізм визначення періоду для нарахування резервів, то цілком очевидно є розбіжність між подекадним нарахуванням резервів, встановленим методикою НБУ, та методами ЄЦБ, згідно, з якими банки формують резерви із запізненням на 1 місяць і 24 дні. У цьому плані доцільно було б розглянути можливості 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 належним чином враховувати коливання залишків депозитів і планувати відповідні активні операції банків, забезпечуючи відповідну дохідність.

По-друге, на відміну від України, ЄЦБ на суму середнього значення обов'язкових резервів протягом періоду підтримання нараховуються і сплачуються 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 у розмірі половини встановленої облікової ставки), що могло б стати важливим засобом підвищення ефективності функціонування кредитних установ загалом.

По-третє, суттєві відмінності є безпосередньо між розмірами встановлених нормативів мінімальних обов'язкових резервів НБУ (15% з 10. 04. 2000 р.) та ЄЦБ (2%), що вказує на нестабільність грошової сфери економіки перехідного періоду. Однак і у цьому відношенні з метою підвищення ефективності механізму обов'язкового резервування можна було б запропонувати ряд 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, внесених на банківські депозити (у Німеччині, наприклад, для вкладів до запитання встановлена прогресивна шкала ставок резервування залежно від розміру депозиту: до 10 млн. німецьких марок – 6,6%, від 10 до 100 млн. марок – 9,9%, понад 100 млн. німецьких марок – 12,1%); 3) залежно від типів кредитних установ, їх розмірів, а також вибору пріоритетів при здійсненні активних операцій.

Саме запровадження елементів диференціювання резервних вимог за різними критеріями слід вважати одним із найперспективніших напрямів розвитку обов'язкового резервування в системі заходів грошово-кредитного 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 інструменту впливу на діяльність комерційних банків, адекватного системі, котру використовує нині Європейський центральний банк.

#### **Політика облікової ставки**

Політика облікової ставки є важливою складовою грошово-кредитного регулювання, яка полягає у змінах процента за позиками, які 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 з метою відновлення

ресурсів, вкладених у кругообіг капіталів підприємств реального сектора, тобто по суті *рефінансування*. У такому аспекті облікова ставка становить суму процента (дисконт), яку утримує центробанк за час від подання векселя до моменту його погашення.

Нині зміст операцій центрального банку з рефінансування здебільшого розглядається у ширшому контексті та включає не лише купівлю векселів (переобліковий кредит) чи позики під заставу цінних паперів (ломбардний кредит), а й процес надання всіх різновидів кредитів центробанку комерційним банкам. Тому облікову ставку можна розглядати як основну (базову) норму процента, яку стягує центральний банк при наданні позик комерційним банкам. У зв'язку з 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. Напрямок зміни облікової ставки центрального банку в кінцевому підсумку залежить від типу грошово-кредитної політики (рестрикційної чи експансивної), що реалізується в даний період, та відповідних цілей регулятивного процесу, спрямованого на обмеження чи розширення кредитних можливостей банківської системи країни.

При найбільш загальному розгляді дія механізму з регулювання центральним банком облікової ставки та її вплив на економіку виглядають наступним чином. У разі проведення рестрикційної грошово-кредитної політики центральний банк має на меті подорожчання процесу рефінансування кредитних установ, а тому піднімає облікову ставку. Це ускладнює для комерційних банків можливість отримати позику в центральному банку й одночасно підвищує ціну грошей, які надають у кредит уже самі комерційні банки. У результаті скорочуються кредитні вкладення в економіку, позаяк знижується попит господарюючих суб'єктів на дорогі банківські позики, а відтак обмежуються й інфляційні тенденції. При експансивній монетарній політиці мета центрального банку полягає у розширенні можливостей комерційних банків щодо рефінансування, у зв'язку з чим рівень офіційної облікової ставки знижується, позаяк банківські установи можуть отримати у своє розпорядження більше ресурсів. Дана спрямованість грошово-кредитної політики сприяє зростанню обсягів кредитних операцій комерційних банків, що відповідає завданню поживлення ділової активності в країні та стимулювання економічного зростання.

