

ПРОБЛЕМИ ЗМІСТУ І МЕТОДИКИ ВИКЛАДАННЯ ЕКОНОМІЧНОЇ ТЕОРІЇ

Макроекономіка. Підручник

А.А.Гриценко, чл.-кор. НАН України

Інститут економіки та прогнозування НАН України

Т.О.Кричевська, канд. екон. наук

Інститут економіки та прогнозування НАН України

Тема 15. РЕАЛІЗАЦІЯ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ

15.1. Операційний механізм (тактика) грошово-кредитної політики.

15.2. Інструменти грошово-кредитної політики.

Література

1. *Мишкін Ф.* Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків. – К. : Основи, 1998. – 963 с.
2. Положення про регулювання Національним Банком України ліквідності банків України, затверджене постановою Правління Національного банку України від 30.04.2009 № 259 [Електронний ресурс] // Законодавство України. Офіційний сайт Верховної ради України. – Доступний з: <<http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?page=1&nreg=z0410-09>>.
3. *Archer D., Brookes A., Reddell M.* A cash rate system for implementing monetary policy // Reserve Bank of New Zealand Bulletin. – 1999. – Vol. 62, № 1. – P. 4–5.
4. *Bofinger P.* Monetary policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments. – Oxford: Oxford University Press, 2001. – 454 p.
5. The monetary policy of the ECB [Електронний ресурс]. – Frankfurt am Main: European central bank, 2004. – P. 76. – Доступний з: офіційний сайт Європейського центрального банку. <<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2004en.pdf>>.

15.1. Операційний механізм (тактика) грошово-кредитної політики

Оскільки комерційні банки разом із центральним банком є суб'єктами грошової пропозиції, операції, пов'язані з проведенням грошово-кредитної політики, центральний банк здійснює саме з ними.

В еволюції операційного механізму грошово-кредитної політики виокремимо два головних вектори. *Перший вектор* – це перехід від адміністративних (прямих) інструментів регулювання грошового ринку до непрямих (ринкових), що відрізняє центральний банк від інших органів державного регулювання, які використовують переважно адміністративні методи.

Ще до 1980-х років центральні банки активно регулювали грошові ринки за допомогою *прямих, або адміністративних, інструментів*. В 50–70-х роках ХХ ст. центральні банки контролювали як кількісні, так і якісні

(цінові) параметри грошового ринку. Зокрема, дуже поширеним було встановлення граничних розмірів для ставок за депозитами і кредитами банків. Однією з найвідоміших подібних норм була так звана Інструкція Q у США, що була скасована лише на початку 1980-х років. У Німеччині контроль за відсотковими ставками було скасовано у 1967 р. В арсеналі інструментів грошово-кредитної політики Банку Англії до 1979 р. важливу роль відігравали кількісні обмеження щодо операцій банків – так звані "кредитні стелі". Відповіддю на регуляторні обмеження стали фінансові інновації, що давали змогу їх обійти. Наприклад, реакцією на жорсткість обмежень у США, запроваджених після Великої депресії, стала поява ринку євродоларів – переведення операцій з американською валютою у Європу, де обмеження були менш жорсткими.

Втім, відмова від більшості прямих інструментів регулювання параметрів грошового ринку стала наслідком більш масштабних процесів, що сприяли фінансовій лібералізації у 1980-х роках – зміни структури економік, яка вимагала зміни форм її регулювання, посилення впливу неокласичних ідей. Операційний механізм грошово-кредитної політики перебудовувався в напрямку мінімізації втручання центрального банку у розподіл грошових ресурсів. У ряді країн ця тенденція була частиною загальнодержавної політики дерегуляції, або "малої держави", – наприклад, "рейганоміки" в США і "тетчеризму" у Великій Британії. В результаті сформувався інструментарій грошово-кредитної політики, що включає ринкові операції центрального банку: торгівлю цінними паперами, кредитування і залучення коштів від банків – та єдиний прямий інструмент – обов'язкові резервні вимоги.

Другий вектор в еволюції операційного механізму грошово-кредитної політики – це перехід від регулювання кількісних параметрів грошового ринку до якісних, тобто відсоткових ставок.

Продемонструємо відмінність між цими двома підходами, показавши, як досягається рівновага на грошовому ринку в умовах націлювання на грошову пропозицію й відсоткові ставки.

Нехай в економіці відбувається підвищення попиту на гроші, скажімо, внаслідок зростання реального обсягу виробництва. На рис. 1 це відображається переміщенням праворуч кривої попиту на гроші з положення M_D^1 в положення M_D^2 . Якщо центральний банк розглядає стабільність грошової одиниці перш за все як стабільність грошової пропозиції, то він не вдаватиметься до жодних дій, і крива грошової пропозиції залишатиметься в положенні M_S^1 . В результаті рівноважна відсоткова ставка зросте з r_1 до r_2 .

Якщо ж цільовим орієнтиром грошово-кредитної політики є відсоткова ставка, то у відповідь на зростання попиту на гроші центральний банк збільшить пропозицію грошей (крива пропозиції грошей переміститься з положення M_S^1 у положення M_S^2), і відсоткова ставка залишиться на рівні r_1 (рис. 2).

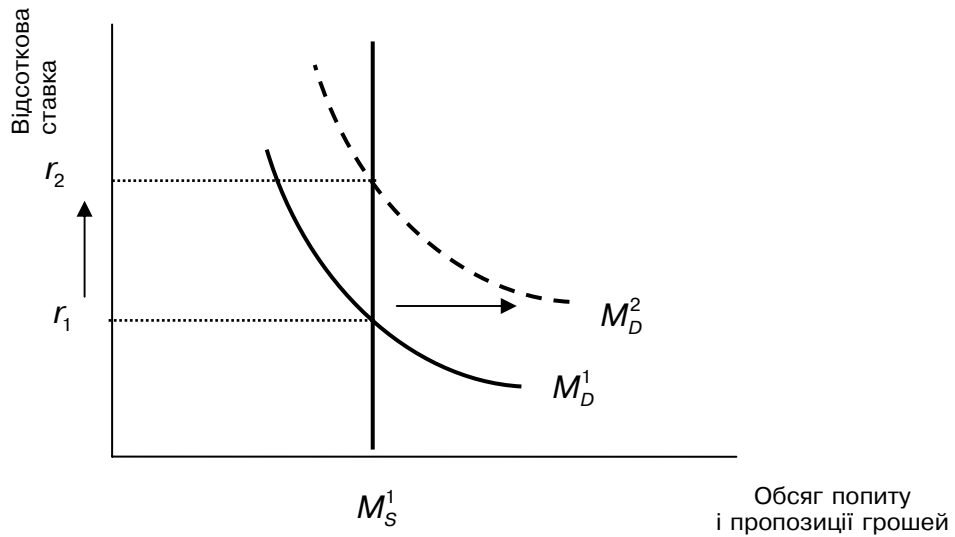


Рисунок 1. Встановлення рівноваги на грошовому ринку за використання цільового орієнтиру – грошової пропозиції

Джерело: Мишкін Ф. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків. – К. : Основи, 1998. – С. 536.

