

Висновки. Таким чином ми можемо констатувати, що у післякризових умовах валютна політика України характеризувалася переходом до режиму гнучкого курсоутворення у системі таргентування інфляції. Реалізація вказаного курсу супроводжувалася стабілізацією валютного курсу, який в умовах все ще високого рівня доларизації вітчизняної економіки та її значної імпортозалежності, позитивно впливала на перебіг економічних і фінансових процесів та виступає вагомим фактором загальної фінансової стабілізації України. Однак, як свідчить світовий досвід, зміна режиму курсоутворення вимагає наявності відповідних макроекономічних та інституціональних передумов. Аналіз та узагальнення наукової з питання ефективного курсоутворення показує, що до основних передумов запровадження гнучкого режиму курсоутворення слід віднести:

- нарощення виробництва якісної та конкурентоспроможної продукції, яка користується попитом на світовому ринку;
- покращення структури експорту та імпорту, наявність стабільної динаміки зростання чистого експорту;
- підвищення рівня продуктивності праці;
- зниження рівня доларизації через укріплення довіри до національної валюти;
- утримання відносно низького рівня дефіциту бюджету;
- зниження рівня безробіття;
- зниження обсягу зовнішньої заборгованості;
- диверсифікація джерел енергопостачання та запровадження енергозберігаючих технологій й альтернативних енерготехнологій;
- забезпечення зростання рівня доходів населення та ін.

Наявність названих умов забезпечить формування ефективного гнучкого режиму курсоутворення в Україні та сприятиме мінімізації можливих наслідків зміни валютної політики.

Література

1. Веріга Г. Проблеми та перспективи валютного курсоутворення в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Skhid/2011_5/2.pdf.
2. Аржевітін С. М. Валютно-курсова політика в Україні: цілі, особливості, перспективи [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Ever/2010_2/2.pdf.
3. Гнучкий режим курсоутворення: етапи запровадження та можливі наслідки для економічного розвитку України / НБУ, Центр наукових досліджень [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=70697>
4. Основні засади грошово-кредитної політики на 2010 рік. Схвалено Радою НБУ (рішення від 10.09.2009 р., № 10) / <http://www.bank.gov.ua>
5. Офіційний сайт НБУ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/control/uk/index/>
6. Офіційний сайт асоціації “Український кредитно-банківський союз” [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.kbs.org.ua>

УДК 336.748

В. С. ХАР

Львівський національний університет ім. І. Франка

ЗАРУБІЖНИЙ ДОСВІД ПРОВЕДЕННЯ ЦЕНТРАЛЬНИМ БАНКОМ ОПЕРАЦІЙ НА ВІДКРИТОМУ РИНКУ ТА ЙОГО АДАПТАЦІЯ ДО УМОВ ВІТЧИЗНЯНОЇ ЕКОНОМІКИ

У статті розкрито сутність та роль операцій відкритого ринку (ОВР) в регулюванні ліквідності банківської системи. Проаналізовано особливості їх застосування в процесі реалізації грошово-кредитної політики центральними банками (ЦБ) країн з режимом інфляційного таргентування (ІТ). Розглянуто вітчизняний досвід використання операцій на відкритому ринку.

The article deals with the nature and role of open market operations (OMOs) in regulating the banking system liquidity. The features of their implementation in the process of monetary policy realization by central banks (CBs) which use inflation targeting regime (IT) are analysed. The domestic experience of using open market operations is considered.

Ключові слова: грошово-кредитна політика, центральний банк, інфляційне таргентування, операції відкритого ринку, операційний механізм грошово-кредитної політики.

Вступ. Грошово-кредитна політика як складова загальноекономічної політики держави відіграє важливу роль у досягненні стабільного економічного розвитку і передбачає застосування широкого набору інструментів. Одним із основних монетарних важелів, за допомогою якого центральні банки управляють кількістю

грошей в обігу є операції на відкритому ринку. У розвинутих країнах вони вважаються найбільш ефективним інструментом грошово-кредитного регулювання процентних ставок.

