

**УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ**

НА правах рукопису

КОСТЮК ОЛЕНА ВОЛОДИМИРІВНА

УДК 336.76:336.711

**УПРАВЛІННЯ ЛІКВІДНІСТЮ ГРОШОВОГО РИНКУ НА ОСНОВІ
МОДЕЛЮВАННЯ ПОПИТУ НА БАНКІВСЬКІ РЕЗЕРВИ**

Спеціальність 08.04.01. – фінанси, грошовий обіг і кредит

Дисертація

**на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук**

**Науковий керівник –
кандидат економічних наук,
доцент,**

Нечепуренко Володимир Миколайович

СУМИ–2006

ЗМІСТ

ВСТУП.....	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ЛІКВІДНІСТЮ ГРОШОВОГО РИНКУ	12
1.1. Управління ліквідністю грошового ринку в контексті цілей і задач монетарної політики центрального банку	12
1.1.1. Аналіз теоретичних концепцій щодо змісту сутності та структури управління ліквідністю грошового ринку.....	12
1.1.2. Роль управління ліквідністю грошового ринку в досягненні цілей монетарної політики	31
1.2. Джерела формування попиту й пропозиції ліквідності.....	43
1.3. Потенціал монетарного інструментарію щодо впливу на ліквідність грошового ринку	56
1.3.1. Механізми урегулювання ліквідності грошового ринку.....	56
1.3.2. Міжнародний досвід управління ліквідністю грошового ринку	75
Висновки до першого розділу	92
РОЗДІЛ 2. НАУКОВО-МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ВДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМУ УПРАВЛІННЯ ЛІКВІДНІСТЮ ГРОШОВОГО РИНКУ	95
2.1. Зовнішнє середовище управління ліквідністю грошового ринку Національним банком України	95
2.2. Прогнозування попиту на ліквідність з боку комерційних банків на основі аналізу існуючої системи обов'язкового резервування.....	117
2.3. Моделювання поведінки ставок грошового ринку у форматі існуючої операційної структури монетарної політики НБУ.....	138

Висновки до другого розділу.....	155
РОЗДІЛ 3. РЕАЛІЗАЦІЯ МЕХАНІЗМУ УПРАВЛІННЯ ЛІКВІДНІСТЮ ГРОШОВОГО РИНКУ В УМОВАХ ПЕРЕХІДНОЇ ЕКОНОМІКИ.....	159
3.1. Апробація моделі попиту на банківську ліквідність як основи процесу управління ліквідністю грошового ринку	159
3.2. Шляхи оптимізації політики НБУ на підвищення ефективності управління ліквідністю грошового ринку.....	168
Висновки до третього розділу.....	182
ВИСНОВКИ.....	185
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	191
ДОДАТКИ.....	205

ВСТУП

Актуальність теми. Незбалансованість економіки України, відсутність достатньо тісного зв'язку між розвитком реального та фінансового секторів, недосконалість передавального механізму грошово-кредитної політики обумовлюють потребу одночасного контролю за цілою низкою монетарних параметрів, у тому числі й за динамікою відсоткових ставок грошового ринку як першим кроком монетарної трансмісії через традиційні процентний, валютний та кредитний канали.

Динаміка ставок грошового ринку привертає увагу монетарної влади як ефективний індикатор дієвості факторів, що визначають поведінку операторів ринку. В цьому сенсі мінливість короткострокових ставок значною мірою залежить від джерел формування попиту на ліквідність з боку банків, існуючих альтернативних можливостей його задоволення, потенційної можливості центрального банку компенсувати незадоволений попит через діючий інструментарій, чутливості ринку до заходів монетарного впливу. Саме тому короткострокові ставки міжбанківського ринку містять найбільше інформації про стан грошового ринку, і таким чином є найкращим вибором для досліджень у сфері монетарної політики.

Зменшення мінливості ставок міжбанківського ринку є не тільки метою управління ліквідністю грошового ринку, але й важливою передумовою формування ефективного сигнального механізму, що має сприяти підвищенню чутливості ринку до заходів грошово-кредитної політики центрального банку. Таким чином, моделювання та прогнозування динаміки короткострокових ставок грошового ринку у площині аналізу та дослідження діючих факторів попиту і пропозиції є важливим з точки зору підвищення ефективності управління ліквідністю грошового ринку.

Аналіз наукових праць таких видатних зарубіжних спеціалістів у галузі монетарної політики, як Б.Бернанке, К.Боріо, М.Гертлер, Дж.Ескріва,

А.Кабреро, Р.Кларіда, Ф.Мишкін, Л.Свенсон, Д.Тейлор та інші підкріплює це твердження.

Проблема збалансування ліквідності грошового ринку через розробку підходів до моделювання та прогнозування динаміки короткострокових ставок за банківськими ресурсами є не тільки досить актуальною з точки зору нагальності її розв'язання, але й достатньо новою в частині існуючих теоретичних напрацювань, запропонованих наукових концепцій. В цьому сенсі також привертають увагу окремі роботи вітчизняних та російських науковців, а саме: Б.Адамика, О.Білан, І.Болгаріна, А.Гальчинського, С.Дробишеського, В.Домрачева, О.Задерій, О.Кіреєва, І.Лук'яненко, В.Лисицького, І.Лютого, С.Науменкової, Я.Остапчука, О.Петрика, І.Сало, М.Савлука, А.Шаповалова, А.Єпіфанова, В.Ющенко, О.Яременка, С.Ярошенка та ін. Дана наукова спадщина являє величезну цінність для розробки стратегії і тактики збалансування ліквідності грошового ринку.

Змістовне вивчення наукових праць зазначених авторів дало змогу окреслити проблематику дослідження, яке полягає у визначенні підходів до збалансування ліквідності грошового ринку у форматі існуючої операційної структури монетарної політики центрального банку. Таким чином, є всі підстави вважати тему даного дисертаційного дослідження актуальною як з теоретичної, так і з практичної точок зору.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Наукові результати, теоретичні положення та висновки дисертаційного дослідження були використані при виконанні конкретних науково-дослідних тем, у тому числі: “Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні” (номер державної реєстрації 0102U006965) і “Стан і перспективи розвитку банківської системи України” (номер державної реєстрації 0190044204).

Мета та задачі дослідження. Метою дисертаційного дослідження є узагальнення та розвиток науково-методичних засад та рекомендацій щодо управління ліквідністю грошового ринку на основі моделювання попиту на банківські резерви.

Відповідно до поставленої мети було визначено наступні завдання:

- проаналізувати сучасні теоретичні концепції щодо визначення сутності та змісту управління ліквідністю грошового ринку;
- уточнити поняття “управління ліквідністю грошового ринку” і сформулювати основні складові даного процесу;
- проаналізувати діючі підходи до збалансування стану ліквідності ринку та змістовно дослідити чинники, які здатні впливати на ефективність управління ліквідністю грошового ринку;
- проаналізувати зарубіжний досвід управління ліквідністю грошового ринку;
- дослідити потенційну можливість центрального банку забезпечувати збалансованість стану ліквідності грошового ринку у форматі існуючої операційної структури монетарної політики;
- обґрунтувати необхідність визначення кола факторів, що обумовлюють мінливість ставок грошового ринку як операційної цілі монетарної політики;
- запропонувати підходи до прогнозування динаміки короткострокових ставок грошового ринку через застосування моделі грошового ринку на базі кола визначених факторів, дестабілізуючих стан ринку у форматі операційної структури монетарної політики;
- розробити і запропонувати комплексний підхід до застосування механізмів нейтралізації впливу дестабілізуючих факторів.

Об'єктом дослідження є процес управління ліквідністю грошового ринку.

Предметом дослідження є організація управління ліквідністю грошового ринку на основі моделювання попиту на банківські резерви та вдосконалення підходів щодо застосування механізмів нейтралізації впливу дестабілізуючих факторів на стан ліквідності ринку.

Методи дослідження. Вирішення обраного науково-практичного завдання базується на загальнонаукових принципах проведення комплексних досліджень. Теоретичну і методологічну основу дисертаційного дослідження становлять наукові викладки та положення вітчизняних та зарубіжних економістів, присвячені проблемам збалансування стану ліквідності ринку. У процесі дослідження були використані наступні сучасні методи дослідження: метод спостережень (при проведенні спостережень за зміною основних показників розвитку грошового ринку протягом визначеного періоду обсервації), метод кореляційного аналізу (при оцінці показників розвитку грошового ринку України), системно-структурний аналіз (при аналізі зарубіжного досвіду та систематизації методичних підходів до управління ліквідністю грошового ринку), економіко-математичний метод (при моделюванні поведінки короткострокових ставок грошового ринку під впливом факторних параметрів), статистичні методи та метод багатофакторного аналізу (при практичній перевірці запропонованої до використання моделі грошового ринку), метод симуляційного моделювання (при визначенні найкращої послідовності кроків управління ліквідністю грошового ринку в умовах інформаційно-неефективного ринку України).

Наукова новизна одержаних результатів. Основний науковий результат роботи полягає у розвитку і поглибленні методичних засад та рекомендацій щодо управління ліквідністю грошового ринку на основі моделювання попиту на банківські резерви.

Наукова новизна основних результатів, що виносяться на захист, полягає у такому:

вперше:

- ідентифіковано, систематизовано та обґрунтовано основні складові процесу управління ліквідністю грошового ринку;
- запропоновано основи комунікаційної політики та її процедурні елементи щодо організації операцій на відкритому ринку, які передбачають підходи

центрального банку до вибору типу аукціонів з постачання ліквідності залежно від ступеня інформаційної асиметричності ринку;

удосконалено:

- науково-методичні підходи до оцінки головних детермінантів у визначенні мінливості відсоткових ставок грошового ринку для подальшої нейтралізації їх дії шляхом застосування центральним банком монетарного інструментарію;
- підходи до прогнозування динаміки короткострокових ставок грошового ринку, що передбачає побудову відповідної моделі грошового ринку на базі кола визначених факторів, дестабілізуючих стан ринку у форматі операційної структури монетарної політики;

отримало подальший розвиток:

- формулювання та зміст поняття “управління ліквідністю грошового ринку” та визначення його місця у структурі монетарної політики;
- підходи щодо прогнозування попиту на ліквідність з боку комерційних банків в частині аналізу щоденної резервної позиції банків, оцінювання якої запропоновано здійснювати через систему індикаторів відповідності резервним вимогам.

Практичне значення одержаних результатів дисертаційного дослідження полягає у поглибленні знань, обґрунтуванні і удосконаленні методичних засад управління ліквідністю грошового ринку, а також у розробці концепції реформування механізму збалансування попиту та пропозиції грошової ліквідності, що передбачає впровадження комплексного підходу до вдосконалення параметрів системи резервних вимог для збереження потенціалу буферної функції та розбудови основ комунікаційної політики щодо організації операцій з рефінансування комерційних банків.

Висновки та пропозиції, що були зроблені автором у результаті проведеного дослідження можуть бути у подальшому використані в практичній діяльності органів монетарного контролю і регулювання (департаменту монетарної політики) для розробки стратегії управління

ліквідністю грошового ринку в контексті реалізації заходів грошово-кредитної політики.

Результати дослідження в частині прогнозування попиту на ліквідність з боку комерційних банків на основі аналізу існуючої системи обов'язкового резервування (параграф 2.2) підтримано і запропоновано до експериментального впровадження у практичній діяльності АППБ "Аваль" (лист №13-132/2572 від 06.06.2005 р.).

Матеріали дисертаційного дослідження впроваджено у навчальний процес в Українській академії банківської справи в рамках дисципліни "Грошово-кредитні системи зарубіжних країн" та програми підвищення кваліфікації спеціалістів управлінь Національного банку України за тематикою "Грошово-кредитна політика".

Особистий внесок здобувача. Дисертаційне дослідження є самостійно виконаною роботою, в якій викладений персональний авторській підхід і особисто отримані ним теоретичні і практичні результати. Наукові результати дослідження викладені у 10 наукових публікаціях, із яких 4 належать особисто автору. Із наукових публікацій, виданих у співавторстві, в роботі використані тільки ті положення, які є результатом особистих досліджень автора.

У роботі:

1. Шпиг Ф.І., Костюк О.В. Управління ліквідністю грошового ринку у розвинутих країнах // Актуальні проблеми економіки. – 2003. – № 1 (19). – С.33-37 особистий внесок здобувача полягає у систематизації діючих підходів щодо збалансування стану ліквідності ринку в практиці центральних банків зарубіжних країн.
2. Чуйко О.В. (Костюк О.В.), Костюк О.М. Монетарна політика та ефективність фондових ринків країн з перехідною економікою // Матеріали науково-практичної конференції "Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування" – Київ, НБУ. – 2002. – С. 255-259 особистий внесок здобувача полягає у визначенні впливу фактора

фондового ринку на ефективність монетарної політики.