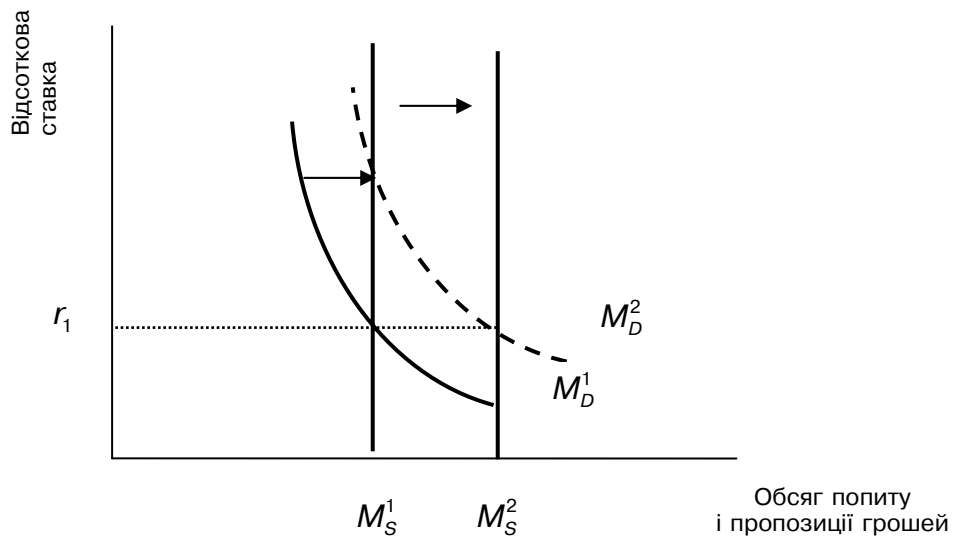


Рисунок 2. Встановлення рівноваги на грошовому ринку за використання цільового орієнтиру – відсоткової ставки

Джерело: Мишкін Ф. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків. – К. : Основи, 1998. – С. 537.

Швидкий розвиток фінансових ринків і відповідно розширення спектра і величини фінансових активів значно обмежили ефективність кількісного регулювання центральним банком грошового ринку. Тому в розвинених ринкових економіках відбувся перехід до використання відсоткових ставок грошового ринку як операційних орієнтирів грошово-кредитної політики. Саме ж прискорення розвитку фінансового сектора в 1980-х роках стало наслідком фінансової лібералізації – скасування прямого контролю центральних банків над відсотковими ставками і кількістю кредитів, розширення можливостей банків щодо проведення операцій на фінансовому ринку (наприклад, скасування Закону Гласа-Стігала, що забороняв банкам займатися інвестиційною діяльністю, у США). Перехід від регулювання кількості грошей і кредиту до регулювання "ціни грошей" – відсоткової ставки – можна розглядати і в контексті ліберальної економічної парадигми, згідно з якою саме ціновий механізм є ефективним регулятором ринку.

Розглянемо тепер технічний бік операційного механізму грошово-кредитної політики.

Спроможність центрального банку впливати на грошову масу забезпечується завдяки монополії центрального банку на емісію готівки, ролі центрального банку в платіжних системах, його функції кредитора останньої надії та вимогам щодо обов'язкового резервування.

Джерелами попиту комерційних банків на гроші центрального банку є:

- попит на готівку, монопольним емітентом якої є центральний банк;
- попит на гроші для проведення щоденних трансакцій;
- попит для виконання резервних вимог центрального банку.

Проте сьогодні значна частина потреб банків щодо забезпечення безперебійності розрахунків задовольняється на міжбанківському ринку. Тому операційний механізм грошово-кредитної політики будується таким чином, щоб забезпечувати постійну залежність банків від центрального банку.

Центральні банки здебільшого виступають у ролі нетто-постачальника (нетто-кредитора) на грошовому ринку, тобто за допомогою різних інституційних механізмів підтримують постійну потребу банків у їх кредитах, або, іншими словами, підтримують структурний дефіцит ліквідності на грошовому ринку. Можливий і альтернативний спосіб впливу центрального банку на грошовий ринок – у ролі нетто-дебітора, коли на грошовому ринку підтримується структурний надлишок ліквідності. Втім, центральний банк є більш успішним у ролі чистого кредитора, оскільки в цьому випадку він має більший контроль над відсотковими ставками. Виступаючи ж у ролі чистого дебітора, він змушений конкурувати з іншими позичальниками і тому має менший вплив на відсоткові ставки. Окрім того, операції із залучення коштів пов'язані з витратами, оскільки центральний банк сплачує відсотки за депозитами банків. Центральний банк опиняється у ролі чистого дебітора на грошовому ринку, наприклад, у ситуації значних припливів капіталу, що наповнює економіку ліквідністю. Щоб перейти від позиції нетто-дебітора до нетто-кредитора в умовах масованого припливу капіталу, центральні банки у Чеській Республіці і Польщі сприяли розвитку

ринку державних цінних паперів з тим, щоб останній міг активно абсорбувати ліквідність, яка зростала внаслідок викупу центральним банком іноземної валюти на валютному ринку¹. З цією метою може також застосовуватися підвищення нормативів обов'язкового резервування.