Нині діючий набір інструментів ЄЦБ, який він використовує ним для рефінансування комерційних банків, загалом охоплює так звані постійно діючі кредитні та депозитні механізми, що дозволяють впливати на ліквідність банківських установ країн ЄС. До цих механізмів належать:

- депозитні операції («вікно» залучення короткострокових депозитів – deposit facility), що дозволяють комерційним банкам розміщувати короткострокові депозити в національних центральних банках із заздалегідь обумовленою процентною ставкою. Як правило, строки депозитів встановлює 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 у національних центральних банків 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 (позики надають комерційним банкам шляхом купівлі у них векселів підприємств реального сектора, попередньо облікованих цими банками); ломбардні кредити (позики під заставу цінних паперів – комерційних і казначейських векселів, державних облігацій та інших надійних зобов'язань, перелік яких визначає центральний банк); операції РЕПО (угоди про зворотній викуп, що становлять продаж цінних паперів на умовах їх зворотного викупу через певний строк за фіксованою ціною, яка включає ставку процента або її еквівалент); кредитні аукціони (проводять у формі задоволення центральним банком аукціонних заявок комерційних банків на отримання кредитних ресурсів); прямі кредити (як правило, у форму овердрафту за кореспондентським рахунком комерційного банку в національному центральному банку).

Нині в Україні згідно з чинними нормативними активами Національного банку передбачена можливість реалізації всіх зазначених форм рефінансування. Проте в різні періоди реформування економіки їх практичне застосування впроваджувалось поступово, в міру формування ринкових механізмів впливу на господарські процеси. Поетапний розвиток даних операцій здійснювався від прямих кредитів, що були свого роду 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 залишаються переважно операції РЕПО та ломбардне кредитування.

Щодо базових вимог Європейського центрального банку до порядку надання кредитів рефінансування, то вони стосуються насамперед видів цінних паперів, котрі використовують для забезпечення і які мають відповідати високим параметрам надійності й ліквідності (наприклад, наявність юридичної адреси

емітента в «зоні євро», котирування на фондових ринках ЄС, високий рейтинг одного з провідних рейтингових агентств тощо). Такі параметри вочевидь можуть стати об'єктивною перешкодою для оцінки операцій рефінансування НБУ як таких, що адекватні 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 просто як індикатора господарської кон'юнктури та загальної оцінки спрямування монетарної політики центрального банку. Так, при від'ємному значенні облікової ставки у кілька сотень, а то й тисяч процентів (у 1992–1994 рр.), вона сама собою втрачає будь-який сенс як ціна кредиту, а останній виступає тільки як емісійний ресурс. Лише починаючи з кінця 1995 р. реальна облікова ставка НБУ набуває стійкого позитивного значення щодо темпів інфляції.

Однак і в сучасних умовах облікова ставка Національного банку має більшою мірою декларативний, аніж регулятивний характер у зв'язку з незначними обсягами кредитування центральним банком комерційних банків та спрямування останніми значних обсягів ресурсів на ринок держзобов'язань. Таким чином, маємо зворотню реакцію: не ринкові ставки реагують на зміну облікової політики центробанку (як у європейських країнах), а навпаки – ставки міжбанківського кредитування та дохідність ОВДП у кінцевому підсумку визначали динаміку облікової ставки НБУ. Тому основним напрямом вдосконалення політики облікової ставки і механізму рефінансування слід вважати розширення можливостей комерційних банків отримувати кредити у Національному банку, що в принципі можливо в разі зміни пріоритетів у його кредитній активності з ринку держоблігацій (принаймні його первинного сектора) на позичкові операції з комерційними банками.

Реалізація згаданого завдання дала б можливість суттєво розширити сфери застосування політики облікової ставки саме як інструменту грошово-кредитного регулювання. При цьому важливо пам'ятати, що адекватна реакція ринку на зміну процентних ставок центральним банком можлива лише за умов існування належного конкурентного середовища на ринку банківських послуг, коли належний стан ліквідності комерційних банків і доступ до централізованих кредитних ресурсів дозволяє вести ефективну конкурентну боротьбу за клієнта ціновими методами.