В умовах світової фінансової кризи центральні банки країн Європи, США, Японії для мінімізації її впливу активно використовували операції на відкритому ринку, намагаючись збільшити пропозицію грошей. Вони застосовували операції зворотного викупу, аутрайт (пряма купівля-продаж цінних паперів), випуск боргових сертифікатів, валютні свопи, залучення строкових депозитів.

Актуальність дослідження зумовлена необхідністю вивчення особливостей проведення операцій на відкритому ринку, а також їх ролі в досягненні основної цілі центральних банків, які застосовують режим інфляційного таргетування.

Аналіз останніх досліджень. У світовій науковій спільноті проблемам реалізації монетарної політики в умовах інфляційного таргетування присвячено чимало праць. Заслужують на увагу дослідження таких зарубіжних вчених, як Б. Бернанке, Ф. Мишкін, Щ. Іссінг, Б. Айхенгрін, Дж. Тейлор, М. Вудфорд та ін. Вивченню операційного механізму ІТ присвячені праці вітчизняних науковців, а саме: Ю. Бажала, О. Береславської, А. Гальчинського, В. Гейця, Н. Гребеника, А. Гриценка, А. Даниленка, І. Лютого, В. Міщенко, А. Мороза, О. Петрика, М. Савлука, В. Стельмаха та ін. Але в більшості праць розглядаються загальні положення функціонування режиму ІТ. Дослідники грошово-кредитної сфери не достатню увагу приділяють операційним механізмам ІТ, а саме ролі окремих інструментів монетарної політики у досягненні її основної цілі – цінової стабільності.

Метою статті є дослідження механізму проведення операцій на відкритому ринку у країнах, які застосовують режим інфляційного таргетування.

Виклад основного матеріалу. Операції відкритого ринку – один із основних інструментів грошово-кредитної політики, що передбачає купівлю-продаж центральним банком цінних паперів. Це найефективніший важіль впливу ЦБ на здатність комерційних банків до створення грошей в економіці. В умовах дефіциту ліквідності ЦБ купує цінні папери на ринку, і тим самим: збільшує банківські резерви, що в свою чергу призводить до зростання грошової маси та розширює можливості для кредитування економіки.

В умовах високої кон'юнктури, ЦБ продаючи цінні папери зі свого портфеля: зменшує спочатку банківські резерви, а згодом і загальну масу грошей в обігу; скорочує кредитні можливості банків.

Основні переваги операцій на відкритому ринку: центральні банки контролюють обсяг, умови проведення; точність і гнучкість ОВР дозволяють змінити банківські резерви на будь-яку величину; легко піддаються коригуванню, тобто будь-яка помилка може бути виправлена шляхом проведення протилежної операції.

Центральний банк, проводячи операції на відкритому ринку, змінює ціни та дохідність цінних паперів. Таким чином ЦБ може змінювати як короткострокові, так і довгострокові процентні ставки.

Схему дії цього інструменту можна представити таким чином:

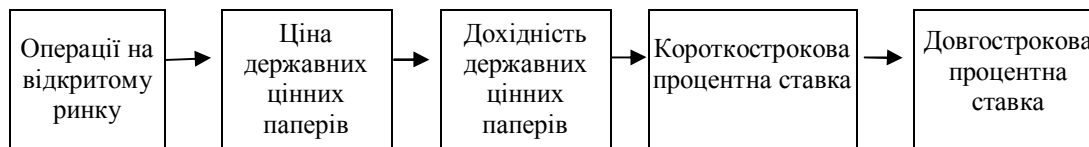


Рис. 1. Схема дії операцій на відкритому ринку

На нашу думку, основною проблемою при проведенні операцій на відкритому ринку є очікування економічних суб'єктів. Частина учасників ринку може оптимістично сприйняти збільшення обсягів операцій з купівлі-продажу цінних паперів, тобто буде розглядати ці дії як політику, спрямовану на зниження процентних ставок, зростання виробництва, інвестицій. Інша частина може розглядати таку політику як подальше збільшення грошової маси, а отже і інфляції, що призведе до зростання процентних ставок і зменшення економічної активності. Розглянемо досвід зарубіжних центральних банків у проведенні операцій на відкритому ринку.