В багатьох випадках основною операційною ціллю грошово-кредитної політики (у явному чи неявному вигляді) є міжбанківська відсоткова ставка за кредитами овернайт. Такий вибір знову має як технічні, так і більш глибокі підстави. Почнемо з технічних. Відсоткові ставки овернайт міжбанківського ринку є відправною точкою у формуванні відсоткових ставок. У кінці операційного дня дефіцити і надлишки вільних коштів банків за результатами розрахунків між банками усуваються за допомогою міжбанківського ринку овернайт. Ставка овернайт є найкоротшою ринковою ставкою (в деяких платіжних системах використовуються внутрішньоденні кредити з нульовою ставкою, але в кінці дня такі кредити необхідно погасити, і для цього використовуються операції овернайт). Вплив ставки овернайт на інші відсоткові ставки пояснюється тим, що банк може в принципі надати кредит своєму позичальнику за рахунок отриманого на міжбанківському ринку кредиту овернайт. Банк же, що має вільні кошти, може обирати між наданням їх у кредит на ринку овернайт іншому банку, придбанням цінних паперів чи наданням нефінансовому сектору більш довгострокових кредитів. Таким чином, очікування щодо динаміки ставки овернайт протягом строку до погашення цінного паперу впливатиме на його ціну, а отже, і відсоткову ставку. Аналогічно очікування щодо ставки овернайт протягом періоду, на який фіксується ставка за кредитом, впливатиме на розмір цієї ставки. Ставка овернайт є ефективним об'єктом регулювання з боку центрального банку також завдяки близькості між механізмами кредитування овернайт на міжбанківському ринку і відповідними операціями центрального банку. Якщо за іншими операціями центральних банків існує більше вимог до банків-контрагентів, то за операціями овернайт переважно існують лише обмеження, пов'язані з наявністю застави, і то не завжди, а проводяться ці операції за ініціативою комерційних банків. Це максимально наближує названі інструменти до тих, які використовуються на міжбанківському кредитному ринку, тому зміна ставок центрального банку за цими інструментами матиме значний вплив на ставки міжбанківського ринку.

Методологічні, глибокі підстави вибору короткострокової відсоткової ставки як операційної цілі грошово-кредитної політики пов'язані з пануванням ліберальної економічної парадигми. Згідно з цим підходом, безпосередній вплив центрального банку на ринкові відсоткові ставки за операціями зі строками, що відповідають строкам кредитування економічних агентів, спотворює роботу ефективного ринкового механізму розподілу емісійних коштів. Отже, завдання грошово-кредитної політики в такому разі – дати загальний експансійний чи обмежувальний імпульс економіці, а ринковий механізм поширить його серед економічних агентів у найефе-

¹ Carare A., Schaechter A., Stone M., Zelmer M. Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting // IMF Working paper. – 2002. – № 102. – 39 p.

ктивніший спосіб. Згідно з так званою гіпотезою ринкових очікувань, прибутковість довгострокових інструментів є середнім геометричним очікуваних доходів за короткостроковими інструментами. Премія за ризик береться фіксованою. Проте в умовах глобальної фінансово-економічної кризи 2007–2009 років премія за ризик, що визначається довірою до ринкового середовища, різко зросла. У результаті загальні стимулюючі імпульси грошово-кредитної політики не поширювалися в економіці, і центральні банки змушені були вдаватися до регулювання і стимулювання роботи окремих сегментів фінансового ринку.

Центральні банки використовують різні підходи до регулювання ставок грошового ринку. Трьома основними елементами такого регулювання є, по-перше, спосіб і жорсткість обмеження коливань короткострокової ставки міжбанківського ринку, що виконує роль операційної цілі грошово-кредитної політики; по-друге, так званий основний інструмент грошово-кредитної політики, за допомогою якого здійснюється вплив на величину ринкової кредитної ставки і, по-третє, система механізмів та інструментів зниження волатильності ставки, що є операційною ціллю грошово-кредитної політики, та реагування на загальні шоки ліквідності.

Розглянемо два різних підходи до обмеження коливань відсоткової ставки – операційної цілі грошово-кредитної політики.

Перший підхід – це встановлення коридору її коливань. У цьому разі центральний банк здійснює операції *на вимогу* банків-контрагентів за цими ставками. Коридор ефективно обмежує міжбанківські ставки овернайт, оскільки попит банків на депозити і кредити за відповідними ставками задовольняється повністю. Центральні банки встановлюють коридор відсоткових ставок таким чином, що ставка за депозитним інструментом центрального банку формує нижню межу ставок овернайт міжбанківського ринку, а ставка за кредитами овернайт від центрального банку, відповідно, верхню межу (більш детально про механізм дії такого коридору див. нижче, де буде розглянуто постійно діючі інструменти рефінансування і абсорбції ліквідності). Перевагою цього підходу є відсутність потреби у щоденному прийнятті рішень центральним банком щодо структури і суми операцій, що найбільше відповідатимуть досягненню цільової відсоткової ставки². Такий підхід використовує Європейський центральний банк (ЄЦБ).

ЄЦБ офіційно не оголошує цільовий орієнтир щодо ринкових відсоткових ставок, проте в ряді його офіційних публікацій зазначається, що він надає особливої уваги короткостроковим ставкам грошового ринку, зокрема ставці овернайт міжбанківського ринку EONIA (Euro OverNight Index Average), що розраховується як середньозважена ставка за кредитами овернайт, які надаються на міжбанківському ринку вибіркою з 50 банків³. Як бачимо на рис. 3, ЄЦБ ефективно обмежує коридор коливань ставки EONIA. Цей коридор утворюється за допомогою постійно діючих механізмів

² Archer D., Brookes A., Reddell M. A cash rate system for implementing monetary policy // Reserve Bank of New Zealand Bulletin. – 1999. – Vol. 62, № 1. – P. 4–5.

³ The monetary policy of the ECB. – Frankfurt am Main: European central bank, 2004. – P. 76. – <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2004en.pdf>.

мів рефінансування строком овернайт (marginal lending facility) і абсорбції ліквідності строком овернайт (deposit facility).



Рисунок 3. Ставки за операціями Європейського центрального банку і ставка овернайт міжбанківського ринку (Euro Overnight Index Average – EONIA)

Джерело: Banque de France. Key ECB interest rates and short-term interest rates. – 15 April. 2011. – P. 35. – <http://www.banque-france.fr/gb/statistiques/telechar/base/zoneeuro/zatx001.pdf>.

Другий підхід до обмеження коливань відсоткової ставки – операційної цілі грошово-кредитної політики – передбачає проведення дискреційних операцій центрального банку з метою наближення ринкових ставок до цільового значення. Перевагою цього підходу є зростання передбачуваності ставки овернайт для ринку, а отже, зменшення волатильності всіх короткострокових ставок. Він, зокрема, використовується Федеральною резервною системою (ФРС) – центральним банком США.

ФРС встановлює цільовий орієнтир щодо середньозваженої ставки міжбанківського ринку за кредитами овернайт – так званої ставки за федеральними фондами (federal funds rate). Цільова ставка за федеральними фондами (federal funds target rate) визначається на засіданні Федерального комітету з операцій на відкритому ринку США, які зазвичай проводяться вісім разів на рік, приблизно раз на сім тижнів. У разі потреби Комітет може проводити і позачергові засідання і змінювати цільову ставку поза звичайним розкладом.