3. Костюк О.В., Чуйко О.В. (Костюк О.В.) Асиметричний комплекс процентних ставок як складова монетарної політики в Україні // Збірник матеріалів наукової конференції “Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України.”. – Т.6. – Суми: Мрія ЛТД, 2002. – С. 94-97
особистий внесок здобувача полягає в обґрунтуванні з точки зору контролю монетарної влади над короткостроковими ставками на міжбанківському ринку доцільності використання коридору офіційних відсоткових ставок із центральною (базовою) ставкою, за якою центральні банки проводять більшість своїх операцій з метою наближення до її рівня короткострокових ринкових ставок.
4. Костюк О.М., Костюк О.В. Роль і місце комерційних банків у структурі фінансово-промислових груп України // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи: Зб. наук. праць. Т. 12. – Суми: ВВП “Мрія-1” ЛТД, УАБС НБУ, 2005. – С. 160-172
особистий внесок здобувача полягає у визначенні характеру взаємовідносин учасників ФПГ, що, в свою чергу, може обумовлювати різну ступінь контрольованості і передбачуваності інвестиційно-виробничих процесів у межах угруповань з боку монетарної влади, а, отже й визначення ступеня та напряму потенційного впливу Національного банку України на економічні процеси в рамках ФПГ.
5. Костюк О.В., Козьменко С.М. Парадокси фінансової глобалізації // Проблеми і методи управління в економіці. – 2003. - № 1. – С. 14-17
особистий внесок здобувача полягає у дослідженні впливу міжнародних фінансових потоків на стабільність національних грошових ринків.
6. Світові фінанси: Навчальний посібник / С.М. Козьменко, В.М. Нечепуренко, О.М. Костюк, О.В. Чуйко (О.В. Костюк) та ін.. – Суми: ВТД “Університетська книга”, 2002. – 116 с.
особистий внесок здобувача полягає у проведенні аналізу міжнародних фінансових ринків (розділ 2).

Апробація результатів дослідження. Основні положення і результати виконаного наукового дослідження були оприлюднені на міжнародній

науково-практичній конференції “Стратегія і тактика грошово-кредитної політики: проблеми та перспективи застосування” (м. Київ, НБУ, 2002 р.), міжнародній науково-практичній конференції “Актуальні проблеми та перспективи розвитку фінансово-кредитної системи” (Харків, 2003 р.), п’ятій та сьомій Всеукраїнських науково-практичних конференціях “Стан і перспективи розвитку банківської системи України” (Суми, 2002 р, 2004р.).

Крім того, результати дисертаційного дослідження доповідалися автором на науково-практичних конференціях професорсько-викладацького складу Української академії банківської справи.

Наукові публікації. Основні результати дисертаційного дослідження опубліковано у 10 наукових працях (7 – у фахових виданнях) загальним обсягом 12,36 друк. арк., з яких особисто автору належить 3,36 друк. арк.

Структура і зміст дисертації. Робота складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків.

Загальний обсяг дисертаційної роботи становить 222 сторінок комп’ютерного тексту, у тому числі 17 таблиць на 17 сторінках., 35 рисунків на 34 сторінках., два додатки на 18 сторінках., списку використаних джерел зі 175 найменувань на 14 стор.



РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ЛІКВІДНІСТЮ ГРОШОВОГО РИНКУ

1.1. Управління ліквідністю грошового ринку в контексті цілей і задач монетарної політики центрального банку

1.1.1. Аналіз теоретичних концепцій щодо змісту сутності та структури та управління ліквідністю грошового ринку

Існування взаємозв'язків монетарної політики з економічною динамікою сьогодні не заперечує ані теорія, ані практика. Оцінювання напрямку, сили та механізмів впливу монетарних заходів на стан справ в економіці та її розвиток відбувається, до певної міри, по-різному в існуючих наукових школах. Принципова ж відмінність у течіях економічної думки означає розкриття взаємозв'язку між економічною динамікою та змінами в монетарній політиці в площині залежності рівня процентної ставки та динаміки інвестицій (кейнсіанський підхід), а також пропозиції грошей та сукупного попиту (монетаризм), що, по суті, може розглядатися як одне й те саме трактування різних за схемою дії механізмів передавання сигналу від змін у монетарній політиці до економіки з метою ініціювання змін в динаміці та рівні виробництва та цін відповідно.

Однак, оскільки зміни в динаміці виробництва можуть носити номінальний характер, тобто монетарний вплив, в окремих випадках, на фоні зміни динаміки цін невідповідно впливає на зміни реального виробництва, то можна говорити про необхідність дослідження умов, механізмів та складових, що визначають ефективність процесу “вливання” грошей в економіку, а саме – про досконалість механізму формування пропозиції

грошей центральним банком, дієвість каналів передачі монетарних імпульсів до реальної економіки, відповідність глибини розвитку банківської системи, тощо.

Висвітленню цих аспектів приділено багато уваги в роботах відомих вітчизняних та зарубіжних авторів: Ющенко В.А. [92], Науменкової С.В. [57, 58], Дробишевського С.В. [29], Гейця В.М.[15], Сала І.В.[43], Савлука М.І. [20], Мишкіна Ф. (Mishkin) [55, 151], Бернанке Б. (Bernanke) [105], Гертлера М. (Gertler)[127] та Кларіди Р. (Clarida) [114], Кечетті С. (Cecchetti) [109, 110], Каміна С. (Kamin), Тернера Р. (Turner) [137] та інших. Так, наприклад в роботі Р. Кінга та Р. Левіна [140], присвяченій аналізу та оцінці впливу монетарної політики на економічний розвиток відповідно до її стратегії та інституцій, що її реалізують, засвідчено, що економічне зростання обумовлюється глибиною розвитку банківської системи, що вимірюється рівнем монетизації економіки та означає, що чим глибшими будуть грошові відносини і, відповідно, ефективнішою монетарна політика, тим динамічнішим буде економічне зростання. При цьому, в умовах трансформаційних економік поява новостворених національних банківських систем може й не означати наявності ефективного контролю за функціонуванням грошових відносин, причинами чому є відсутність гармонійно розвинутої структури фінансових ринків, відповідних інституційних зв'язків та передумов їх формування, спотворена структура фінансових потоків на макрорівні, існування тіньового сектора, вимиваючого гроші із реального сектора, зростання тягаря внутрішнього боргу, існування інформаційної непрозорості ринків, відокремленого розвитку банківництва відносно реальної економіки, тощо. У цьому випадку, як зазначає С.В.Науменкова, “банківські утворення втрачають роль фінансового посередника в передачі імпульсів від фінансового сектора до реального”, що “проявляється у зниженні рівня мобілізації кредитних ресурсів банківською системою в цілому” а, отже, “за обмежених можливостях банківської системи, практично втрачаючої контроль над механізмом мобілізації

грошових ресурсів,...залучення у додатковий оборот грошової маси...не опосередковує процеси, які мають місце в реальному секторі” [57]. Все це може обумовлювати неспроможність центрального банку контролювати та сприяти наповненню, а банківської системи – забезпечувати за реальною ціною кредитними ресурсами реальну економіку.

Це твердження повною мірою стосується і досвіду нашої країни. Економічний спад майже десятилітнього періоду 90-х років, який мав місце на фоні втримання інфляційних процесів проведенням Національним банком України (НБУ) жорсткої грошово-кредитної політики, був обумовлений не тільки і не стільки монетарними чинниками, скільки дією кола факторів іншої природи, а саме розбалансованістю між такими основними складовими управління економікою, як фіскальна, бюджетна та монетарна політики. Як зазначає Науменкова С.В., втрата державою контролю за ходом відтворювальних процесів стимулювала розрив між фінансовим та реальним секторами економіки [57, С. 62]. Отже, відсутність протягом тривалого часу певної послідовності у державній політиці реформування фінансової, інвестиційної, бюджетної та податкової сфер призвела до затяжного трансформаційного спаду, який супроводжувався проблемою демонетизації економіки та знаходив прояв у розбалансованості попиту та пропозиції на грошовому ринку. Не дивлячись на спроби НБУ проводити виважену монетарну політику, дуже часто керівництву НБУ доводилося іти на компроміси та здійснювати фінансування дефіциту бюджету шляхом викупу облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), підтримки банків-банкрутів, обслуговування зовнішнього боргу та інше. Звідси виникали проблеми із здійсненням валютної політики (особливо в умовах негативного сальдо торговельного балансу), які проявлялися у схильності обмінного курсу до спекулятивних атак, частій і непослідовній зміні коридорів та їх меж, що в цілому негативно впливало на платіжний баланс і не сприяло покращенню довіри до країни, центрального банку та банківської системи. Однак, попри усі тактичні прорахунки у проведенні монетарної політики,

стратегічна лінія Національного банку на обмеження пропозиції грошей була єдино вірною і настільки ефективною, наскільки це було можливо у ситуації практично відсутності будь-яких реформ в інших сферах. І як свідчить попередній десятилітній досвід, валютна та інфляційна стабілізація, досягненню якої сприяла монетарна політика НБУ, стала необхідною, але не достатньою умовою економічного зростання.

Незважаючи на тенденції поступового покращення макроекономічних показників та складових механізму формування пропозиції грошей (табл. А.1 в Додатку А) протягом 2000-2003 рр., розрахунки за економетричними моделями для України (станом на 2002 р.) свідчать про наявність трансформаційного розриву між реальною економікою та фінансово-кредитною сферою. Зміна в реальних грошових залишках через монетарні заходи, всупереч теорії про грошовий передавальний механізм, дуже умовно впливає на реальне економічне зростання в Україні, провокуючи ефект “монетарного сюрпризу” [50]. Причинами цьому були і залишаються значна маса грошей поза банківською системою, низький мультиплікаційний показник кредитної експансії банківської системи, відокремленість її розвитку, нерозвиненість таких фінансових інституцій, як фондовий ринок, ринок державних цінних паперів, слабкість інвестиційного процесу, що в цілому визначається як розбалансування механізму монетарної трансмісії. Отже, обрахувати та одностайно відповісти на питання скільки грошей потрібно економіці України для сталого економічного зростання, з урахуванням існуючих диспропорцій передавального механізму та існування декількох сценаріїв передачі монетарних імпульсів, дуже складно. Це питання макроекономічного рівня залишається відкритим та дискусійним протягом тривалого часу.

Розв'язання ж зазначеної проблеми через поетапний аналіз механізму формування пропозиції грошей на різних рівнях монетарної трансмісії є більш реальним і корисним, оскільки дозволяє виявити диспропорції як

інституційного та операційного характеру, а також виділити і відокремити дію факторів немонетарного характеру, екзогенних чинників.

Такий підхід був прийнятий науковцями і застосований в контексті дослідження механізму функціонування грошового ринку як *інституційної складової механізму монетарної трансмісії*. Мова йшла про необхідність вивчення і використання потенціалу грошового ринку, як джерела певної інформаційної множини (економічних змінних, якими керується центральний банк при розробці та впровадженні монетарної політики), з метою розробки стратегії управління ліквідністю грошового ринку, основною концепцією якої є формування раціональної (адекватної монетарним сигналам) поведінки операторів ринку для забезпечення дієвості трансмісійного механізму монетарної політики [137, 152].

Рекомендації та висновки, що містяться в наукових джерелах стосовно необхідності вивчення закономірностей монетарної сфери через фінансовий ринок, об'єднують цією категорією грошовий ринок та ринок капіталу. Принципового протиріччя тут немає, оскільки, дійсно, економіка, представлена пропорційною, розвинутою фінансовою інфраструктурою, отримує монетарні імпульси через декілька трансмісійних каналів. Але, саме грошовий ринок ототожнюється з об'єктом прямого впливу з боку монетарної влади, і виступає структурною одиницею одразу декількох каналів монетарної трансмісії. Цим пояснюється велика увага та дослідницький інтерес до цього сегменту фінансової системи. Чітке ж визначення сутності поняття грошового ринку та його складових елементів дозволить вирішити деякі термінологічні проблеми та з'ясувати зміст терміну “управління ліквідністю грошового ринку”.

Взагалі в економічній літературі сьогодні немає однозначного тлумачення поняття грошового ринку. Це питання є дискусійним, оскільки представлене декількома не одностайними точками зору. Так, радянська школа розглядала грошовий ринок, як ринок позичкових капіталів (ринок короткострокових фінансових ресурсів). В західній літературі грошовий

ринок ототожнюється з ринком фінансовим (Ф.Мишкін, Л. Харріс), який найчастіше асоціюється з ринком цінних паперів, фондовим ринком, тобто ринком капіталів. При цьому А.С. Гальчинський вважає грошовий ринок самостійними механізмом урівноваження попиту і пропозиції грошей і дає наступне його визначення: “Монетарний ринок (ринок грошей) є мережею спеціальних (фінансово-банківських) інститутів, що забезпечує взаємодію попиту і пропозиції на гроші як специфічний товар, їхнє взаємне врівноваження” [13]. Така “функціональна” трактовка поняття “грошовий ринок” чітко відокремлює його від ринку капіталів. Хоча, сам же А.С.Гальчинський вважає ринок капіталу також складовим монетарного, тобто грошового ринку.

В роботах М.І. Савлука грошовий ринок розглядається як “особливий сектор ринку, на якому здійснюється купівля та продаж грошей як специфічного товару, формується попит, пропозиція та ціна на цей товар” [20]. Але, як зауважує Я.М. Остапчук, “вип’ячування купівлі-продажу грошей на цьому ринку найшвидше явище абстрактне, уявне і навіть віртуальне, оскільки реально тут продаються і купуються цінні папери, банківські депозити, банківські вимоги і т.п., що формує попит і пропозицію грошей” [64]. Можна погодитися з цим зауваженням, додаючи наступне: ліквідність цінних паперів на грошовому ринку визначається не їх потенційною можливістю приносити прибуток від інвестування, а можливістю отримати за них найвигіднішу ціну на такий товар, як гроші.

Отже, ключовим моментом у визначенні сутності поняття “грошовий ринок” є чітке усвідомлення *об’єкту та механізму продажу-купівлі* на ринку. Для формулювання суті об’єкту купівлі-продажу на грошовому ринку необхідно звернутися до змісту категорії “гроші”.