Національний банк Польщі (НБП) запровадив режим таргетування інфляції з 1998 р. Грошово-кредитна політика НБП визначає який рівень процентних ставок потрібний на грошовому ринку для забезпечення середньострокової цінової стабільності. НБП регулює коридор, у рамках якого здійснюються коливання процентних ставок.

На офіційному сайті Національного банку Польщі зазначено, що операції на відкритому ринку – основний інструмент ЦБ, який використовується для підтримання короткострокових процентних ставок на рівні, що відповідає базовій ставці ЦБ [1]. Метою ОВР Національного банку Польщі є вплив на кон'юнктуру грошового ринку для підтримки цінової стабільності у середньостроковій перспективі.

У 2010 р. НБП використовувалися такі операції на відкритому ринку: основні – регулярний випуск векселів ЦБ; операції тонкого настроювання – операції РЕПО, валютні свопи, приймання строкових депозитів.

Основні операції на відкритому ринку – операції, що використовуються для регулювання банківської ліквідності у формі випуску цінних паперів власного боргу Національного банку Польщі з терміном до 7 днів. Вони проводяться регулярно – один раз на тиждень і є інструментом оперативного коригування можливих дисбалансів ліквідності, а їх мінімальний дохід встановлюється Радою грошово-кредитної політики. Основні опе-

рації проводяться у вигляді стандартних аукціонів, під час яких обов'язковим є встановлення фіксованої прибутковості на рівні основної ставки НБП.

У 2010 р. середній обсяг векселів НБП, випущених в межах операцій на відкритому ринку, склав 75 млрд злотих і перевищив рівень 2009 р. на 135 % (табл. 1) [2]. Так НБП відреагував на зростаючий надлишок ліквідності в банківському секторі.

Таблиця 1

Операції на відкритому ринку Національного банку Польщі

Рік	Векселі НБП		РЕПО		Валютні свопи		Механізм граничного рефінансування	
	млрд злотих	% до загальної суми	млрд злотих	% до загальної суми	млрд злотих	% до загальної суми	млрд. злотих	% до загальної суми
2007	19,3	99,9	–	–	–	–	0,014	0,1
2008	11,5	83,3	2,1	15,4	0,2	1,2	0,014	0,1
2009	31,9	71,8	11,5	25,8	1,1	2,4	0,018	0,03
2010	75	93,6	5,1	6,4	–	–	–	–

Регулярний випуск векселів НБП забезпечує прогнозованість інфляційних очікувань шляхом формування довіри до дій ЦБ. Основні операції на відкритому ринку виступають сигнальним орієнтиром для економічних агентів.

У 2010 р. операції тонкого настроювання проводилися в основному з метою підтримки ліквідності банківського сектора. Вони були забезпечені, визначеними НБП цінними паперами: казначейськими векселями та облігаціями, векселями НБП, облігаціями, випущеними державним польським банком (Bank Gospodarstwa Krajowego). У 2010 р. для регулювання короткострокових ставок центральний банк Польщі застосовував постійний механізм рефінансування (standing facilities), який включає: механізм граничного рефінансування (marginal lending facility) та депозитний механізм (deposit facility). Перший інструмент використовується для отримання ліквідності від НБП на умовах “овернайт” під забезпечення прийнятних активів. Другий – для депонування коштів комерційних банків у НБП на умовах “овернайт”.

Оскільки ситуація на внутрішніх фінансових ринках у Польщі покращилася, інтерес банків до операцій РЕПО знизився. З квітня 2010 р. центральний банк Польщі припинив свої шестимісячні, а з жовтня 2010 р. – тримісячні операції РЕПО. Середній обсяг цих операцій в 2010 р. склав 5 млрд злотих і таким чином був на 56 % менший, ніж в 2009 р. (табл. 1).

Валютні свопи – операції, які поєднують купівлю (продаж) валюти на умовах СПОТ з одночасним її продажем (купівлею) через певний термін на умовах форвард. Через відсутність попиту банків на іноземну валюту, що спостерігається з жовтня 2009 р., НБП поступово відмовився від використання цього інструменту.