Другим елементом системи регулювання центральним банком ставок грошового ринку є так званий основний інструмент грошово-кредитної політики, з допомогою якого центральний банк реагує на зміни в потребах ліквідності. Серед спектра ставок за різними інструментами рефінансування та мобілізації надлишкової ліквідності центральний банк

обирає одну ставку, яку називають базовою або ключовою, за допомогою якої він впливає на короткострокові ставки грошового ринку. Залежно від того, як складається ситуація на грошовому ринку – переважно як загальний дефіцит ліквідності чи її надлишок, – цим основним інструментом стає відповідно інструмент надання чи абсорбції ліквідності.

На перший погляд, вибір центральним банком строку погашення головного інструменту монетарної політики має відповідати строкам погашення тих кредитів домогосподарствам і фірмам, що превалюють у трансмісійному процесі. Проте, як уже зазначалося, в сучасній грошово-кредитній політиці береться до уваги також те, що довший строк погашення для інструменту центрального банку сприяє посиленню спекулятивної активності його контрагентів (обумовлюючи вищі потенційні прибутки у разі відповідності очікувань контрагента ухваленому центральним банком рішення). Окрім того, інструмент грошово-кредитної політики має сприяти ефективному оперативному управлінню ліквідністю кредитних інституцій. Також, обираючи досить короткий строк погашення для базового інструменту грошово-кредитної політики, центральний банк досягає того, що частина кривої доходності зі строком погашення понад один рік чітко відображає інфляційні очікування учасників ринку, що у свою чергу стає важливим джерелом інформації для центрального банку⁴. Таким інструментом у Європейського центрального банку є основні операції з рефінансування (main refinancing operations) – тендери з надання кредитів рефінансування строком погашення як правило, один тиждень, що проводяться регулярно один раз на тиждень⁵. В арсеналі грошово-кредитної політики ФРС основним інструментом є операції на відкритому ринку з купівлі-продажу цінних паперів (особливості цього інструменту буде розглянуто нижче, в п. 15.2 лекції).

Коридор коливань короткострокових ринкових ставок утворюється саме відносно відсоткової ставки за цим основним інструментом грошово-кредитної політики; цей коридор може бути як симетричним, так і несиметричним.

Третій елемент регулювання відсоткових ставок – це система механізмів та інструментів, націлених на зниження волатильності ставки, що є операційним цільовим орієнтиром центрального банку. До таких механізмів належать обов'язкове резервування з усереднюванням, операції точного настроювання та ін. Обов'язкові резервні вимоги центральних банків, з якими ми познайомилися, розглядаючи пропозицію грошей у темі 11, устанавлюються центральними банками таким чином, що банки мають виконувати їх не щодня, а в середньому за період, як правило, місяць. Тому у разі значних коливань ставки міжбанківського ринку банки можуть відмовитися від запозичень, а натомість зменшити суму

⁴ Monetary policy instruments of the Magyar Nemzeti Bank / Magyar Nemzeti Bank official web site. – P. 3–4. – <http://english.mnb.hu>.

⁵ The implementation of monetary policy in the Euro area. General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures. – February 2011. – Frankfurt am Main: European central bank, 2011. – P. 10. – <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2011en.pdf>.

резервів, чи навпаки, у разі наявності вільної ліквідності, не надавати кредити на міжбанківському ринку за надто низькою ставкою, а сформувати більші резерви. Окрім обов'язкових резервних вимог, центральні банки у ситуації шоків ліквідності можуть також використовувати спеціальні нерегулярні операції – так звані інструменти точного настроювання (*fine tuning operations*). Наприклад, ЄЦБ в разі потреби, в останні дні періоду резервування або у ситуації шоків ліквідності може проводити такі операції у формі операцій репо, валютних свопів чи залучення від банків депозитів на фіксований термін.

За умов фіксованого валютного курсу управління відсотковими ставками ускладнюється, оскільки банківська система отримує ліквідність не через кредити центрального банку, а за посередництвом операцій центрального банку на валютному ринку – валютні інтервенції. Через це центральному банку не вдається ефективно управляти внутрішніми відсотковими ставками. Саме така ситуація існує і в Україні (рис. 4). Як бачимо, за винятком періоду гострої фази кризи в кінці 2008 – першому кварталі 2009 року, відсоткові ставки за кредитами овернайт Національного банку України і ставки за короткостроковими депозитними сертифікатами Національного банку України утворювали коридор для ставки міжбанківського ринку за кредитами овернайт, але порівняно з Європейським центральним банком ширина цього коридору є надто великою, щоб справді обмежувати ринкові ставки. Більше того, з кінця 2009 до кінця 2010 року операції з кредитування овернайт взагалі не проводили. Операції ж абсорбції ліквідності проводили на різні строки і за механізмом тендеру.

Як було показано, сучасний операційний механізм грошово-кредитної політики націлений на регулювання цінових параметрів грошового ринку. Проте в умовах кризи центральні банки розвинутих економік, у яких механізм управління відсотковими ставками працював дуже добре, зіткнулися з тим, що механізм грошово-кредитної політики, побудований на основі відсоткового каналу, став неефективним. Прагнучи здолати кризу, провідні центральні банки мінімізували відсоткові ставки за своїми операціями до нечувано низьких рівнів. Наприклад, Банк Англії знизив офіційну ставку з 5,5% на кінець 2007 р. до 0,5% у березні 2009 р. – найнижчого в його 315-річній історії рівня, у США цільовий коридор федеральної резервної ставки в грудні 2008 р. було знижено до 0,00–0,25%, в Японії ключову ставку центрального банку в грудні 2008 р. було встановлено на рівні 0,1%, у Канаді в квітні 2009 р. цільовий орієнтир для ставки овернайт міжбанківського ринку було знижено до 0,25%, у зоні євро ставка за основними операціями рефінансування у травні 2009 р. досягла 1%, у Швейцарії в березні 2009 р. цільовий діапазон для 3-місячної ставки LIBOR було встановлено на рівні 0,00–0,75%. Швеція в липні 2009 р. взагалі пішла на винятковий крок – встановила відсоткову ставку за депозитами банків у Ріксбанку на рівні -0,25% (тобто, по суті, впровадила плату за невикористання банками ресурсів для кредитування економіки). Проте криза довіри зробила ринкові ставки нечутливими до змін ставок за операціями центральних банків. Це змусило центральні банки перейти від

регулювання відсоткових ставок до регулювання ліквідності банківської системи або окремих фінансових ринків.