Сьогодні гроші, як узагальнений еквівалент, обслуговуючи усі сфери економіки, зокрема нагромадження вартості, її розподілу, перерозподілу та використання, у тому числі і на потреби інвестування, виходять в окремих своїх функціях далеко за межі сфери товарного обміну. У роботах за

редакціями М.І. Савлука, і І.В. Сала ми зустрічаємо досить змістовну трактовку: 1) гроші як гроші – самостійна форма мінової вартості, що використовується переважно для реалізації наявної споживної вартості; 2) гроші як капітал – використовуються для забезпечення зростання наявної вартості, наприклад як позичковий капітал [20, 43]. Відмінності між грошима як грошима і грошима як капіталом досить умовні і визначаються переважно призначенням грошей при їх використанні економічними суб'єктами. Гроші стають капіталом переважно при їх нагромадженні, зберіганні та продажу на грошовому ринку, оскільки це дає власнику грошей додатковий дохід у вигляді процента. Гроші як капітал набувають свою вартість на грошовому ринку під впливом попиту і пропозиції, і виступає вона у формі процента. Вартість грошей як грошей формується безпосередньо у сфері їх обігу, де гроші обмінюються на реальні блага, а вартість їх набуває форми купівельної спроможності.

Отже, якщо на грошовому ринку об'єктом виступають гроші у статусі капіталу, купівля продаж якого відбувається із застосуванням, в якості інструменту, фінансових активів, то на фінансовому ринку – навпаки: об'єктом виступають фінансові активи, купівля-продаж яких реалізується через наявність грошей, призначення яких обмежується посередництвом в обміні. Таким чином, на грошовому ринку базовою ціною грошей є банківський процент, рівновага ж на фінансовому ринку (тобто ціна на активи) формується під впливом більшого кола факторів.

Виходячи з того, що основою зрілості функціонування різних форм грошей є їх ліквідність [43, С.324], гроші можна розглядати як високоліквідні активи. Вочевидь, саме за цієї причини в окремих науково-практичних виданнях, а також в оперативній банківській термінології досить часто має місце тотожне використання термінів “ліквідність” і “гроші”. Активи ж, які мають високу ліквідність, можуть розглядатися не як гроші, а

як їх адекватні замінники (цінні державні папери, акції, капітал у різних формах тощо), що є невід'ємною ознакою ринкової економіки. Із врахуванням ступеня ліквідності того чи іншого активу грошову масу в обігу можна представляти структурно за агрегатами, що, у свою чергу, також може бути критерієм сегментації грошового ринку [43, С.325].

Специфіка грошей як абсолютно ліквідного товару зумовлює істотну специфіку їх переміщення між суб'єктами грошового ринку, а також усіх інструментів та самого механізму функціонування цього ринку.

Механізм функціонування грошового ринку, у цьому сенсі суттєво відрізняється від традиційного продажу на ринку товарному, оскільки:

- 1) об'єктом продажу (купівлі) на грошового ринку є гроші (тимчасово або постійно вільні);
- 2) продаж виступає переважно у формі кредитування, тобто ця операція не веде до втрати продавцем права власності на відповідну суму грошей, що забезпечується відповідним механізмом повернення власнику проданих коштів і застосуванням спеціальних інструментів грошового ринку;
- 3) інструментами грошового ринку є визначені носії зобов'язань покупців грошей перед їх продавцями і носії права вимоги продавців грошей до їх покупців (письмові угоди, сертифікати, облігації, векселі).

Щодо *структурного аспекту*, то грошовий ринок представлений декількома сегментами, які характеризуються пріоритетним застосуванням тих чи інших інструментів та механізмів продажу (кредитування). Як зазначають американські вчені Т. Кук та Р. Лярош, в інституційному аспекті, ринок грошей складається із декількох субринків, в тому числі ринку міжбанківського кредиту і депозиту (interbank lending and borrowing), міжбанківського ринку угод про зворотній викуп (interbank bond repurchase market), ринку цінних паперів (securities market), державних цінних паперів (bond market), ринку векселів (bill market) [115].

Ринок державних цінних паперів за монетарною термінологією визначається як *відкритий*, тобто ринок, на якому здійснюються операції

купівлі-продажу цінних паперів (відповідних умовам застави за рішенням центрального банку) між особами, що не є первинними кредиторами та позичальниками [71]. Отже, відповідно до положень та механізму функціонування грошового ринку, можна було б вважати, що сам грошовий ринок охоплює ринок відкритий тільки в частині операцій, що здійснюються за схемою зворотного викупу. Щодо операцій односторонньої дії (купівля-продаж), то окремі науковці схиляються до думки, що ця частина ринку цінних паперів є ринком, де формується попит-пропозиція на активи з метою здійснення прибуткових інвестицій, отже це ринок капіталу. Але, на нашу думку, така трактовка є абсолютно вірною і логічною лише стосовно угод вторинного ринку, в яких не бере участь центральний банк, як агент грошово-кредитного регулювання, оскільки в межах цих операцій відбувається не вплив на загальну кількість ліквідності в обігу, а лише її перерозподіл. Що стосується активності монетарної влади в цьому сегменті (операції аутрайт), то метою реалізації угод є, в першу чергу, структурні зміни кількісних характеристик грошового ринку, що, безумовно, призводять до зміни цінової кон'юнктури на ринку державних цінних паперів (і навіть в більшому ступені, ніж на ринку грошовому). Таким чином, подібне структурування ринку державних цінних паперів, як складової грошового ринку, дозволяє відокремити операції структурного характеру з балансування попиту та пропозиції на грошовому ринку від операцій, через які відбувається вплив на операційні цілі монетарної політики.

Таке трактування сутності поняття “грошовий ринок” висвітлює, більшою мірою, якісну сторону економічних відносин операторів ринку, яка проявляється у формуванні рівноважної ціни (якісної характеристики) на ресурси в межах кількісних показників (обсягу) грошового ринку. В цьому сенсі структуру грошового ринку, можна розглядати під декількома кутами зору. По-перше, це – сукупність, яку сегментовано у відповідності до інструментів та механізмів реалізації угод з придбання грошей (рис.1.1).

За цим критерієм грошовий ринок складається з двох сегментів. Перший – ринок незабезпечених запозичень, основними учасниками якого є комерційні банки. На цьому сегменті грошового ринку укладаються угоди з надання або отримання виключно короткострокових фінансових ресурсів без застави. Інший сегмент представлено не тільки комерційними банками, але й іншими фінансовими установами, які надають один одному кредити під заставу цінних паперів на умовах їх зворотного викупу. Цей сегмент використовується центральним банком для купівлі-продажу, як правило, короткострокових державних цінних паперів в рамках механізму репо з метою регулювання грошової маси, що відповідає основним принципам функціонування ринку грошей.

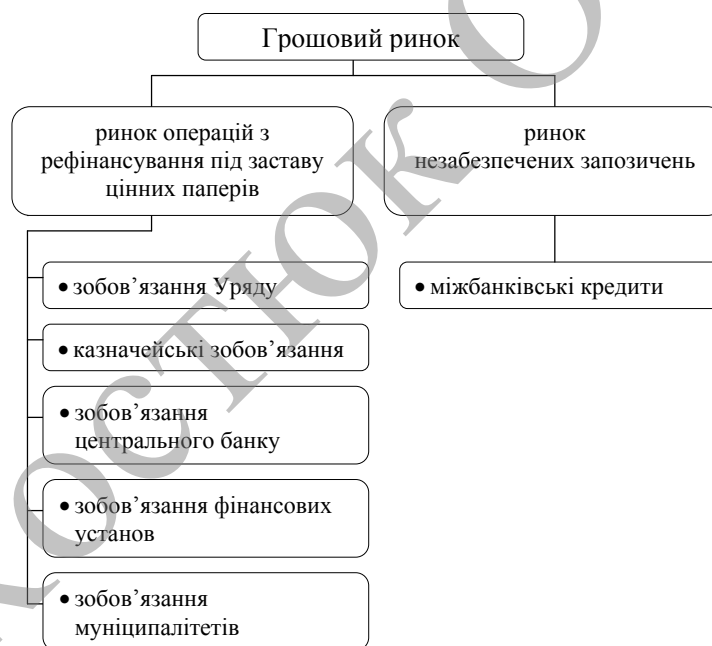


Рис. 1.1. Структура грошового ринку за видами інструментів

По-друге, основою сегментації є ступінь впливу на кількісні та якісні характеристики грошової маси, що й визначає появу нової точки рівноваги попиту і пропозиції у вигляді ставки процента. Тобто здійснення операцій в тому чи іншому сегменті може призводити або до зміни структури та обсягу грошової маси (структурні та репо операції відкритого ринку та операції на

валютному ринку, які проводяться за ініціативою центрального банку), або до її перерозподілу (міжбанківський ринок кредитних ресурсів).

З погляду на те, що грошово-кредитна політика в цілому в такій відкритій економіці, як економіка України (частка експорту становить 69,5 % ВВП станом на 2003 рік), перебуває під жорстким впливом екзогенних (зовнішньоекономічних) чинників, та значною мірою залежить від політики монетарної влади щодо курсу національної валюти, прийняття до уваги валютного ринку, в контексті дослідження аспектів функціонування грошового ринку, в цілому, є зрозумілим. Значний приплив іноземної валюти в результаті активізації експортної діяльності вітчизняних товаровиробників створює, з одного боку, сприятливі умови для стабілізації обмінного курсу гривні та нарощування валютних резервів, а з іншого – фактично ставить Національний банк України перед необхідністю збільшення грошової пропозиції майже виключно через валютний ринок, що є принциповим в умовах недостатньої дієвості монетарного інструментарію ринкового характеру (операцій відкритого ринку). Так, придбання іноземної валюти для поповнення міжнародних золотовалютних резервів в структурі кредитної емісії НБУ за період 2000-2004 рр. в середньому становило 55,7 % від загального обсягу випущених в обіг платіжних засобів, ще 42,4 % – через розміщення в державні цінні папери, і лише 1,9 % – через підтримку миттєвої ліквідності банків) [52]. Для нейтралізації ж впливу інтервенцій на (наприклад, у випадку надмірного зростання показників грошової маси) центральний банк вимушений проводити політику стерилізації надлишкової грошової пропозиції, відповідно зменшуючи внутрішній кредит через ринкові механізми - операції відкритого ринку (структурні). В цьому аспекті валютний ринок (операції НБУ на внутрішньому валютному ринку) розглядається як зовнішній фактор потенційного впливу на обсяги грошової маси в економіці. З урахуванням зазначеного вище, стилізоване зображення структури грошового ринку набуває наступного вигляду (рис.1.2).

Такий підхід щодо визначення структури грошового ринку є більш відповідним меті дослідження, оскільки дозволяє:

- 1) визначити критерії щодо оцінки рівня розвитку грошового ринку в цілому і його окремих складових елементів, через використання системи показників;
- 2) урозуміти потенційну можливість монетарної влади впливати на процес формування відносин у кожному сегменті грошового ринку з метою урівноваження попиту і пропозиції грошей, тобто здійснювати управління ліквідністю грошового ринку з метою формування рівноважної і розумної (раціональної) ціни, що дозволяло б операторам ринку вчасно і без суттєвих втрат отримувати необхідні грошові ресурси;
- 3) визначити сутність і зміст поняття “управління ліквідністю грошового ринку”.

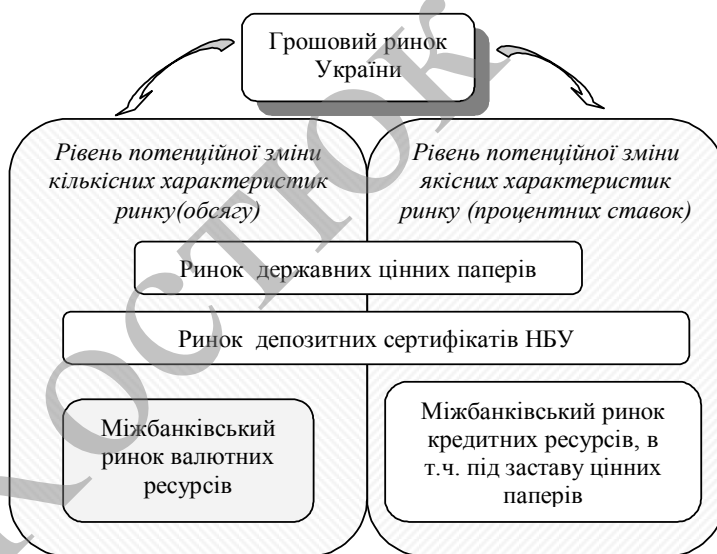


Рис. 1.2. Структура грошового ринку України за ступенем впливу на кількісні та якісні характеристики грошової маси

Як відомо, для управління будь-яким процесом необхідно володіти кількісними і якісними показниками, які висвітлюють в динаміці результати заходів, які застосовуються. Отже, кількісна оцінка рівня розвитку та стану грошового ринку за визначеними сегментами через використання стандартної системи показників (таблиця А.2 додатку А) надає можливість

виявити існуючі диспропорції розвитку грошового ринку, визначити ступінь інтегрованості монетарної економіки до реальної, що, в свою чергу, надає можливість прогнозувати ефект від застосування інструментарію грошово-кредитного регулювання, оцінювати готовність грошового ринку “передавати” монетарні імпульси [114]. Зазначена система показників по суті використовується для *характеристики ліквідності ринку* – здатності ринку амортизувати зміни у попиті та пропозиції так, щоб вони не викликали значних кон'юнктурних коливань, зокрема цін на ринку.