Отже, у 2010 р. НБП прагнув впливати на банківську ліквідність за рахунок операцій на відкритому ринку. Корежуючи ринкові короткострокові ставки, НБП намагався досягнути такого їх рівня, який би відповідав прийнятному цільовому показнику інфляції. Протягом 2010 р. у зв'язку з поліпшенням умов на фінансових ринках, підвищенням ліквідності банківського сектора НБП поступово обмежив проведення операцій РЕПО, а також використання валютних свопів.

Національний банк Чехії (НБЧ) застосовує ІТ з 1998 р. Грошово-кредитна політика Чехії спрямована на підтримку цінової стабільності у середньостроковій перспективі шляхом впливу на короткострокові ставки грошового ринку. Для досягнення цієї мети НБЧ використовує ефективний операційний механізм, що складається з таких інструментів: операції відкритого ринку; резервні вимоги; постійний механізм рефінансування; механізм рефінансування у надзвичайних ситуаціях.

ОВР є інструментом, що найбільш активно використовується для регулювання процентних ставок і забезпечення достатньої ліквідності банківської системи. ОВР в основному проводиться у формі операцій РЕПО. Залежно від цілей і регулярності проведення операції на відкритому ринку поділяються на такі види:

1. Основні операції, що здійснюються у формі тендерів РЕПО. НБЧ абсорбує надлишкову ліквідності у банків і передає їм цінні папери в якості забезпечення. Тривалість цих операцій становить 14 днів, а двотижнева ставка РЕПО є ключовим інструментом грошово-кредитної політики. Двотижневі операції РЕПО в даний час використовуються виключно для поглинання банківської ліквідності, а операції на коротші терміни проводяться залежно від стану ліквідності банківського сектора.

Чеський Національний банк також проводить тендери РЕПО з плаваючою ставкою. Заявки комерційних банків задовольняються, починаючи з найнижчої процентної ставки поки надлишок ліквідності не вичерпається. Якщо обсяг ресурсів, заявлений банками, перевищує надлишок ліквідності, НБЧ задовольняє всі заявки пропорційно. Банки у заявці вказують суми грошей і процентні ставки, за якими вони хочуть укласти угоду з НБЧ. Двотижнева ставка РЕПО є максимальною ставкою, за якої пропозиції банків можуть бути задоволені на тендерах.

2. Операції РЕПО строком на три місяці. Проводячи їх, ЦБ не має наміру посилати учасникам ринку сигнали про характер монетарної політики, тобто при проведенні тендера тримісячна ставка РЕПО не є рівною офіційній ставці НБЧ. Сьогодні цей інструмент не використовується.

3. Операції тонкого настроювання (з іноземною валютою та з цінними паперами) використовуються для згладжування несподіваних коливань ліквідності. Ці інструменти застосовуються дуже рідко.

Основними інструментами монетарної політики Федеральної резервної системи (ФРС) США є: операції на відкритому ринку; обов'язкові резервні вимоги; операції дисконтного вікна.

Операції на відкритому ринку є головним інструментом монетарної політики ФРС [3]. Регулюючи за їх допомогою банківські ресурси, ФРС може впливати на грошовий обіг і на короткострокові процентні ставки. ОВР також є інструментом виконання програми “кількісного пом'якшення” (quantitative easing), що проводилася ФРС та іншими центральними банками з початку фінансової кризи. Метою ОВР ФРС є регулювання ставки федеральних фондів – ставки, за якою банки кредитують один одного на умовах “овернайт”.

Операції на відкритому ринку, що проводяться ФРС, можна розділити на два види: регулярні та нерегулярні. Регулярні – купівля (продаж) цінних паперів Казначейства США та федеральних установ на відкритому ринку. Нерегулярні – операції РЕПО. Термін довгострокової операції РЕПО на сьогодні становить 14 днів. Переважає нічне РЕПО (термін дії – один день). Максимальний строк операцій РЕПО становить 65 днів.

Зазвичай операції на відкритому ринку в США переслідують одну з двох цілей. Перша – досягнення певного рівня процентної ставки. За розрахунками аналітиків збільшення портфеля цінних паперів ФРС на 1,5 трлн дол. еквівалентно зниженню процентної ставки на 0,5 % [4]. Друга – встановлення певного обмінного курсу відносно інших валют або золота.