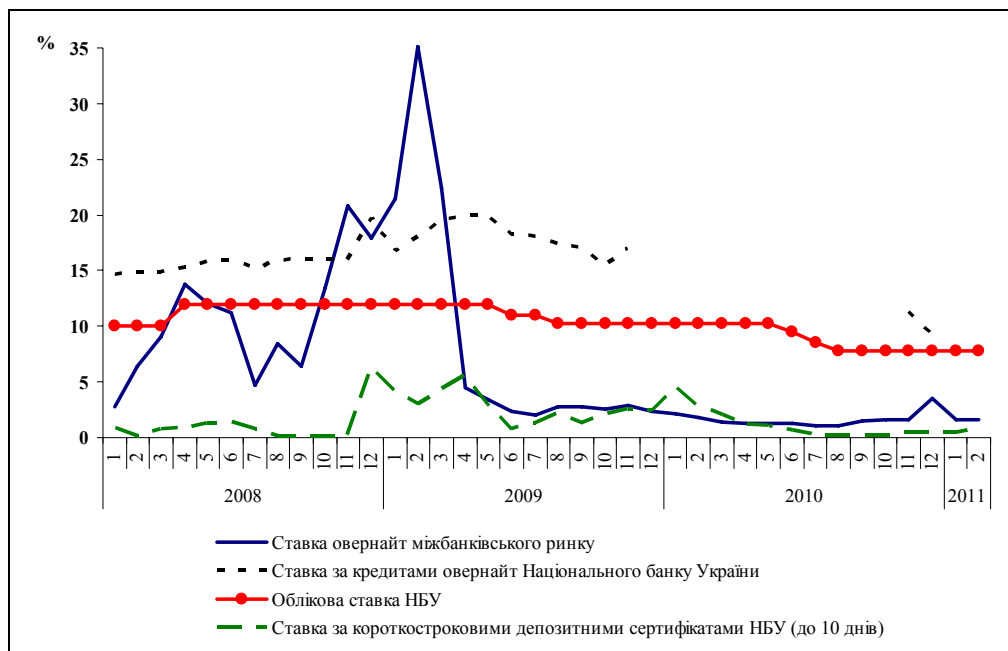


Рисунок 4. Відсоткові ставки за операціями Національного банку України та ставка міжбанківського ринку овернайт

Джерело: побудовано за даними офіційного сайту Національного банку України www.bank.gov.ua

Зокрема, у Великій Британії Банк Англії кожного місяця разом із встановленням офіційної відсоткової ставки почав встановлювати цільовий показник для суми купівлі активів за рахунок резервів центрального банку. Новою операційною ціллю стала сума викупу активів центральним банком (175 млрд ф. ст. — на 2009 р. і 200 млрд — на 2010 р.).

Ефективною операційною ціллю грошово-кредитної політики сума ліквідності банківської системи, тобто сума її резервів, що зберігаються в центральному банку, виявляється загалом у тих економіках, де з різних причин не працює відсотковий канал монетарної трансмісії.

15.2. Інструменти грошово-кредитної політики

З метою досягнення цілей грошово-кредитної політики центральні банки можуть впливати на параметри грошового ринку за допомогою таких інструментів:

- постійно діючі механізми рефінансування (standing facilities for refinancing purposes);
- постійно діючі механізми абсорбції (вилучення) ліквідності (standing facilities for absorption purposes);

- операції аутрайт на відкритому ринку (outright open market operations);
- операції репо на відкритому ринку;
- регулярні та нерегулярні операції з рефінансування;
- регулярні та нерегулярні операції з вилучення ліквідності, в тому числі шляхом випуску власних боргових зобов'язань центрального банку;
- вимоги щодо мінімальних резервів;
- інтервенції на валютному ринку;
- валютні свопи.

Постійно діючі механізми рефінансування

Постійно діючий механізм рефінансування – це, як правило, безлімітна кредитна лінія для банків строком на один день, тиждень, місяць і навіть, можливо, кілька місяців. Здебільшого це кредити овернайт, що погашаються наступного робочого дня. Такі кредити центральний банк може надавати банкам під заставу або без застави, але за умови виконання певних регулятивних норм. Макроекономічна функція цих операцій полягає у встановленні верхньої межі для відсоткової ставки за операціями з аналогічним строком погашення на міжбанківському кредитному ринку. Він діє таким чином. Як було показано в темі 11, банки зберігають обов'язкові і вільні резерви на рахунках в центральному банку. Вільні резерви необхідні для своєчасного виконання зобов'язань (як планових, так і форс-мажорних). Банки, з одного боку, зацікавлені в мінімізації обсягів вільних резервів, оскільки останні не приносять ніякого доходу. З іншого боку, вони мають забезпечувати безперебійне виконання розрахунків. Здійснюючи управління вільними резервами, банки у разі наявності невикористаних коштів пропонують їх у кредит на міжбанківському ринку, а в разі дефіциту – запозичують їх на міжбанківському ринку. Оскільки з центральним банком вони мають постійно діючу кредитну лінію, то жоден банк не здійснюватиме запозичення на міжбанківському ринку, якщо ставки за цими кредитами перевищуватимуть ставку за операціями центрального банку за постійно діючими механізмами рефінансування з відповідними строками погашення.

В Україні ця операція має назву постійно діючої лінії рефінансування шляхом надання кредиту овернайт.

Національний банк України може надавати банкам кредити овернайт:

- під забезпечення державними облігаціями України (крім облігацій зовнішньої державної позики України) або депозитними сертифікатами (кредит овернайт під забезпечення);
- без забезпечення (кредит овернайт бланковий).

Рішення щодо надання бланкових кредитів чи кредитів із заставою Національний банк ухвалює залежно від ситуації на грошовому ринку. Національний банк щоденно оголошує банкам відсоткові ставки за креди-

тами овернайт на наступний робочий день, розмір яких може бути диференційованим залежно від забезпечення.

Умовою доступу банків до цього механізму є виконання деяких загальних регулятивних умов, таких як наявність ліцензії, відсутність простроченої заборгованості за кредитами Національного банку тощо та укладання генеральної кредитної угоди з Національним банком строком на один рік⁶.

Постійно діючі механізми абсорбції ліквідності

Постійно діючі механізми абсорбції ліквідності дають можливість банкам розмістити вільні резерви в центральному банку і отримати відповідний відсотковий дохід. Їхня регулятивна функція полягає у встановленні нижньої межі для ставки міжбанківського кредитування з відповідним строком погашення.