#### *Операції на відкритому ринку*

Операції на відкритому ринку є інструментом грошово-кредитного регулювання, зміст якого утворює купівля або продаж центральним банком цінних паперів з метою впливу на ресурсну базу комерційних банків. У даному разі монетарне регулювання здійснюють через зміну портфеля цінних паперів у центральному банку, що залежить від типу політики, на провадження якої спрямовуються відповідні зусилля – кредитної рестрикції (портфель зменшується) або кредитної експансії (портфель збільшується). Здійснювані центробанком операції з купівлі чи продажу цінних паперів з власного портфеля безпосередньо позначаються на кредитних можливостях банківської системи загалом.

При реалізації політики «дорогих грошей» центральний банк продає на ринку цінні папери (тобто зменшує власний портфель), списуючи відповідні суми коштів з резервних або кореспондентських рахунків комерційних банків, що купують ці папери. У результаті скорочується обсяг ресурсів, які банки можуть використовувати для кредитування економіки, що справляє обмежувальний вплив на динаміку грошової маси та рівень ділової активності. З іншого боку, монетарна політика, що набуває спрямованості «дешевих грошей», передбачає придбання центральним банком цінних паперів у комерційних банків (тобто збільшення відповідного інвестиційного портфеля центробанку), що призводить до зростання ресурсної бази банківських установ та дозволяє збільшити обсяг кредитних операцій, стимулюючи тим самим пожвавлення господарської кон'юнктури.

Таким чином, 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. 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 визначає центральний банк. Як правило, основним об'єктом операцій центральних банків на відкритому ринку у розвинутих країнах виступають найнадійніші цінні папери – боргові зобов'язання держави.

Важливо відзначити, що власне механізм зазначених операцій передбачає їх здійснення саме на вторинному фондовому ринку. Інакшими 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 із встановленими в даний період цілями регулювання. Слід зауважити, що у деяких країнах можливості здійснення операцій центрального банку з державними цінними паперами на первинному ринку обмежені й у законодавчому порядку.

Уперше даний інструмент реалізації грошово-кредитної політики почали застосовувати у 20-і рр. в США, а в 30-і рр. – і у Великобританії, що було пов'язано із високим рівнем розвитку ринку цінних паперів у цих країнах. Нині операції на відкритому ринку здійснюють центральні банки практично всіх розви-

нутих країн та по суті визнані як основний інструмент грошово-кредитного регулювання, який використовує Європейський центральний банк.

Активне застосування операцій на відкритому ринку зумовлене рядом переваг даного інструменту грошово-кредитного 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 у прогнозі ситуації на грошовому ринку, її можна порівняно легко виправити, вдавшись до контрактивних дій). Важливість же даного 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 і 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 банків зобов'язань із 14-денним строком погашення та з фіксованою процентною ставкою;
- довгострокові операції з рефінансування, що проводяться кожного місяця у формі стандартних аукціонів за голландською або американською системою із наданням кредитів терміном до 3 місяців;
- операції «тонкого настроювання», що можуть здійснюватись у формі кредитних і депозитних угод, прямого та зворотного РЕПО, а також валютних свопів з метою впливу на кредитні ставки і ліквідність кредитних інститутів у разі непередбачуваних коливань кон'юнктури на грошовому ринку євро;
- структурні операції, що проводяться з метою зміни структури балансу і ліквідності банківської системи у взаєминах з ЄЦБ через емісію боргових сертифікатів і дисконтних боргових зобов'язань.

Як бачимо, в системі інструментів грошово-кредитного регулювання ЕВС поняття операцій на відкритому ринку розглядається у значно ширшому контексті, ніж 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 основний важіль 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» дані операції віднесено до числа основних засобів грошово-кредитної політики, їх практична реалізація пов'язана із певними труднощами.

Насамперед необхідно відзначити, що як об'єкти 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 (у плані як капіталізації, так і 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 провадження регулятивних заходів через операції на відкритому ринку.