Виконавчим органом проведення монетарної політики ФРС є Комітет відкритого ринку, який збирається через кожні 6–8 тижнів. Він делегує свої повноваження з проведення операцій на відкритому ринку менеджеру системного рахунку (system open market account – SOMA), яким керує Федеральний резервний банк Нью-Йорку. SOMA зберігає активи в доларах США, придбані за допомогою операцій на відкритому ринку. Вони використовуються як застава американської валюти в обігу; інструмент для управління резервами ФРС та інструмент підтримання ліквідності у випадку виникнення надзвичайних ситуацій.

ФРС здійснює операції на відкритому ринку через первинних дилерів – дилерів з державних облігацій, які мають встановлені формальні відносини з ФРС і Казначейством США. У березні 2008 р. засновано програму “Кредитна лінія для первинних дилерів” (Primary Dealer Credit Facility – PDCF) для надання ресурсів первинним дилерам під заставу широкого переліку боргових цінних паперів, включаючи корпоративні та муніципальні облігації. Це створило кращі умови для прямого кредитування первинних дилерів.

Проаналізувавши ГКП країн, які застосовують ІТ, ми визначили дві основні функції, які здійснюють в цих умовах операції на відкритому ринку. По-перше, це регулювання процентних ставок на грошовому ринку, тобто процентні ставки виступають імпліцитним сигнальним орієнтиром, який використовується для досягнення цінової стабільності в середньостроковій перспективі. По-друге, підтримання згладженого і ефективного функціонування фінансових ринків.

В Україні досить часто для забезпечення рівноваги на грошово-кредитному ринку та регулювання ліквідності банківської системи проводяться мобілізаційні операції у формі випуску депозитних сертифікатів та операцій зворотного РЕПО. Для підтримання ліквідності банківської системи використовується пряме РЕПО.

Динаміка використання основних інструментів рефінансування НБУ наведена у таблиці 2 [6–8].

Таблиця 2

Операції рефінансування комерційних банків в Україні

Показник	2007 р.		2008 р.		2009 р.		2010 р.		2011 р.	
	млрд грн	% до загальної суми	млрд грн	% до загальної суми	млрд грн	% до загальної суми	млрд грн	% до загальної суми	млрд грн	% до загальної суми
Загальний обсяг операцій, з них:	2,5	100	169,5	100,0	5,2	100,0	64,4	100,0	26,7	100,0
Шляхом надання стабілізаційних кредитів та інших короткострокових кредитів на основі програми фінансового оздоровлення	–	–	36,8	21,7	3,4	66,57	46,9	72,76	–	–
Довгострокові кредити	–	–	–	–	1,0	19,08	0,7	2,59	–	–
Кредити, надані шляхом проведення тендера	2,0	78,0	15,2	9,0	0,5	8,71	1,2	1,93	3,2	12,1
Через механізм постійно діючої кредитної лінії рефінансування овернайт	0,4	17,1	91,8	54,2	0,2	3,47	12,7	19,76	2,0	7,5
Через операції прямого репо	–	–	23,1	13,6	0,1	2,17	0,5	0,74	21,5	80,4
Через операції своп з іноземною валютою	–	–	2,6	1,5	–	–	1,4	2,22	–	–

Порівняно з іншими інструментами рефінансування, операції РЕПО активно почали використовуватися для регулювання процентних ставок грошового ринку лише у 2011 р.

З метою зв'язування надлишкової ліквідності банками та збереження рівноваги на грошово-кредитному ринку і забезпечення цінової стабільності в системі операцій на відкритому ринку здійснюють випуск депозитних сертифікатів НБУ строком на 1 день (овернайт) та 90 днів. Обсяг мобілізаційних операцій за перше півріччя 2011 р. через продаж депозитних сертифікатів становив 125,9 млрд грн (98,7 % загального обсягу), а шляхом проведення операцій зворотного РЕПО з державними облигаціями України (1,3 % загального обсягу) [9].