Так, *показники ліквідності* сегментів грошового ринку (формули А1, А2 Додатку А) характеризують стан ринку, за яким визначається певна можливість реалізації інструментарію грошового ринку в рамках угод з придбання грошей. Характеризуючи стан грошового ринку в цілому, вони дозволяють визначити впливовість двох наступних факторів: 1) грошово-кредитної політики центрального банку через регламентацію механізму обов'язкового резервування та рефінансування; 2) політики уряду щодо управління державним боргом, надмірна експансивність якої обумовлює погіршення ліквідності грошового ринку. Посилаючись на формули А.1 – А.2, слід підкреслити актуальність питання про узгодженість грошово-кредитної політики центрального банку та політики уряду щодо управління державним боргом. Очевидно, що *поєднання занадто жорсткої грошово-кредитної політики та надмірно експансивної політики уряду є відчутним шоком, який спричиняє зростання невизначеності учасників грошового ринку*, та зменшує їх довіру як до монетарної влади, так і до уряду, що мало місце в практиці України до 1998 року.

Показник глибини сегментів грошового ринку, характеризуючи ступінь інтегрованості монетарної економіки до реальної, дозволяє визначити ступінь “спотворювання” грошовим ринком монетарних імпульсів. У випадку автономного розвитку монетарної економіки щодо реальної, грошовий ринок, як об'єкт управління з боку монетарної влади, не буде відігравати роль складової монетарного трансмісійного механізму, що

зашкодить досягненню центральним банком кінцевих цілей грошово-кредитної політики. Що стосується *показника широти грошового ринку*, то він є більш технічним та другорядним, ніж попередні показники, оскільки оцінює лише внутрішнє середовища грошового ринку, його структурованість за обсягами та кількістю операцій. Як правило (про що свідчить зарубіжний досвід), між показниками ліквідності та широти грошового ринку існує міцна позитивна залежність, тобто зростання ліквідності грошового ринку відбувається на фоні зростання як кількості угод, так і їх середнього обсягу. Хоча, як зазначалося вище, навіть за наявності пристойних показників ліквідності, грошовий ринок може і бути не достатньо інтегрованим до реальної економіки та основних економічних процесів, що засвідчує приклад України (табл. А.3 додатку А).

Отже, через визначену систему показників, ми маємо можливість не стільки оцінювати ефективність впливу монетарних заходів на процес формування попиту й пропозиції, скільки визначати в певному часовому просторі напрямок змін у стані ліквідності грошового ринку, що є необхідним для оцінки перспектив досягнення центральним банком макроекономічних цілей через реалізацію заходів грошово-кредитної політики.

Треба зазначити, що наведені показники ліквідності, на наш погляд, не можуть прямо використовуватися для *оцінки ефективності управління ліквідністю грошового ринку* монетарною владою, оскільки:

- 1) їх зростання не завжди може бути обумовлене лише змінами у заходах грошово-кредитної сфери, тобто їх динаміка не завжди є наслідком цілеспрямованого монетарного впливу на процес формування попиту-пропозиції на грошовому ринку через використання певних методів та інструментів;
- 2) досягнуті кількісні показники не висвітлюють якісну сторону відносин операторів грошового ринку;

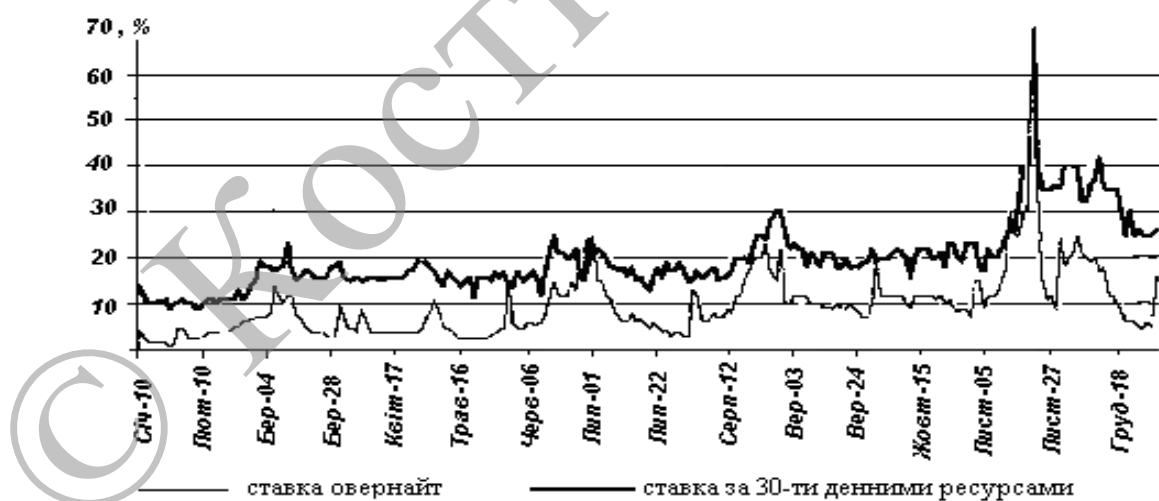
3) потенційна можливість монетарної влади впливати на процес формування відносин у кожному сегменті грошового ринку з метою урівноваження попиту і пропозиції грошей, не однакова.

Так, присутність центрального банку в таких сегментах, як ринок державних цінних паперів (операції купівлі-продажу, репо та рефінансування під заставу з метою підтримки ліквідності), депозитних сертифікатів, валютний ринок є буквальною, що й обумовлює відповідний ступінь контролю та обсяг повноважень. Що стосується міжбанківського ринку кредитних ресурсів, то серед зазначених сегментів грошового ринку, виступаючи для банків альтернативним джерелом короткострокової ліквідності, лише він є *об'єктом опосередкованого впливу* з боку монетарної влади через регламентування останньою вимог щодо формування і виконання обов'язкових резервів, які, теоретично, повинні бути основним мотивом отримання ліквідності на міжбанку. Виходячи з цього, динаміка процентних ставок за кредитними ресурсами міжбанку повинна віддзеркалювати попит банків на *короткострокову ліквідність*, обумовлений необхідністю виконання певних вимог, в тому числі і резервних. Таким чином, можна припустити, що періодичність коливання короткострокових ставок може визначатися і наближатися до існуючих часових характеристик системи обов'язкових резервних вимог, тобто мінливість процентних ставок буде збільшуватися наприкінці періоду дотримання, оскільки попит стає менш еластичним. На практиці ж, ситуація на міжбанку визначається під впливом набагато більшого кола факторів, як то, наприклад, політикою банків щодо формування резервів під активні операції, управління ліквідною позицією, факторами балансового походження, спекулятивними настроями, що в свою чергу впливає на динаміку кількісних і якісних показників діяльності цього сегменту грошового ринку.

Так, приклад функціонування вітчизняного міжбанківського ринку демонструє певну часову неузгодженість, особливо на межі 2002-2003 рр., сезонних стрибків міжбанківських короткострокових процентних ставок та

існуючої характеристики системи резервування (рис.1.3), та є свідченням тому, що попит на короткострокову ліквідність і, відповідно, його задоволення (протягом цього періоду) визначалися більшою мірою не існуючою системою резервування, а чинниками дещо іншого характеру.

До зазначених вище факторів можна віднести обмежені можливості комерційних банків рефінансуватися у НБУ за причини відсутності в їх портфелях відповідних умов застави цінних паперів. За статистикою, досить вузьке коло банків вкладає ліквідність в ОВДП, надаючи перевагу інвестуванню до більш прибуткових корпоративних облігацій, які, через відсутність серйозних рейтингових оцінок та тривалої кредитної історії, не можуть прийматися в якості застави, як то відбувається в практиці Банку Англії чи Банку Японії. Хоча, введення в дію Постановою Правління НБУ від 29 січня 2003р. №26 нового механізму проведення беззаставних тендерів за ресурсами овернайт (o/n) ставило за мету спрощення процедури отримання банками короткострокової ліквідності (за умови відповідності певним нормативним вимогам).



Джерело: Український фінансовий сервер (<http://ufs.com.ua/ports/credits.php>)

Рис. 1.3. Динаміка ставок за кредитами на міжбанківському ринку у 2003 р.

При цьому, значна мінливість (волативність) відсоткових ставок, як результату поведінки банків в умовах інформаційної непрозорості, може бути також свідченням неспроможності останніх адекватно реагувати на

монетарні сигнали, вчасно і повно використовувати потенціал запропонованих центральним банком нововведень.

Крім того, причиною нестабільності ставок грошового ринку може бути дія короткострокових кон'юнктурних факторів. Так, нестабільність міжбанківського ринку на початку березня 2003 р. – значне подорожчання короткострокових кредитів у національній валюті за період з 5 по 12 березня із 8 % до 20 % річних – обумовлювалося, як зазначають експерти, зниженням ліквідності банківської системи у зв'язку з акумуляцією коштів на рахунках уряду, необхідних для погашення зовнішнього боргу [63]. Здійснення Національним банком України ін'єкцій гривневої ліквідності через проведення беззаставних тендерів за ресурсами овернайт (о/п) без обмеження обсягів і проведення валютних інтервенцій (близько 500 млн. грн. додатково за робочий тиждень 3-7 березня) принципово не змінювали ситуації, і не зменшували тиск на процентні ставки, що, по суті, є свідченням порушення дієвості сигнального механізму в межах процесу управління ліквідністю ринку.

Виходячи з цього, ми схилиємося до думки, що *для підготовки, прийняття та реалізації рішень в рамках побудови ефективної стратегії управління ліквідністю грошового ринку інформаційний потенціал міжбанківського ринку повинен використовуватися як в частині моніторингу динаміки короткострокових процентних ставок і обсягів угод, так і в частині аналізу кола факторів впливу – тих, що визначають існуючу динаміку.*

Таким чином ми наблизилися до вирішення проблеми, пов'язаної із термінологічним аспектом, а саме – визначення сутності поняття “управління ліквідністю грошового ринку”. Треба зазначити, що у вітчизняній літературі, на відміну від зарубіжної, прямо цей термін не використовується, вочевидь за причини того, що досліджуваний нами процес, по суті, є складовою монетарної політики, яка реалізується центральним банком. Однак, ми наполягаємо на тому, що “управління ліквідністю грошового ринку” є більш

вузьким за змістом поняттям, ніж “монетарне (грошово-кредитне) регулювання”, оскільки:

- 1) ототожнюється тільки з діяльністю центрального банку, тобто з операційними заходами, на відміну від монетарної політики як складової економічної політики вищих органів державної влади;
- 2) передбачає реалізацію центральним банком системи заходів, спрямованих на збалансування попиту та пропозиції грошей на ринку з метою *формування раціональної (адекватної) поведінки операторів ринку для забезпечення дієвості трансмісійного механізму монетарної політики*, в той час, як метою проведення грошово-кредитної політики держави є реалізація системи заходів у сферах грошового обігу та кредиту, спрямованих на досягнення певних макроекономічних цілей, як то економічного зростання, стримування інфляції, забезпечення зайнятості та вирівнювання платіжного балансу [74, С. 51].

Враховуючи наведене вище, та, виходячи із того, що під самим терміном “управління” мається на увазі цілеспрямований вплив на процес досягнення поставлених цілей на основі застосування певних методів та механізмів, управління ліквідністю грошового ринку ми представляємо наступними складовими елементами із додатковим виділенням тих напрямків, які стали об’єктом детального дослідження в даній дисертаційній роботі (рис. 1.4).

Отже, відповідно до мети запропонованого до уваги дослідження та нашого розуміння сутності даного процесу, під “*управлінням ліквідністю грошового ринку*” надалі буде розумітися *координація дії принципів, методів та організаційних механізмів збалансування попиту та пропозиції грошової ліквідності на ринку, направлена на формування раціональної (адекватної) поведінки його учасників, підвищення сприйнятливості та чутливості грошового ринку до операційних заходів монетарної влади для забезпечення дієвості трансмісійного механізму монетарної політики, що в подальшому визначає спроможність центрального банку впливати на процес досягнення макроекономічних цілей..*

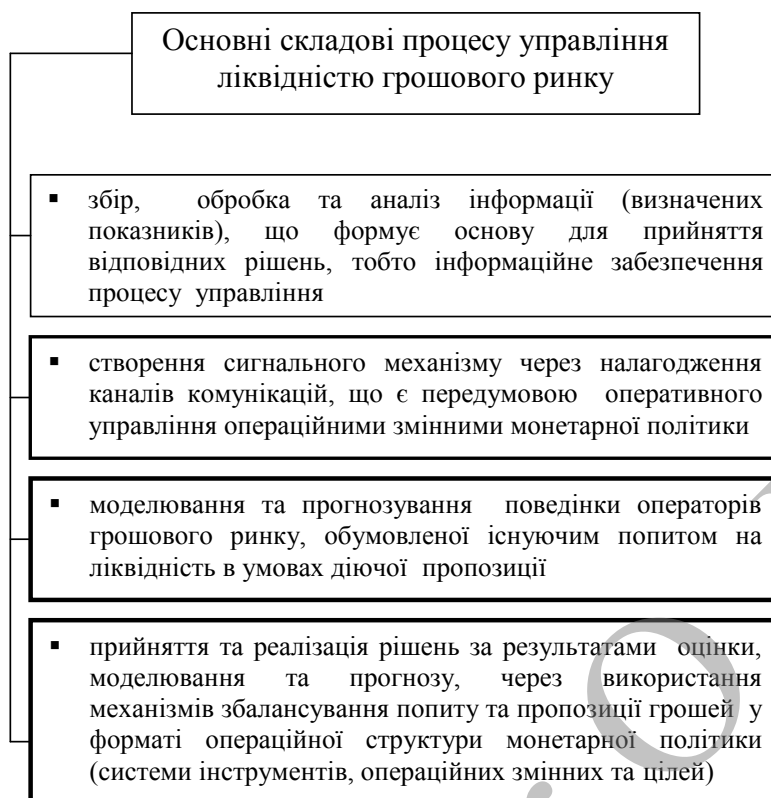


Рис. 1.4. Основні складові процесу управління ліквідністю грошового ринку

Осмислення ж ролі управління ліквідністю грошового ринку у досягненні цілей грошово-кредитної політики дозволить більш ретельно визначити та дослідити проблеми, які повинен вирішувати центральний банк на етапах реалізації процесу управління, чому й буде приділено увагу у наступному параграфі підрозділу 1.1.