В Україні ці операції здійснюються у формі розміщення серед банків депозитних сертифікатів Національного банку строком овернайт. Втім, на відміну від кредитів овернайт Національний банк для абсорбції коштів використовує механізм тендерів – або процентних, або кількісних. *Процентний тендер* – це тендер, під час оголошення якого банки самі, у своїх заявках до Національного банку, зазначають ціну (відсоткову ставку), за якою вони погоджуються одержати кредит рефінансування або розмістити кошти. У разі проведення процентного тендера з розміщення депозитних сертифікатів овернайт з оголошенням загального обсягу коштів, що залучаються Національним банком, без визначення ціни їх залучення, банки самостійно пропонують суму та відсоткову ставку, за якою вони погоджуються вкласти кошти в депозитний сертифікат. Національний банк на підставі заявок, що надійшли від банків, а також урахувуючи оперативний моніторинг відсоткових ставок на міжбанківському ринку, самостійно визначає прийнятну для залучення коштів відсоткову ставку і здійснює розміщення депозитних сертифікатів у межах оголошеного обсягу на цей тендер, починаючи з найменшої відсоткової ставки. Якщо оголошений обсяг залучення коштів менший, ніж сума коштів, зазначених у заявках банків з однаковою відсотковою ставкою, то розміщення депозитних сертифікатів здійснюється пропорційно між цими банками.

Кількісний тендер – це тендер, на якому Національний банк наперед установлює ціну (відсоткову ставку), за якою банки можуть одержати кредити рефінансування або розмістити в Національному банку кошти. Сума коштів, що пропонується для рефінансування або для розміщення, може оголошуватися або не оголошуватися. Національний банк у разі проведення кількісного тендера розміщує депозитні сертифікати серед банків відповідно до черговості поданих заявок до закінчення суми, що пропонується для залучення, виходячи з цілей регулювання грошового ринку.

⁶ Положення про регулювання Національним банком ліквідності банків України затверджене постановою Правління Національного банку України від 30.04.2009 р. № 259 // Офіційний сайт Верховної ради України. Законодавство України. – <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?page=1&nreg=z0410-09>.

Операції аутрайт на відкритому ринку

Відкритий ринок – це ринок, на якому здійснюються операції з купівлі-продажу цінних паперів між особами, що не є первинними кредиторами та позичальниками, і кошти внаслідок продажу цінних паперів на такому ринку надходять на користь держателя цінних паперів, а не їх емітента.

Операції аутрайт на відкритому ринку – це операції купівлі або продажу центральним банком цінних паперів у банків. Об’єктом таких операцій переважно виступають державні цінні папери. Купуючи цінні папери, що є в портфелі банків, центральний банк збільшує ліквідність банківської системи і сприяє зниженню відсоткових ставок. Навпаки, продаючи цінні папери зі свого портфеля, центральний банк вилучає ліквідність з грошового ринку і штовхає вгору відсоткові ставки. Як бачимо, за допомогою цих операцій центральний банк безпосередньо впливає на кількісні параметри грошового ринку, тому операції аутрайт рідше використовують для регулювання відсоткової ставки. Вони більше придатні для коригування значних і тривалих дисбалансів на грошовому ринку. Обсяг цих операцій і спектр цінних паперів, з якими їх проводили центральні банки, значно зріс під час глобальної фінансової кризи 2007–2009 рр., коли їх використовували для відновлення роботи сегментів фінансового ринку шляхом створення попиту на відповідні цінні папери з боку центрального банку.

В Україні Національний банк може здійснювати операції купівлі і продажу державних цінних паперів як на організованому фондовому ринку за власною ініціативою, так і на позабіржовому ринку – як правило, за ініціативою банків, зацікавлених у терміновій купівлі чи продажу цінних паперів.

Як і ряд інших центральних банків, під час кризи Національний банк активно викупував державні облігації (рис. 5).

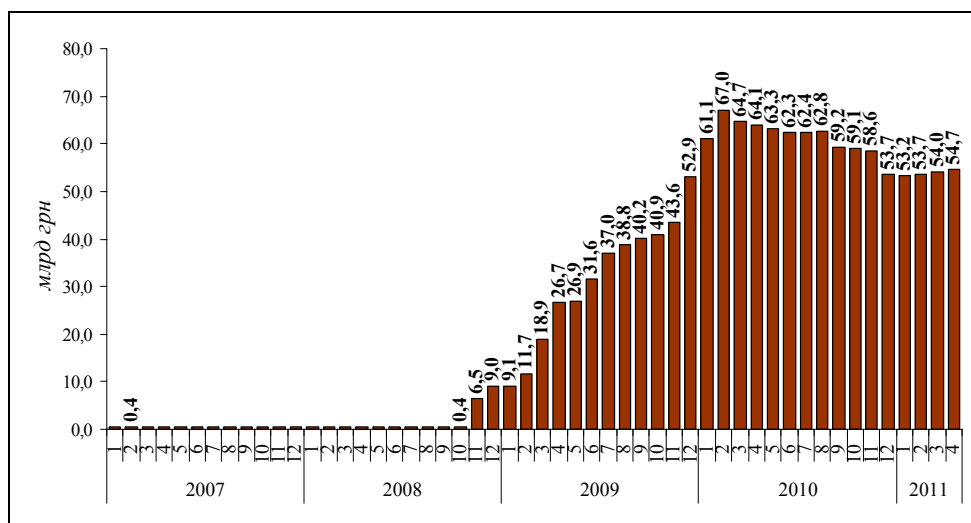


Рисунок 5. Динаміка вимог НБУ до Уряду за цінними паперами

Джерело: побудовано за даними офіційного сайту Національного банку України. – www.bank.gov.ua.

Ці операції здійснювалися в рамках механізму рекапіталізації банків. Обов'язковий викуп Національним банком України державних облігацій України здійснювався на виконання вимог Закону "Про державний бюджет на 2009 рік" та ст. 2 Закону України "Про першочергові заходи щодо запобігання негативним наслідкам фінансової кризи та про внесення змін до деяких законодавчих актів України", згідно з якою Національний банк був зобов'язаний здійснити викуп цінних паперів, випущених Урядом з метою капіталізації банків.