Однак неефективна політика уряду в сфері державних запозичень протягом 1996–1998 рр., виявом чого стала надмірна емісія боргових зобов'язань та штучне утримання їх надвисокої дохідності, в кінцевому підсумку призвела до краху ринку ОВДП в Україні та підриву довіри інвесторів до даного виду вкладень, позбавивши Національний банк головного об'єкта реалізації операцій на відкритому ринку, внаслідок чого НБУ перетворився на головного покупця державних боргових зобов'язань. За оцінками самого Національного банку України, втрати короткотермінової ліквідності комерційних банків у зв'язку з конверсією ОВДП під час кризи у 1998 р. становили 700 млн. грн. Природно, що у таких умовах вести мову про розвиток операцій на відкритому ринку як активного інструменту грошово-кредитного регулювання досить проблематично, позаяк спершу має бути відроджений сам ринок державних цінних паперів – насамперед у плані відновлення у 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 з тим, нарівні із завданнями щодо раціоналізації фінансової політики для розвитку операцій на відкритому ринку як засобу грошово-кредитного регулювання певних заходів слід вжити і Національному банку України. Йдеться передусім про необхідність перегляду політики центрального банку нашої країни, за якої він виступає як генеральний агент з обслуговування, розміщення та погашення облігацій. Природно, що дана 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 у інших учасників торгів. Тому основний шлях до оптимізації емісійної діяльності центробанку й ефективного використання на практиці операцій на відкритому ринку як інструменту грошово-кредитного регулювання полягає у відмові Національного банку від операцій щодо вкладання коштів у ОВДП на первинному фондовому ринку (або принаймні суттєвому обмеженні таких операцій). Зрозуміло, що тільки чітке дотримання центральним банком граничних параметрів вкладання коштів у держоблігації на первинному ринку та перенесення основної спрямованості ресурсів на вторинний ринок (з «двостороннім» рухом грошових потоків) може забезпечити умови для надійнішого контролю за приростом грошової маси в економіці через регулювання кредитних операцій комерційних банків.

Нині ж головним інструментом грошово-кредитного 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. Будучи свідцтвами 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 сертифікату визначають у вигляді фіксованої процентної ставки річних, яку встановлюють на період випуску сертифікату, виходячи із пропозицій комерційних банків.

Врешті випуск депозитних сертифікатів можна оцінити як форму «зворотного рефінансування», при якому кредитують 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. Врешті 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 і розвиток у нашій країні повноцінного ринку державних цінних паперів. Очевидно, що за умов існування цих проблем розвиток операцій на відкритому ринку нині може здійснюватись у напрямі розширення набору важелів впливу на діяльність кредитних інститутів за наведеним вище складом інструментів, котрі використовує ЄЦБ.

Загалом розглянуті інструменти грошово-кредитного регулювання утворюють свого роду «класичний набір» тих важелів, за допомогою яких Національний банк України спроможний у достатній мірі ефективно впливати на економічну систему. Проте дієвість механізму реалізації монетарної політики ще не перебуває на рівні, адекватному сучасним вимогам ринкової економіки, та ролі і місця у ній центрального банку, що вказує на необхідність подальшого вдосконалення відповідних регулятивних інструментів за розглянутими вище напрямками і в першу чергу – з урахуванням досвіду методологічних розробок у даній сфері Європейського центрального банку.

#### Література

1. Бурда М., Виплош Ч. Макроекономіка: Європейський контекст / Пер. з англ. – К.: Основи, 1998. – 682 с.
2. Буторина О. В. Евро в России: итоги первого года // Деньги и кредит. – 2000. – № 3. – С. 56-62.
3. Гроші та кредит: Підручник / За ред. проф. Б. С. Івасіва. – К.: КНЕУ, 1999. – 404 с.
4. Михайличенко С. Євро – перший рік після запровадження // Вісник НБУ. – 2000. – № 1. – С. 24–28.
5. Національний банк і грошово-кредитна політика: Підручник / За ред. проф. А. М. Мороза, доц. М. Ф. Пуховкіної. – К.: КНЕУ, 1999. – 368 с.