1.1.2. Роль управління ліквідністю у досягненні цілей монетарної політики

Як відомо, монетарна політика відповідальна за досягнення певних макроекономічних цілей, які, можуть варіюватися в широкому діапазоні: від економічного зростання до забезпечення цінової стабільності [1, 53, 55].

Як правило, центральні банки безпосередньо не управляють макроекономічними змінними, оскільки не мають прямих можливостей впливати за допомогою власних інструментів на досягнення кінцевих, стратегічних цілей грошово-кредитного регулювання, що зумовлює необхідність опосередкування їх певним тактичним цілям, досягнення яких перебуває у сфері прямого впливу монетарної влади, а саме – обсягу банківських резервів, або грошової бази, та рівня процентних ставок [1, С.31]. Ці змінні, як результат застосування монетарною владою певного інструментарію, виступають в якості зв'язуючого елемента в системі цілей грошово-кредитного регулювання із проміжними та кінцевими цілями (рис.1.5).

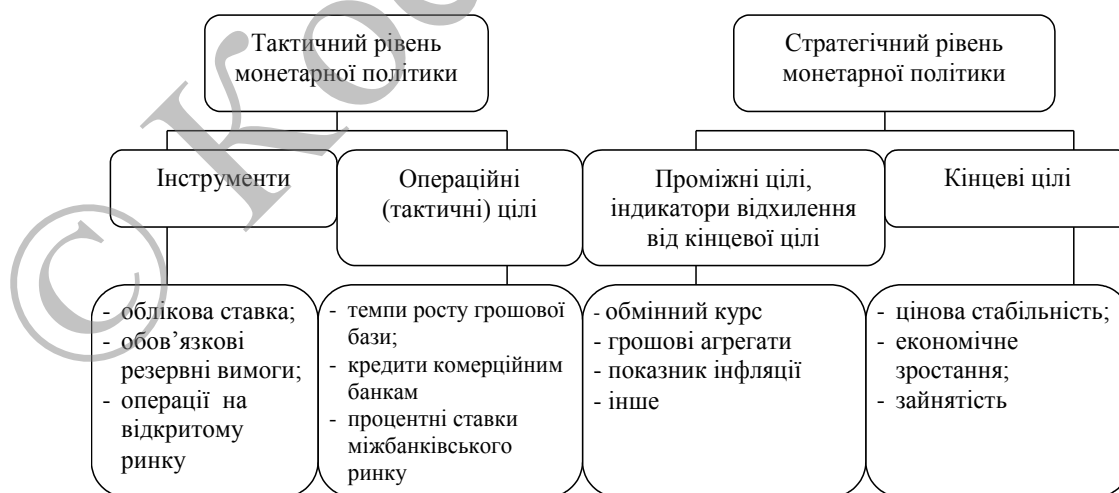


Рис. 1.5. Структура монетарної політики

Отже, проектування монетарної стратегії передбачає декларування стратегічних (кінцевих) цілей, обрання проміжних цілей, реалізацію механізмів прогнозування, створення операційного середовища (наявність кола інструментів), обрання індикаторів (змінних), які будуть забезпечувати монетарну владу корисною інформацією щодо впливу на грошовий ринок, розробку комунікаційної стратегії щодо операторів ринкового середовища.

Взагалі, проміжні цілі монетарної політики є економічними змінними, які, по-перше, близько пов'язані із стратегічними цілями монетарної політики, по-друге, вважаються більш керованими через застосування певного інструментарію (на відміну від кінцевих цілей). Вибір проміжної цілі може фокусуватися на обмінному курсі (*exchange-rate targeting*), номінальній кількості грошей (*monetary targeting*), на рівні інфляції (*inflation targeting*), як найбільш оптимальному показнику, або не мати номінального якорю взагалі (*monetary policy with an implicit but not an explicit nominal anchor*) [29, 100, 149, 151]. При цьому, зазначена керованість цими змінними з боку центрального банку через застосування інструментів не надто оперативна, оскільки рішення, що приймаються на стратегічному рівні реалізації монетарної політики стосовно цих показників, як правило, не є короткостроковими, і покривають період в місяць, квартал, півріччя, і т.д.

На відміну від стратегічного рівня, який також вважається рівнем планування, операційний рівень більшою мірою має відношення до *реалізації* монетарної політики. Цей рівень передбачає створення інституційних передумов (наявність механізму реалізації інструментів) та вибір відповідних операційних (тактичних) цілей, виступаючих в якості зв'язування між інструментарієм та проміжними цілями (рис. 1.6).

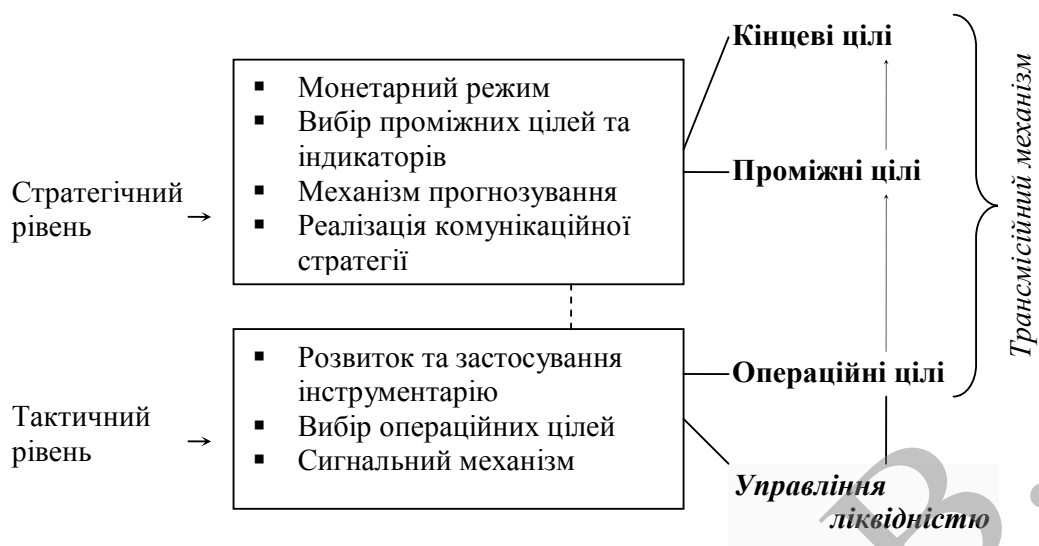


Рис. 1.6. Рівні реалізації грошово-кредитної політики

Інструменти, які застосовують центральні банки різних країн для досягнення цілей тактичного і стратегічного рівнів, відрізняються і залежать від організаційної і операційної структури монетарної політики. За механізмом дії інструменти поділяються на прямі (адміністративні, регуляторні) й непрямі (адекватні ринковим принципам). Основним недоліком прямого контролю вважають втрату цінових сигналів, неефективність розміщення кредитів [43, С. 187]. Оскільки ціна на ресурси у ринковій економіці виконує одразу дві економічні функції (інформаційну та розподільну), то спотворення структури цін через застосування прямих методів регулювання обумовлює формування помилкового уявлення щодо ефективності фінансового та виробничого секторів економіки. Непрямі методи монетарного регулювання мають ряд переваг, а саме: введення конкурентної ринкової практики у діяльності як центрального, так і комерційних банків, гнучкість кредитних інтервенцій, цінова сигналізація, ефективність розміщення кредитів. Однак, основною проблемою застосування непрямих інструментів у економіці перехідного періоду є проблеми зворотної селекції (*adverse selection*), морального ризику (*moral hazard problem*) та змови (*collusion problem*) [43, С.188]. Останнє обумовлено специфікою трансмісійного механізму монетарної політики у перехідних

економіках, а також асиметричністю інформації, що існує на фінансових ринках.

Можливість монетарної влади заходами грошово-кредитної політики чинити вплив на економіку визначається присутністю ефективного *трансмісійного механізму*, що проявляється у взаємодії тактичного (операційного) і стратегічного рівнів структури монетарної політики. Вважається, що вибір операційних цілей значною мірою визначається принципами, на яких заснована грошово-кредитна політика, а саме – кейнсіанстві чи монетаризмі, що, по суті, обумовлює дещо різні підходи до бачення і побудови механізму трансмісії. Не зупиняючись на всім відомих постулатах, зазначимо лише той факт, що порівняно з кейнсіанським (зосередження грошово-кредитного наряду втручання на регулюванні процентних ставок, як вирішальному факторі у прийнятті інвестиційних рішень), монетаристський передавальний механізм не обмежує вплив грошово-кредитного регулювання на економіку лише інвестиційною активністю, вважаючи, що чисельність та розмаїття каналів впливу грошей на реальну економіку набагато більше, що інколи не дає змоги точно визначити і відтворити їх у моделі трансмісійного механізму. При цьому, найчастіше виділяють три канали монетарної трансмісії: процентний, кредитний та канал цін активів (рис.1.7) [29, 100, 109, 124, 127, 137, 150, 151].

Механізм дії процентного каналу (*interest rate channel*) ґрунтується на припущенні, що монетарна влада використовує визначення якісних і кількісних характеристик ліквідності в економіці для контролю над процентними ставками, а отже для стимулювання інвестицій та інших компонентів сукупного попиту. З урахування ролі монетарної влади, дієвість процентного каналу трансмісійного механізму виглядає наступним чином:

$$\downarrow i_{\text{облікова}} \Rightarrow \uparrow M \Rightarrow \downarrow i_{\text{ринкова}} \Rightarrow \{\uparrow I; \uparrow C\} \Rightarrow \uparrow Y \quad (1.1)$$

де i – процентна ставка;

M – грошова маса;

- I – рівень інвестицій в економіці;
 C – рівень споживання;
 Y – випуск товарів.

Кредитний канал (credit channel) вважається більш різноманітним оскільки представлений декількома варіантами трансмісії: банківської, балансової, грошових потоків, ліквідності домогосподарств. Механізм його дії цього каналу заснований на припущенні, що грошова влада може впливати не тільки на ринкові відсоткові ставки, але й на рівень премії (перевищення над безризиковою ставкою, премії за ризик) за різними фінансовими активами. Грошово-кредитна політика в цьому випадку має додаткових ефект, не пов'язаний із безпосереднім впливом на рівень відсоткових ставок [29, 105, 124, 139].



Рис. 1.7. Монетарний трансмісійний механізм в економіці

Канал банківського кредитування (bank lending channel) працює завдяки тому, що з розширенням грошової пропозиції, в першу чергу збільшується

обсяг депозитів у банках, що призводить до розширення пропозиції кредитних ресурсів комерційними банками реальному сектору економіки. Якщо канал банківського кредитування передбачає, що розширення (зменшення) пропозиції грошових ресурсів відбувається внаслідок збільшення (зменшення) їх ліквідності, то інші модифікації цього каналу пояснюють це ефектом зниження ризику кредитування при збільшенні обсягу грошової маси в економіці.

Схема функціонування каналу банківського кредитування може бути представлена наступним виглядом:

$$\uparrow M \Rightarrow \uparrow D \Rightarrow \uparrow L \Rightarrow \uparrow I \Rightarrow \uparrow Y, \quad (1.2)$$

де D – обсяг залучених банками депозитів;

L – обсяг наданих до економіки кредитів.

Так, наприклад канал балансу активів та пасивів (balance sheet channel) передбачає, що і умовах збільшення грошової пропозиції відбувається зростання вартості акцій компанії, тобто інфляція цін фінансових активів. В цих умовах банки розширюють пропозицію кредитних ресурсів, оскільки висока ціна акцій фірм-позичальників виступає в якості гарантії повернення коштів. Але ця модифікація кредитного каналу найчастіше проявляє себе в умовах розвинутого ринку капіталів, як ринкового індикатора фінансового стану компанії. Схема функціонування даного каналу наступна:

$$\uparrow M \Rightarrow \uparrow K \Rightarrow \downarrow As \Rightarrow \uparrow I \Rightarrow \uparrow Y, \quad (1.3)$$

де K – капіталізація;

As – ризик (асиметрія інформації).

Важливою проблемою в контексті функціонування кредитного каналу є асиметрія інформації у відносинах між банком та позичальником, що впливає на ступінь раціоналізації кредитів банками і вартість кредитування реального сектора [170]. Робота кредитного каналу провокує асиметрію ефективності монетарної політики, що проявляється у зниженні чутливості міжбанківського ринку до заходів монетарної політики [144]. В контексті роботи кредитного каналу реакція банків на більш жорстку монетарну

політику проявляється на рівні погіршення кредитних умов, що в цілому призводить до підвищення відсоткових ставок для підприємств, зниженні термінів надання позик, погіршення умов застави [104].

Монетарна теорія і практика свідчать, що кредитний канал функціонує, як правило, в умовах недостатньо розвинутих фінансових ринків, нестійкого (розбалансованого) сукупного попиту, відсутністю зв'язку між обсягами та вартістю ресурсів в економіці, що значно ускладнює монетарний контроль з боку центрального банку. При цьому, індикаторами присутності кредитного каналу (коректніше, відсутності дії процентного каналу) монетарної трансмісії може бути відсутність чутливості ставок кредиту та депозиту до зміни ставки рефінансування, значний спред між ставками кредиту та депозиту, відсутність чутливості ставки міжбанківського кредиту до зміни ставки рефінансування, відсутність залежності між обсягом кредитування реального сектору економіки та вартістю кредитних ресурсів, а також між обсягом операцій на грошовому ринку та їх вартістю.