Операції репо на відкритому ринку

Операції репо (repurchase operations) – це угоди купівлі (продажу) із зобов'язанням зворотного продажу (купівлі) через визначений проміжок часу за наперед встановленою ціною. Операція купівлі центральним банком у банку цінних паперів з подальшим зобов'язанням банку викупити ці цінні папери називається операцією прямого репо і є кредитною за своєю суттю. В Україні такі операції проводяться з державними облігаціями України і банківськими металами. Операція продажу центральним банком цінних паперів банку з подальшим зобов'язанням центрального банку викупити ці цінні папери називається операцією зворотного репо і є депозитною за своєю суттю. В Україні такі операції проводяться з державними облігаціями України. У більшості розвинутих економік саме операції репо є основним інструментом грошово-кредитної політики. У разі, якщо центральний банк використовує як операційну ціль відсоткову ставку, він застосовує механізм кількісних тендерів. Якщо ж виникає потреба у виконанні завдань щодо ліквідності, суми резервів банківської системи, найбільш придатним стає механізм процентного тендера, за якого центральний банк встановлює кількісний обсяг операцій.

Регулярні та нерегулярні операції з рефінансування

Надання банкам кредитів під заставу є традиційним інструментом грошово-кредитної політики. Однією з перших історичних форм кредитування банків центральним банком було дисконтування (надання позичок на меншу суму, з дисконтом) векселів, які банки у свою чергу викупували з дисконтом у своїх клієнтів. Наприклад, до 1920 року ФРС США надавала кредити банкам виключно шляхом дисконтування векселів. Після спаду 1920–1921 рр. обсяг таких позичок різко зменшився, і в пошуках нових джерел отримання доходу ФРС почала купувати цінні папери, фактично відкривши інструмент операцій на відкритому ринку⁷.

Національний банк України надає банкам кредити рефінансування строком до 14 днів і до 90 днів шляхом проведення кількісного, або процентного, тендера. Тендери проводяться щосереді з такою періодичністю: три середі підряд – рефінансування строком до 14 днів; одна середа – рефінансування строком до 90 днів. НБУ може також оголошувати позачергові тендери. У забезпечення кредитів рефінансування НБУ може приймати:

⁷ Мишкін Ф. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків. – К., 1998. – С. 542.

- державні облігації України (облігації внутрішньої державної позики України, облігації зовнішньої державної позики України, цільові облігації внутрішньої державної позики України);
- державні облігації України, які перебувають у довірчій власності банку;
- депозитні сертифікати;
- цінні папери Державної іпотечної установи, у тому числі розміщення яких здійснено під гарантію Кабінету Міністрів України та підтверджено коштами в Державному бюджеті України (далі – цінні папери ДІУ);
- іноземну валюту (долари США, євро, англійські фунти стерлінгів, швейцарські франки, японські єни);
- іпотечні облігації (лише звичайні);
- облігації місцевих позик;
- облігації підприємств (крім цільових), у тому числі ті, розміщення яких здійснено під гарантію Кабінету Міністрів України;
- векселі суб'єктів господарювання – резидентів України. Національний банк в окремих випадках може здійснювати рефінансування банків під забезпечення векселями нерезидентів;
- векселі банків, авальовані іншим банком;
- гарантії іншого банку-резидента.

Національний банк щокварталу на підставі результатів моніторингу цінних паперів визначає та оголошує перелік цінних паперів, що можуть прийматися під забезпечення кредитів рефінансування.

Як зазначалося вище, за умови підтримки стабільності обмінного курсу і за умови значних припливів капіталу, або позитивного сальдо поточного рахунку платіжного, балансу основним джерелом пропозиції грошей стає викуп центральним банком іноземної валюти за національну на міжбанківському валютному ринку. В цьому разі роль механізмів рефінансування є незначною і більш активно застосовуються мобілізаційні операції з метою вилучення надлишкової ліквідності з банківської системи.

Регулярні та нерегулярні операції з вилучення ліквідності, у тому числі шляхом випуску власних боргових зобов'язань центрального банку

Важливу роль ці операції відіграють в економіках, у яких існує структурний надлишок ліквідності. Найтиповіша причина такої ситуації – підтримка стабільного обмінного курсу в умовах припливів капіталу або додатного сальдо поточного рахунку платіжного балансу. Національний банк України здійснює мобілізаційні операції шляхом проведення щотижневих кількісних, або процентних, тендерів з розміщення власних депозитних сертифікатів строком до 90 днів.

На рис. 6 ми можемо побачити, як змінювався баланс операцій Національного банку з рефінансування та мобілізації коштів протягом 2008 року – березня 2011 року. У період гострої фази банківської кризи в кінці 2008 року Національний банк активно здійснював рефінансування банків, а з травня 2009 року, коли довіру вкладників вдалося повернути, а також

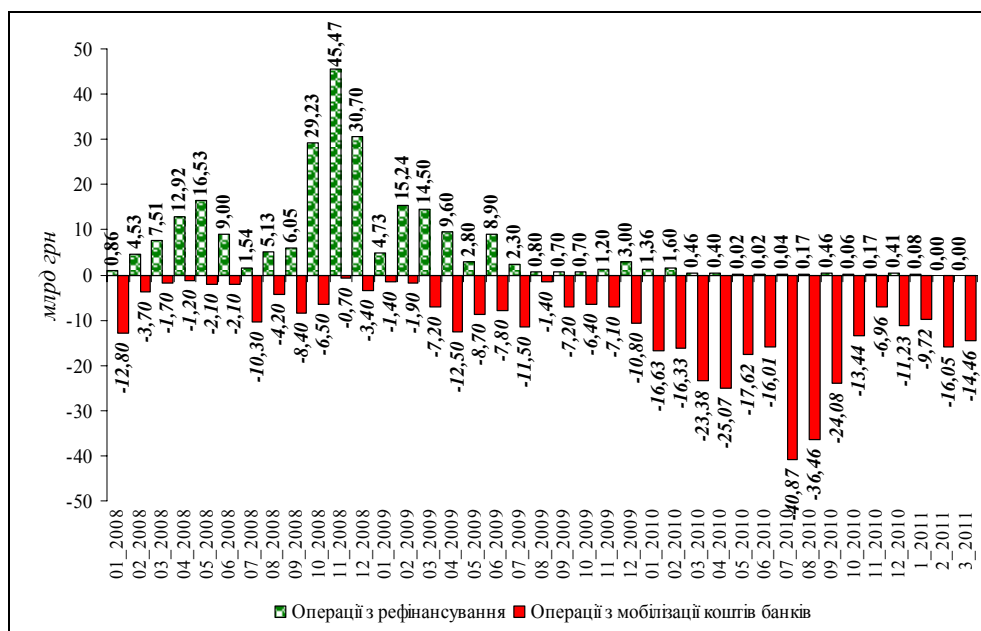


Рисунок 6. Обсяги операцій Національного банку України з рефінансування та мобілізації коштів банків, 2008-й – березень 2011 року, помісячно, млрд грн

Джерело: побудовано за даними офіційного сайту Національного банку України. – www.bank.gov.ua.