Отже, проаналізувавши вітчизняний механізм проведення операцій на відкритому ринку, ми визначили низку проблем у його функціонуванні. По-перше, це значний ризик невиконання або несвоєчасного виконання умов договору банком, який отримав кошти в процесі рефінансування, що обмежує активне проведення операцій РЕПО в Україні. Інколи банки через недостатню поточну ліквідність не спроможні вчасно виконати свої зобов'язання із зворотного викупу державних цінних паперів. По-друге, недостатньо ліквідний вторинний ринок активів, з якими проводять операції РЕПО. По-третє, недосконалість технології купівлі-продажу цінних паперів. Розв'язання цього комплексу проблем дасть змогу істотно підвищити ефективність використання операцій на відкритому ринку як одного з найбільш дієвих інструментів монетарної політики.

Висновки. Операції на відкритому ринку є одним з найбільш оперативних і гнучких інструментів грошово-кредитної політики центральних банків, які застосовують режим інфляційного таргетування. Короткострокові процентні ставки є для монетарних органів важливим імпліцитним сигнальним орієнтиром у досягненні середньострокової цінової стабільності. Особливості проведення операцій на відкритому ринку в різних країнах багато в чому залежать від рівня розвитку ринку державних цінних паперів або ринку облигацій центрального банку. ОВР у світовій практиці визнано найбільш дієвим серед інших інструментів грошово-кредитного регулювання через високий рівень контрольованості та відсутність часового лагу при його застосуванні.

У цілому найбільш поширеними ОВР, що здійснюють зарубіжні центральні банки, є депозитні та кредитні РЕПО, які реалізують через тендери. Операції РЕПО є зручним інструментом, який дає змогу впливати на короткострокові процентні ставки. Однак не у всіх країнах, що застосовують ІТ, вони є найбільш масштабними за обсягами проведення, але відсоткова ставка за ними дорівнює або наближена до основної ставки центрального банку. В умовах ІТ не має усталеного механізму проведення операцій на відкритому ринку, а вибір типу операції залежить від рівня розвитку національної економіки та ефективності монетарної трансмісії. Наприклад, у Польщі найбільш масштабними за обсягами є операції із випуску векселів НБП. Вони проводяться на регулярній основі, а ставка за ними є основною операційною ціллю НБП.

Проаналізувавши операції рефінансування НБУ, можна зробити висновок про недостатній рівень дієвості та ефективності застосування операцій на відкритому ринку для впливу на економічні процеси. Тобто вони ще не набули статусу основного монетарного інструменту в умовах вітчизняної економіки.

Перспективними напрямками подальшого дослідження є аналіз особливостей застосування інших інструментів грошово-кредитної політики у країнах, які запровадили режим інфляційного таргетування та вивчення їх ролі у досягненні основної мети центрального банку – стабільності національної грошової одиниці.

Література

1. Офіційний сайт Національного банку Польщі [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nbp.pl>.
2. Annual report 2010 Banking Sector Liquidity Monetary Policy Instruments of the National Bank of Poland [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nbp.pl/en/publikacje/instruments/instruments2010.pdf>.
3. Офіційний сайт Федеральної резервної системи [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.federalreserve.gov/>.
4. Операции на открытом рынке ФРС США (ОМО, РОМО), РОМО-дилердеск и РОМО-эффект. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://mfd.ru/news/articles/view/?id=636>.
5. Офіційний сайт Національного банку Чехії [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.cnb.cz/en/>.
6. Річний звіт Національного банку України за 2008 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua./doccatalog/document?id=66437>.
7. Річний звіт Національного банку України за 2010 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua./doccatalog/document?id=77106>.
8. Основні тенденції грошово-кредитного ринку 2011. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58038.
9. Монетарний огляд Національного банку України за квартал II 2011 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua./doccatalog/document?id=78159>.
10. Аналітичний огляд ринку облигацій України, 2010 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://rurik.com.ua/documents/research/bonds_review_2010.pdf.
11. Аналітичний огляд ринку облигацій України за перше півріччя 2011 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://rurik.com.ua/documents/research/bonds_II_kv_2011_review.pdf.