Отже, проведення монетарної політики ускладнюється тим, що центральний банк повинен проводити постійний моніторинг зміни обсягу та умов надання кредитів реальному сектору економіки. Керівництво Банку Кореї коментує це наступним чином: “обсяг кредитування реального сектора економіки має бути допоміжним індикатором ситуації в монетарній та реальній економіці, який би поряд з процентними ставками інформував би монетарну владу про зміну ситуації на грошовому ринку”. Вірогідність відхилень очікуваних центральним банком монетарних та економічних показників від запланованих у форматі кредитного каналу є набагато більшою, ніж за дії процентного каналу.

Крім того, домінуюча роль кредитного каналу може обумовлювати процеси концентрації в банківській системі та виробничому секторі. Відсутність у комерційних банків інформації про поточний стан та перспективи розвитку саме дрібних підприємств (як наслідок асиметрії інформації) примушує банки надавати послуги кредитування переважно

великому корпоративному клієнту, та висувати більш жорсткі вимоги щодо дрібних позичальників – представників малого та середнього бізнесу. В результаті, умови надання кредиту для великих підприємств становляться набагато м'якшими, ніж стандарти кредитування для дрібних підприємств, що являє собою ще одну конкурентну перевагу для великих підприємств.

В свою чергу на міжбанківському ринку відбувається істотне і різке розмежування великих та малих банків із подальшим погіршенням ліквідності останніх, причиною чому виступає та сама асиметрія інформації, тобто можливість більшого доступу до інформації саме великими банками, і саме про великі банки. Отже, як зазначають Кашьяп та Штайн, міжбанківський ринок, в умовах роботи кредитного каналу, звужується до кола великих банків [138, 139].

Негативний вплив асиметрії інформації між кредиторами та позичальниками може бути нівельовано у випадку існування ефективного ринку, який є альтернативним до банківського кредиту та депозиту – ринок фондів. Таким чином, мова йде про третій механізм грошової трансмісії в економіці – канал цін активів (*asset price channel*), першим варіантом якого була теорія q Тобіна (*Tobin's q theory*). Як і у випадку роботи кредитного каналу, припущення полягає в тому, що збільшення грошової пропозиції призводить до зростання цін акцій, що в подальшому визначає не стільки зміну оцінки ризику позичальника кредитором, скільки зміну поведінки самого позичальника щодо джерел залучення фінансових ресурсів. Схема функціонування даного каналу наступна:

$$\uparrow M \Rightarrow \uparrow K, A_p \Rightarrow \uparrow qT \Rightarrow \uparrow I \Rightarrow \uparrow Y, \quad (1.4)$$

де K – капіталізація;

A_p – вартість активів на фондовому ринку;

qT – коефіцієнт Тобіна.

Різновидом механізму трансмісії на базі цін активів є курсовий канал (*exchange rate channel*), який базується на припущенні, що обмінний курс національної валюти визначається (у короткостроковому періоді) під

впливом зміни внутрішніх відсоткових ставок на ринку фінансових активів (паритет відсоткових ставок), як наслідку мінливості грошової пропозиції. Це призводить до зміни номінального і реального курсів національної валюти, а отже й до зміни чистого експорту та сукупного випуску. Існування такого каналу часто піддається критиці, оскільки грошово-кредитна політика впливає на виробництво та ціни безпосередньо через зміну в структурі портфелів фінансових активів та інвестиційних рішень, а зміна валютного курсу є лише наслідком цього впливу, що абсолютно типово для відкритої економіки, оскільки рухливність номінального обмінного курсу та номінальних відсоткових ставок є пов'язаними. Але, існування незалежного курсового каналу є можливим і виправданим в умовах високого рівня доларизації економіки, обмеженого руху капіталу, тобто в економіках, що розвиваються. Схема функціонування даного каналу наступна:

$$\uparrow M \Rightarrow \downarrow i_{\text{ринкова}} \Rightarrow \downarrow SR \Rightarrow \uparrow E \Rightarrow \uparrow Y, \quad (1.5)$$

де SR – обмінний курс національної валюти;

E – чистий експорт.

Отже, сценаріїв передачі імпульсів від заходів монетарної політики до економіки може бути декілька. При чому, точно визначити і відтворити у моделі трансмісійного механізму дію того чи іншого каналу, як правило, доволі складно, що пояснюється існуванням багатьох специфічних рис, притаманних перехідним економікам, як то, наприклад, нерозвинутою інфраструктурою фінансових ринків, штучною підтримкою курсової стабільності, непрозорістю у стосунках операторів ринку, кредиторів і позичальників. Крім того, як зазначалося раніше, центральний банк за допомогою власного інструментарію має можливість прямо впливати на цілі операційні (короткострокового формату), які опосередковані, в свою чергу, цілям стратегічним.

В якості операційних цілей можуть обиратися кількісні або якісні параметри (банківські резерви чи процентні ставки грошового ринку), що, фактично, вже на цьому етапі обумовлює і визначає формат передачі

монетарних імпульсів до економіки. Так, впливаючи на обсяг банківських резервів (*операційну ціль*) інструментами грошово-кредитної політики та регламентацією певних нормативів діяльності, центральний банк має нагоду прямо контролювати зміну грошової бази, як джерела формування грошової маси в обігу, а отже й відслідковувати зміну пропозиції грошей (*в якості проміжної цілі*) в економіці через зростання грошових агрегатів M0, M1, M2, M3 (*індикаторів*). При цьому, як зазначає Науменкова С.В., грошова маса складається із компонентів, які обслуговують різноманітні економічні процеси і мають різний ступінь ліквідності, отже попит на визначені види грошей, рівно як і швидкість їх обігу неоднакові [58]. До того ж, оцінка результативності грошово-кредитного регулювання за динамікою різних агрегатів грошової маси може і не давати позитивного ефекту, оскільки останні, як традиційні орієнтири монетарної політики, відображають більшою мірою динаміку загального доходу, що не дає вагомих підстав вважати, що відповідну суму приросту буде спрямовано на інвестиції чи на задоволення споживчих потреб, а не на збільшення заощаджень, включаючи і грошові кошти поза банками, які не обслуговують відповідні трансакції. Тому останнім часом Національний банк України приходиться до висновку, що на сьогодні робити обґрунтований прогноз динаміки монетарних агрегатів дуже складно. До цього додається цілий ряд факторів, дію яких неможливо оцінити у кількісному вимірі, але вони суттєво впливають на динаміку монетарних агрегатів. Так, у 2002-2003 року розширення пропозиції грошей відбувалося швидшими темпами, ніж це визначалося “Основними засадами грошово-кредитної політики” (за перше півріччя 2003 р. грошова маса (M3) в Україні зросла на 22,4 %, наблизившись до річного показника – 27 %, що й обумовило необхідність перегляду показника планового приросту грошової маси до 42 %) [57]. Однак це не призвело до виникнення диспропорцій на грошово-кредитному ринку і не перешкодило НБУ виконати основні завдання грошово-кредитної політики: забезпечити стабільність гривні, економічне зростання та цінову стабільність). Отже, на даному етапі

розвитку економіки України, коли вирішальними факторами утримання кількісних монетарних орієнтирів у заданих межах не завжди є об'єктивні умови, розробка цільових критеріїв за монетарними агрегатами поступово втрачає свою значущість для забезпечення стабільності національної валюти та споживчих цін.

Більше того, дослідження і досвід центральних банків розвинутих країн свідчить, що монетарна влада здатна, більшою мірою, контролювати вузькі гроші, тоді як сталий зв'язок між реальними цільовими змінними та динамікою грошової маси спостерігається саме для широких грошових агрегатів. Крім того, у умовах прогнозування і контролюваності саме кількісних параметрів банківських резервів, мінливість короткострокових процентних ставок грошового ринку набагато вища, що може наражати на небезпеку досягнення проміжної цілі. Саме за цих причин Великобританія, США та Канада відмовилися від використання таргетування грошових агрегатів, як основного монетарного режиму, ще на початку 80-х рр.

Інша ситуація складається при обранні в якості операційної цілі такого показника, як процентні ставки грошового ринку (якісної характеристики кількісного стану), як результату певної ділової активності банків з метою вирішення проблем з ліквідністю. В цьому випадку в ланцюжку монетарної трансмісії логічною буде і поява "атрибутів" з цінними характеристиками, тобто показника інфляції, в якості проміжної цілі, та цінової (або, як варіант – курсової) стабільності, в якості стратегічної цілі грошово-кредитної політики. Отже, можна припустити, що декларування Національним банком України в "Основних засадах монетарної політики на 2002 рік" *поступового переходу* до прямого таргетування інфляції без встановлення обов'язкових до виконання кількісних орієнтирів монетарних агрегатів, повинно передбачати і принципові зміни у баченні ролі процентних ставок грошового ринку в якості операційних (тактичних) змінних монетарної політики.

Стосовно часових характеристик зазначеної операційної цілі можна додати, що тенденції останніх років свідчать на користь обрання

центральними банками саме *короткострокових* ставок грошового ринку за наступних причин:

- 1) моніторинг короткострокових ставок надає можливість центральному банку здобути максимально можливу кількість інформації про стан ринку, очікування його операторів, тобто інформування монетарної влади відбувається через поточні короткострокові ставки грошового ринку, що робить грошово-кредитну політику більш ринково-орієнтованою;
- 2) це надає центральному банку більше можливості протистояти спекулятивним атакам на офіційні процентні ставки, тобто робить монетарні заходи більш дієвими, а ставки більш керованими.

Зазвичай, часові характеристики операційних цілей в практиці центральних банків варіюються за дуже широкою шкалою: від ставок за нічними кредитами (овернайт) до трьох- та шестимісячними процентними ставками грошового ринку.

Вважається, що на відміну від останніх, короткострокові ставки грошового ринку (наприклад, овернайт) в максимально очищені від спекулятивних настроїв, інфляційних очікувань, та не демонструють спотворення намірів та бачення монетарною владою напрямку регулювання. Більше того, як зазначала директор Департаменту монетарної політики НБУ Н.І.Гребеник, доповідаючи на міжнародній науково-практичній конференції “Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування” (Київ, 2002р.): “...центральный банк, виконуючи свої функції, не є джерелом постачання ресурсів для комерційних банків щодо подальшого їх вкладення в ті чи інші активні операції. Національний банк - кредитор останньої інстанції і лише через регулювання грошового ринку підтримує короткострокову ліквідність банків” [17]. В цьому аспекті обрання короткострокових ставок грошового ринку в якості базової інформаційної складової стратегії монетарної політики є логічним і актуальним.

При цьому, з технічної точки зору безперечним є факт підвищення ефективності прогнозування грошового обігу через визначення кількості

необхідної для обігу готівки (касового прогнозування) та регулювання грошової маси як основи процесу управління грошовою пропозицією з боку центрального банку, у разі доповнення цього процесу моніторингом якісних показників грошового ринку – процентних ставок. Таким чином, відповідь на питання щодо кількості готівки, необхідної для встановлення певного співвідношення між грошовою і товарною масами в обігу, доповнюється “підказкою” за якою адекватною ціною ринок готовий прийняти (або віддати) цю ліквідність.

Таким чином, чітке визначення операційної цілі полегшує досягнення проміжної та стратегічної цілей через канали передачі монетарних імпульсів. При цьому, вирішальною мірою це залежить також від наступних аспектів: 1) характеристики джерел формування попиту на ліквідність з боку банків; 2) існуючих альтернативних можливостей задоволення цього попиту; 3) потенційної можливості центрального банку компенсувати незадоволений попит в рамках існуючого механізму; 4) чутливості ринку до заходів монетарного впливу. Дослідженню цих складових і буде присвячено параграфи 1.2 та 1.3.

1.2. Джерела формування попиту й пропозицій ліквідності

Вибір стосовно операційних цілей, як вже зазначалося раніше, може розподілятися між обсягом банківських резервів (кількісною характеристикою) та ставками грошового ринку (якісною характеристикою), як похідною від стану банківських резервів, що віддзеркалює збалансованість попиту та пропозиції ресурсів грошового ринку. Отже, вибір на користь ставок грошового ринку пояснюється більш яскраво вираженою інформаційною складовою та її ринковим характером. Крім того, це дає можливість визначити, за якою саме ціною прогнозована (очікувана)

кількісна характеристика обсягу банківських резервів буде формуватися, тобто на якому рівні буде встановлюватися очікувана рівновага.

Центральний банк, виступаючи, фактично, в якості монополіста з пропозиції ліквідності для поповнення резервів банків, має нагоду прямо впливати на умови рівноваги. Зрозуміло, що комерційні банки можуть отримувати ресурси також і від інших комерційних банків на міжбанківському ринку кредитних ресурсів за існуючими ставками, які і виконують роль інформаційною змінної для центрального банку щодо умов ринкової рівноваги, та виступають об'єктом впливу через застосування певного інструментарію. При цьому потенційні можливості та інструменти цього впливу будуть залежати також від того, що саме є джерелом попиту з боку банків, тобто за якої причини банки вважають за необхідне підтримувати певний обсяг ліквідності в якості банківських резервів.

Зміст поняття “банківські резерви” потребує окремої конкретизації, оскільки у контексті термінології нормативно-правової бази цей термін використовується дещо вузько. Цим поняттям обмежено обов'язкові банківські резерви, які на вимогу центрального банку повинні зберігатися на кореспондентських рахунках банків, та резерви за активними операціями (резерви для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків) [69, 70].

Дослідження теоретичних і практичних питань формування і управління банківськими резервами у роботах вітчизняних (Г.М.Белоглазової, Ю.С.Крупнової, В.Маневича та ін.) та зарубіжних (Ж.Матука, П.Роуза, Є.Ріда, Т.Коха, Ч.Вулфела) авторів дозволило обґрунтовано використовувати принципово більш ємкий за змістом термін.