після відновлення попиту на український експорт на світовому ринку і відповідно інтервенцій з викупу іноземної валюти, знову почали домінувати операції з мобілізації коштів. Як бачимо, з 2010 до березня 2011 року операції з рефінансування майже не проводилися.

Вимоги центрального банку щодо мінімальних резервів

Як було показано ще в темі 11, зміна вимог центрального банку щодо обов'язкових резервів значною мірою впливає на грошову масу – як через зміну вільних резервів, так і через зміну депозитного мультиплікатора. Сьогодні ж цей інструмент в ринкових економіках майже не застосовується з огляду на непередбачуваність його впливу й адміністративний характер. Натомість механізм виконання резервних вимог, як зазначалося вище, – дотримання їх у середньому за період – є інструментом впливу на волатильність ставок грошового ринку. За умови надмірно високих ставок міжбанківського ринку банки можуть скоротити резерви замість здійснення запозичень, а у разі надто низьких ставок – залишити вільні кошти в резерві замість надання їх у кредит.

В Україні ж, де виникають постійні шоки ліквідності, такий потужний інструмент впливу на кількісні параметри грошового ринку, як нормативи обов'язкового резервування, активно використовується саме як інструмент регулювання ліквідності, а не як допоміжний інструмент для згладжування волатильності відсоткових ставок.

Інтервенції на валютному ринку

Інтервенція на валютному ринку – це значний разовий цілеспрямований вплив центрального банку країни на валютний ринок і обмінний курс, що здійснюється шляхом продажу або купівлі великих партій іноземної валюти. Валютна інтервенція здійснюється для регулювання курсу іноземних валют в інтересах держави. Оскільки інтервенції на валютному ринку безпосередньо впливають на величину грошової пропозиції в країні, вони є інструментом не лише валютно-курсової, але й грошово-кредитної політики. Оскільки з 1996 року Національний банк у тій чи іншій формі підтримує стабільність обмінного курсу гривні, масштаб валютних інтервенцій є значним. Як бачимо на рис. 7, до серпня 2008 року інтервенції Національного банку на валютному ринку мали додатне значення. Це означає, що обсяг купівлі іноземної валюти переважав обсяг її продажу. Оскільки купівля іноземної валюти здійснюється за національну, це означає, що валютні інтервенції були джерелом зростання пропозиції грошей в Україні.

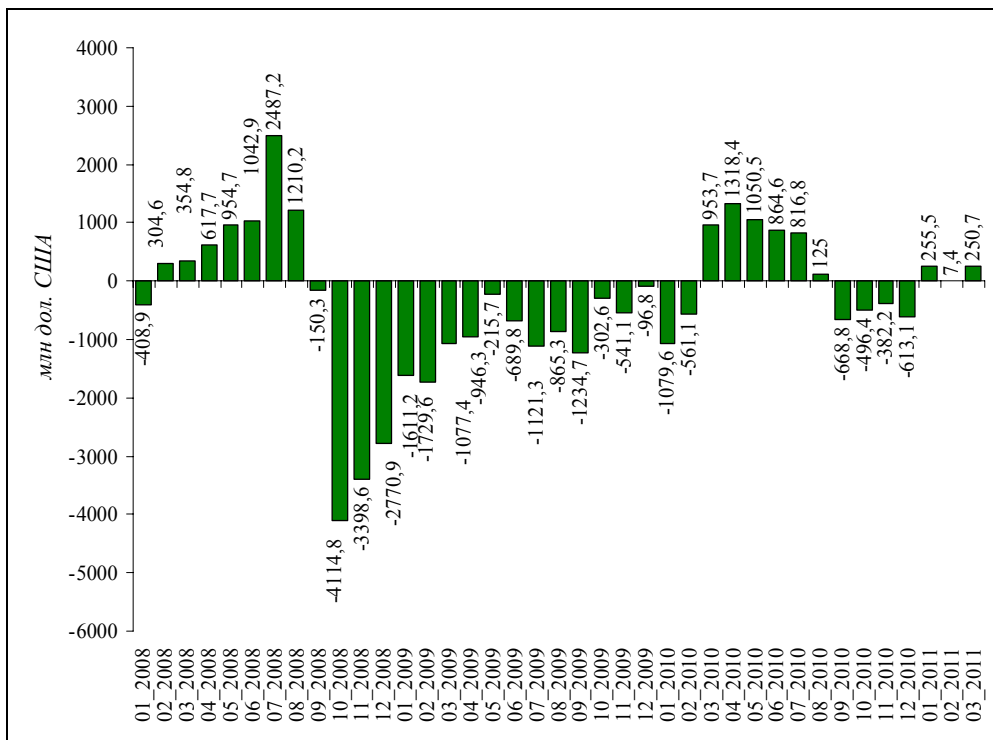


Рисунок 7. Сальдо інтервенцій Національного банку на валютному ринку

У серпні 2008 року, після різкого падіння світових цін на метал і припинення масованого припливу капіталу в умовах кризи, а також внаслідок активізації спекулятивного попиту на іноземну валюту в умовах розгортання банківської паніки, знак валютних інтервенцій Національного банку змінився на протилежний – обсяг продажу іноземної валюти пере-

вищував обсяг її купівлі, тобто валютні інтервенції стали інструментом зменшення грошової пропозиції в Україні.

Валютні свопи

У деяких випадках як інструмент грошово-кредитної політики можуть використовуватися валютні свопи – валютні операції за договором, умови якого передбачають купівлю (продаж, обмін) іноземної валюти зі зворотним її продажем (купівлею, обміном) на певну дату в майбутньому з фіксацією умов цих операцій (курсів, обсягів, дат валютування тощо) під час укладення договору⁸. Операція своп стає інструментом грошово-кредитної політики, якщо одним із контрагентів стає центральний банк. Зокрема, Національний банк України з листопада 2006 по травень 2009 року серед інструментів рефінансування використовував операції своп, що ґрунтувалися на двосторонньому договорі між банком і Національним банком щодо обміну іноземної валюти на національну за офіційним курсом на дату здійснення операції на визначений строк та за відповідною процентною ставкою (платою за користування національною валютою)⁹.

⁸ Постанова Національного банку України "Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України" // Офіційний сайт Верховної Ради України. Законодавство України. – <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0546-11>.

⁹ Постанова Національного банку України "Про затвердження Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України" // Офіційний сайт Верховної Ради України. Законодавство України. – <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0410-09>.