По суті, банківські резерви є ні що інше, як певний обсяг ліквідності, яка використовується банками суто для вирішення короткострокових проблем, до яких можна віднести:

- необхідність проведення нагальних бізнесових трансакцій, для корекції робочого балансу банку, стан якого може впливати на показники діяльності комерційного банку, його кредитний рейтинг, тощо;
- виконання обов'язкових резервних вимог, які регламентовано центральним банком.

В умовах відсутності обов'язкових резервних вимог, доведених “зверху” центральним банком, попит на банківські резерви фактично дорівнює попиту на робочий баланс банку (working balance). Банки, на свій розсуд, можуть приймати рішення щодо стану їх робочого балансу, здійснюючи управління власною ліквідною позицією (з урахуванням вимог центрального банку, якщо вони мають місце). Однак, в цілому, підтримання робочого балансу на позитивному рівні буде залежати від:

- 1) існуючих нагальних потреб проведення бізнесових трансакцій;
- 2) вимог щодо стану робочого балансу наприкінці дня;
- 3) експлуатаційних характеристик системи платежів, тобто, чи дозволяє існуюча система розрахунків проводити корегуючі операції після визначення позиції (якщо розрахункова система забезпечує деякий період запозичення-вкладення серед учасників після того, як нетто-позиції балансів становляться відомими, потреба в “передбачливому утриманні” балансу позитивним зникає);
- 4) строку та умов надання допомоги центральним банком як кредитором останньої інстанції (у випадку існування більш вигідних умов отримання короткострокової централізованої ліквідності банк може воліти до від'ємного робочого балансу, що автоматично буде сприйматися в якості заявки на отримання ліквідності (приклад Європейського Центрального Банку).

При цьому “вартість” позитивного робочого балансу банку буде визначатися розміром того потенційного прибутку, який комерційний банк міг би отримати, тимчасово реалізуючи надлишок ресурсів на грошовому ринку, що, в певному розумінні, могло б мотивувати банки підтримувати

мінімальне позитивне сальдо. Головною причиною, за якою банки все ж вважають за необхідне підтримання позитивним робочого балансу – це небажання нести ризики невиконання розрахункових обов'язків у рамках існуючої системи розрахунків, та уникнення штрафних і адміністративних санкцій. *Таким чином, попит на резерви, в більшості випадків, буде демонструвати низьку чутливість до зміни короткострокової ставки грошового ринку (овернайт) в межах звичайного коридору навколо очікуваної траєкторії процентної ставки.*

З іншого боку, попит на резерви, на сукупному рівні, може демонструвати значну нестабільність, особливо в умовах неефективного управління банками резервною позицією, або існування технічних чи психологічних (поведінкових) перешкод для рівномірного розподілу резервів в системі. Що, в свою чергу, буде обумовлювати значну мінливість короткострокових ставок грошового ринку [107].

Таким чином ми маємо можливість зробити висновок, що *в умовах відсутності резервних вимог, як додаткового джерела попиту на ліквідність, нестабільність попиту та процентна нееластичність вимагатимуть від центрального банку управління пропозицією ліквідності на денній основі для уникнення небажаних коливань короткострокових ставок міжбанківського ринку .*

Другим джерелом попиту на ліквідність виступають обов'язкові вимоги резервування визначених депозитних вкладень (reserve requirements), до застосування яких монетарна влада звертається за наступних причин. Історично, резервні вимоги використовувалися центральними банками як інструмент для гарантування наявності достатньої ліквідності на випадок вилучення вкладів. Але із розвитком фінансових ринків та скороченням загального рівня резервування, ця розсудлива роль обов'язкових резервів зменшилася, представляючи інтерес для монетарної влади наявністю інших важливих функцій, а саме: 1) функції буфера для короткострокових ставок грошового ринку; 2) джерела сталого попиту на ліквідність центрального

банку, що забезпечує більш прогнозоване середовище для проведення операцій відкритого ринку центрального банку в умовах структурної нестачі ліквідності.

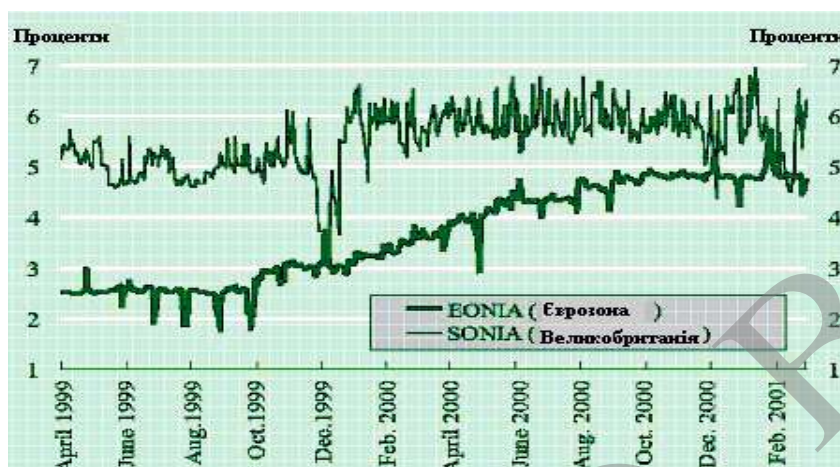
Сутність „буферної” функції резервних вимог полягає у *сприянні зменшенню мінливості ставок міжбанківського ринку*, спричиненої існуючою нестабільністю попиту на резерви протягом періоду резервування коштів, а також у *зміні чутливості попиту на резерви (необхідну ліквідність) до мінливості цих ставок*, що сприяє згладжуванню шоків ліквідності. Покажемо, в цьому сенсі, є порівняння динаміки короткострокових ставок міжбанківського ринку у Великобританії та Єврозоні, що пов’язано із різними підходами центральних банків цих територій щодо регламентації системи обов’язкового резервування (рис.1.8). Якщо в Євро зоні мають місце 2-х відсоткові вимоги резервування депозитів протягом місяця (періоду дотримання), то у Великобританії – це 0,35 % від залучених коштів без існуючої системи усереднення.

При цьому, реалізація буферної функції має місце лише за наявності наступних умов:

- 1) можливості використання резервних вимог для виконання певних обов’язків за розрахунками;
- 2) кількість ліквідності, яка підтримується банками разом із резервними вимогами повинна перевищувати цільовий рівень їх робочих балансів (мінімальний цільовий рівень надлишкової ліквідності – R^* на рис. 1.9);
- 3) існування вимог обов’язкового підтримання *усередненого обсягу* резервних вимог протягом *визначеного періоду* на рахунках у центральному банку .

Тобто, система обов’язкового резервування повинна представляти собою вимоги підтримання усередненого обсягу резервів протягом визначеного періоду, що дозволить комерційному банку протягом певного часу (періоду дотримання), у випадку виникнення додаткової потреби у ліквідності, вирішувати проблеми тимчасової нестачі ліквідності не за

рахунок ресурсів міжбанківського ринку, підштовхуючи зростаючим попитом процентні ставки до гори, а за рахунок використання коштів резервного рахунку.



Джерело: <http://www.ecb.int/home/html/researcher.en.html>

Рис. 1.8. Динаміка короткострокових ставок (овернайт) міжбанківського ринку в Євро зоні та Великобританії

Отже, фактором, що визначає мінливість межі попиту на резерви, є цільовий мінімальний рівень надлишкової ліквідності R^* та усереднені обов'язкові резерви \bar{R} , розраховані щодо обсягу ліквідності, залученої на визначені депозитні рахунки протягом періоду нарахування, і обов'язкові до виконання протягом періоду дотримання. Графічно сутність буферної функції обов'язкових резервних вимог може бути проілюстрована наступним чином (дивись рис.1.9). Поява усереднення \bar{R} виконує роль буфера для ставки овернайт через те, що в кожній точці періоду підтримання визначеного обсягу (норми) обов'язкових резервів банк залишається *індиферентним до зміни розмірів обов'язкових резервів у випадку очевидності очікуваної ставки овернайт (r^e)*. Це означає, що за умови очевидності рівня ставки овернайт в майбутньому, а отже й очевидності майбутніх витрат на придбання необхідної кількості ліквідності для виконання вимог обов'язкового резервування, попит на резерви з боку банків буде помітно реагувати навіть на незначні зміни у поточному рівні

процентних ставок, тобто буде мати місце *еластичність попиту на резерви навколо рівня очікуваної ставки овернайт* (r^e на рис.1.9):

- 1) у випадку зростання процентних ставок міжбанківського ринку попит на резерви буде зменшуватися за рахунок наявності у банків додаткової можливості використовувати кошти резервного рахунку для корекції робочого балансу;
- 2) у випадку зменшення ставок – активно нарощувати попит на ліквідність для поповнення резервного рахунку, та виконання вимог обов'язкового резервування в повному обсязі.

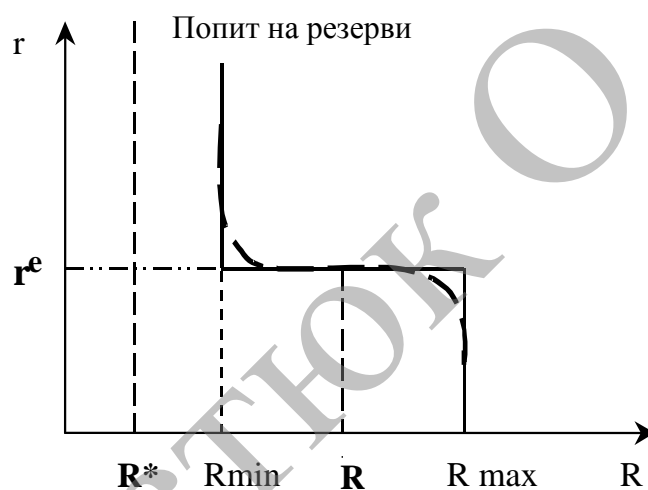


Рис. 1.9. Попит на банківські резерви в умовах існування обов'язкових резервних вимог

При цьому, наявність механізму усереднення обсягу обов'язкового резервування (підтримання усередненого показника резервів протягом визначеного періоду) дозволяє банкам самостійно обирати час підтримання максимального чи мінімального обсягу резервів, що, в свою чергу, полегшує вплив зміни попиту резервів на короткострокові ставки грошового ринку.

Треба зазначити, що межі, до яких резервні вимоги можуть виступати в якості буфера, не безмежні і звужуються по закінченні періоду дотримання: місце для маневру обмежується накопиченою позицією і кількістю днів, протягом яких можливе врегулювання надлишку чи дефіциту резервів

(рис.1.10). Це пояснює подальшу нездатність банків ризикувати, і призводить до зниження еластичності попиту від процентної ставки наприкінці періоду дотримання. У результаті в останній день періоду дотримання попит стає абсолютно нееластичним і дорівнюватиме сумі експлуатаційних резервів та тих, що необхідні для виконання резервних вимог в повному обсязі.

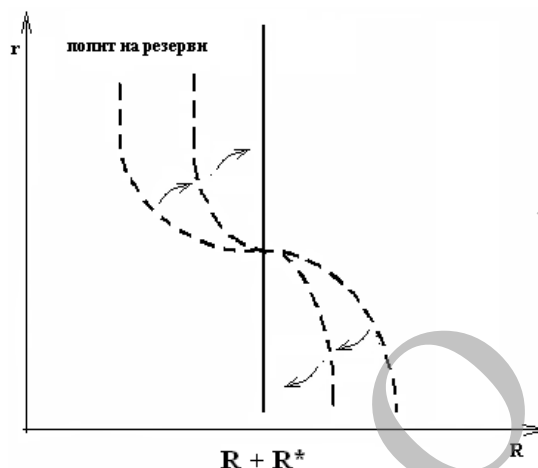


Рис.1.10. Зміна чутливості попиту на резерви у часі (протягом періоду резервування)

Це означає, що в умовах існування системи обов'язкового резервування із механізмом усереднення необхідність активного управління ліквідності з боку центрального банку для уникнення небажаних коливань короткострокових ставок зменшується. Ступінь достовірності зазначеного залежить від регламентованого рівня резервних вимог, тривалості періоду підтримання обов'язкових резервів та ставлення центрального банку до проблеми коливань короткострокових ставок грошового ринку.

Таким чином, враховуючи характеристики попиту на банківські резерви, задачею центрального банку є регулювання пропозиції таким чином, щоб забезпечити досягнення визначених операційних цілей. В цьому сенсі мають місце два важливих аспекти. По-перше, необхідність збалансування попиту і пропозиції обумовлює дії центрального банку щодо визначення та регулювання кількості ліквідності відповідно існуючим характеристикам попиту, що й представляє, по суті, сам процес управління ліквідністю. По-

друге, якщо центральний банк бажає *управляти операційними змінними*, тобто впливати на операційні цілі, регулюючи пропозицію ліквідності відповідно попиту, то акцент на цьому для ринкових учасників повинен бути зроблений через адекватні канали зв'язку, тобто, використовуючи сигнальний механізм в рамках розробленої комунікаційної стратегії управління ліквідністю.

Збалансування пропозиції ліквідності відповідно існуючому попиту вимагає від центрального банку аналізу потенціалу всіх можливих джерел ліквідності. Річ у тім, що окрім прямо контрольованої поставки ліквідності через існуючий інструментарій, є так зване автономне джерело – результат дії *автономних факторів, які чинять вплив на зміну пропозиції ліквідності, але при цьому не управляються прямо монетарною владою через застосування монетарних інструментів, або можуть бути лише опосередковано контрольованими*. До них можна віднести збільшення чистих резервів іноземної валюти та чистих запозичень уряду, зменшення готівки, випущеної в обіг, заборгованості перед міжнародними організаціями, цінних паперів власного боргу, тощо. У країнах, де за причини певних обставин (наприклад, підтримки твердого валютного курсу або в рамках коридору) має місце надлишкова структурна ліквідність, створена автономними факторами, центральний банк повинен віднаходити можливості її поглинання, що також є складовою процесу управління ліквідністю.

Дієвість автономних факторів може бути оцінена з позиції балансу центрального банку, а саме через зміну (збільшення / зменшення) в окремих його статтях (табл. 1.1).

Фактично, операції, які групуються у першій позиції **на** стороні активів і формують вимоги до уряду, в цілому можна вважати контрольованими з боку центрального банку. Однак, виходячи з того, що зазначені операції (угоди первинного ринку державних цінних паперів та кредити уряду) не є активним інструментом управління ліквідністю, а також керуючись намірами відокремити вплив операцій центрального банку з реальної поставки (чи

абсорбції) ліквідності для визначення *чистої позиції ліквідності* центрального банку (net liquidity position), ми вважаємо їх умовно автономними для спрощення ланцюжка подальших перетворень.

Таблиця 1.1

Стилізований баланс центрального банку

Активи	Пасиви
Цінні папери уряду та кредити, надані уряду (1)	Заборгованість перед урядом (А) (5)
	Заборгованість перед міжнародними організаціями (А) (5*)
Запозичення банкам (2)	Заборгованість перед банками понад вимог щодо обов'язкового резервування (6)
Чисті резерви в іноземній валюті (А) (3)	Резерви (7)
Інші активи (А) (4)	Банкноти та монети (А) (8)

Як показує стилізований баланс, центральний банк має можливість безпосередньо вдовольняти попит на ліквідність з боку банків через запозичення банкам (2) на стороні активів. В цілому ж пропозиція прогнозованої ліквідності (резервів) з боку центрального банку залежить від змін і в інших позиціях балансу. Математично, це може бути представлено наступною формулою:

$$\begin{aligned}
 \Delta \text{Резерви (7)} = & \Delta \text{Запозичення банкам(2)} + \Delta \text{Вимоги до уряду(1)} + \\
 & \Delta \text{Чисті резерви в іноземній валюті (А)(3)} + \Delta \text{Інші} \\
 & \text{активи (А)(4)} - \Delta \text{Заборгованість перед урядом (А)(5)} \\
 & - \Delta \text{Заборгованість перед міжнародними організаціями} \\
 & \text{(А)(5*)} - \Delta \text{Заборгованість перед банками(6)} - \\
 & \Delta \text{Банкноти та монети (А)(8)}
 \end{aligned}
 \tag{1.6}$$

Фактори, що впливають на зміну резервів можуть бути умовно категоризовано у дві групи. До першої групи включено фактори, які центральний банк не має можливості контролювати прямо (в таблиці вони позначені літерою А), а отже їх дія автономна. До другої групи належать фактори прямо контрольовані монетарною владою, що дає центральному

банку можливість безпосередньо впливати на резерви через зміну в цих позиціях балансу.

Таким чином, пропозиція може змінюватися за двома причинами (див. рис. 1.10):

- 1) через дію автономних факторів;
- 2) в результаті управління ліквідністю центральним банком, тобто через зміну в чистій позиції банків щодо центрального банку (за виключенням обов'язкових резервів).

В цьому випадку, пропозиція ліквідності відповідно існуючому попиту буде визначатися сумою ліквідності від дії автономних факторів та чистої позиції банків по відношенню до центрального банку (*net policy position*):

$$\begin{aligned} \Delta \text{Попит на ліквідність (резерви)} &= \Delta \text{Пропозиція ліквідності} = \\ &= \text{Автономна позиція ліквідності (+/-)} + \text{Зміна ліквідності, генерована центральним банком (net policy position)} \end{aligned} \quad (1.7)$$

Якщо, відповідно до розрахунків, автономна позиція ліквідності має позитивне значення (має місце у випадку перевищення активів над пасивами), це означає, що завданням центрального банку є зв'язування ліквідності через операції, які складають основу сторони пасивів балансу. Таким чином, визначення обсягу ліквідності, генерованої центральним банком повинно виходити із прогнозу динаміки автономних факторів, і визначатися через коригування обсягу пропозиції (поз.2 на рис. 1.11) на величину обсягу ліквідності походженням з автономних джерел (поз.3 на рис. 1.11).

Припустимо, що метою центрального банку є підтримання ринкового балансування попиту й пропозиції резервів із збереженням незмінності рівня відсоткових ставок грошового ринку. В цьому випадку необхідно враховувати, що той факт, що частина попиту (поз.1) може бути вдоволена через запозичення на міжбанківському ринку кредитних ресурсів (поз.5) за

бажаною (прийнятною) для центрального банку процентною ставкою i^d , що, в свою чергу, буде коригувати обсяг ліквідності, реальне постачання якого повинен забезпечити центральний банк, тобто визначатиме *чисту позицію ліквідності центрального банку*:

$$\Delta \text{ Пропозиція ліквідності (резервів) - } i^d(\text{запозичення резервів на міжбанку}) = \text{Автономна позиція ліквідності (+/-) + Чиста позиція ліквідності (net liquidity position) (+/-);}$$

$$\Rightarrow \text{Чиста позиція ліквідності (net liquidity position) (+/-) = Автономна позиція ліквідності (+/-) - } i^d(\text{запозичення резервів на міжбанку за прийнятною ставкою}) \quad (1.8)$$

Таким чином, *чиста позиція ліквідності* дорівнює додатковій кількості ліквідності, поставку якої через існуючий інструментарій центральний банк повинен гарантувати для збалансування ринку.

Таким чином, говорячи про вдоволення попиту на банківські резерви, необхідно проводити чітке розмежування між: 1) ліквідністю (резервами), створеною через автономні канали, тобто дією автономних факторів; 2) ліквідністю, попит на яку може бути вдоволений діями центрального банку (чиста позиція ліквідності).

Моніторинг та прогнозування динаміки автономних факторів, короткострокових ставок грошового ринку, та чистої позиції ліквідності є невід'ємною частиною управління ліквідністю, оскільки надає можливість оцінити еталонну кількість ліквідності, яку необхідно додати чи абсорбувати на ринку, та визначити необхідність проведення центральним банком конкретних видів операцій.

Окремо треба прокоментувати ситуацію щодо вірогідності виникнення позитивної чи негативної чистої позиції ліквідності центрального банку, тобто позиції чистого кредитора або дебітора. В принципі, вважається, що

центральні банки спроможні управляти ліквідністю як в умовах її нестачі, так і в умовах надлишку – різниця за інструментами, механізмами та вихідними умовами.



Рис. 1.11. Стилзоване зображення джерел формування пропозиції ліквідності

Позиція чистого кредитора у короткостроковому періоді є найбільш типовою і оптимальною, оскільки дозволяє в умовах вже існуючих характеристик попиту на ліквідність в системі обов'язкового резервування пропонувати ринку додаткову ліквідність через головний ринковий інструмент монетарної політики – операції відкритого ринку, та впливати таким чином на граничну собівартість фондів, які мають можливість отримувати комерційні банки, тобто на процентні ставки як операційну ціль. Це абсолютно відповідає установці центрального банку щодо обмеження мінливості міжбанківських ставок при зміні стану ліквідності ринку, та

сприяє прозорості монетарної політики в цілому. А, враховуючи той факт, що розвиненість фінансових ринків та зростання потоків мігруючого капіталу збільшують чутливість обмінного курсу та процентних ставок до прогнозованих змін у монетарній політиці, можна визначити, що, управляючи нестійкістю короткострокових ставок грошового ринку, центральний банк має нагоду посилювати вплив на ринкові очікування, рефлексія яких може мати і немонетарну природу.

Отже, зменшенню нестабільності короткострокових процентних ставок міжбанківського ринку, як операційної цілі, сприяють: 1) існування системи усереднення обсягу обов'язкових резервів; 2) максимально точно визначення і прогнозування чистої позиції ліквідності центрального банку; 3) наявність у центрального банку кола інструментів для створення додаткової ліквідності.

1.3. Потенціал монетарного інструментарію щодо впливу на ліквідність грошового ринку

1.3.1. Механізми урегулювання ліквідності грошового ринку

Комплексний підхід центрального банку до використання кола інструментів для управління ліквідністю грошового ринку та досягнення визначених операційних цілей ґрунтується на чіткому баченні і прогнозуванні потенційних результатів їх застосування. Основними економічними засобами і методами управління грошовою пропозицією з боку центрального банку є регулювання обсягу грошової маси через регулювання норм обов'язкових резервів для комерційних банків та фінансово-кредитних установ; процентну політику, рефінансування комерційних банків, операції з цінними паперами на відкритому ринку [43, С. 153].

Ліквідність грошового ринку може бути відрегульована декількома способами, які можуть різнитися за технікою реалізації, періодами

використання, стороною, що ініціює процес. В цілому, їх можна представити угрупованнями, сформованими за наступними критеріями: техніка застосування інструментарію, ступінь контрольованості з боку центрального банку; частота використання (див. рис.1.12).

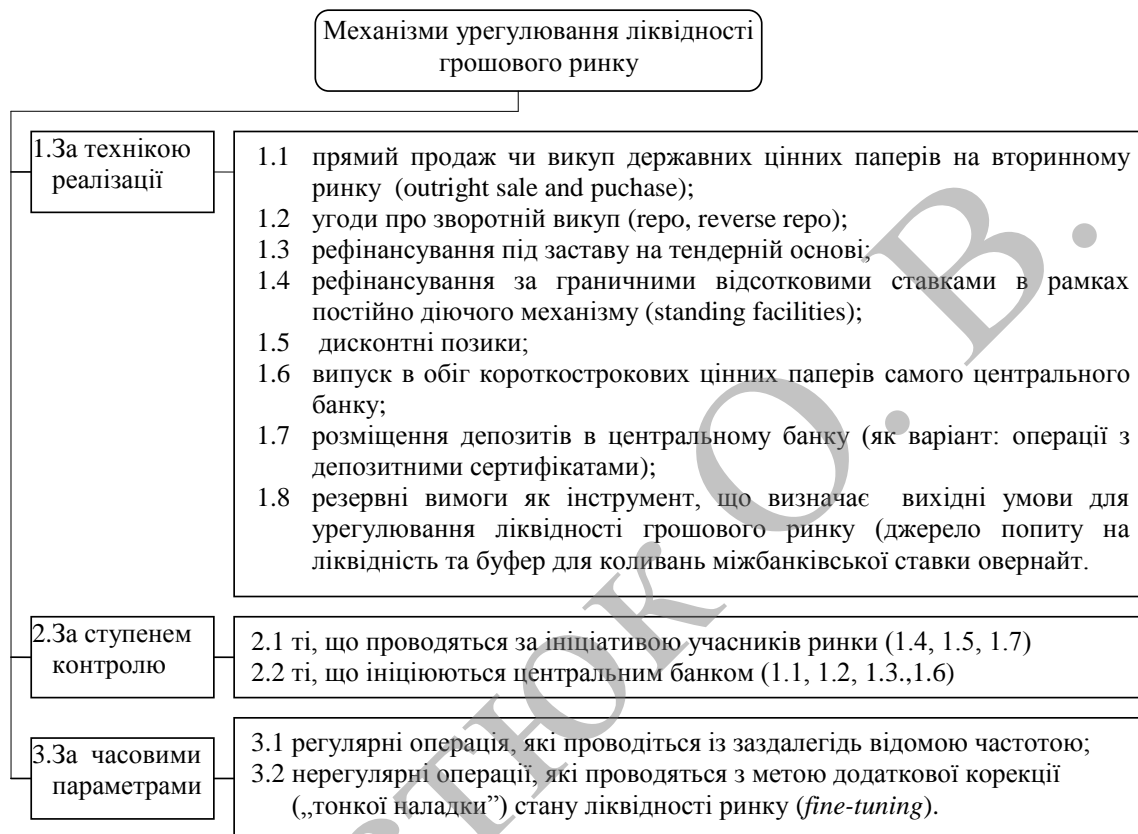


Рис. 1.12. Класифікація механізмів урегулювання ліквідності грошового ринку

Ранжування механізмів урегулювання ліквідності за технікою реалізації угод надає можливість визначити і надати загальну характеристику найтипівішим монетарним інструментам, специфіка застосування яких окремими центральними банками буде висвітлена у п. 1.3.2.

Операції на зворотній основі.

Відповідно до міжнародної практики до категорії операцій репо (*repurchase agreements*), що входять у більш широкий клас “операцій на зворотній основі” (*reverse transactions*), відносяться власне угоди прямого і зворотного репо (*repo* і *reverse repo*), та угоди продажу зі зворотним викупом

чи покупки зі зворотним продажем базового активу в обмін на одержання грошових коштів (*sell/buy-back, buy/sell-back*). Класична схема реалізації даної угоди передбачає передачу права володіння базовим активом протягом певного періоду від одного контрагента до іншого. Базовим активом для проведення операцій репо центральними банками, як правило, виступають державні цінні папери, що є також одним з найбільш розповсюджених базових активів і на міжбанківському ринку репо .

Починаючи з 1995 р. більшість угод репо в розвинутих країнах здійснюється на основі Типової угоди про операції репо (Global Master Repurchase Agreement / GMRA), нова редакція якого була розроблена у 2000р. Міжнародною асоціацією учасників фондових ринків разом із американською асоціацією учасників ринків облігацій. У межах названих типових угод неявна специфіка операцій “sell/buy-back” фактично нівелювала їх відмінність від угод репо, що дозволило представити основну класифікацію у наступному вигляді (рис.1.13).

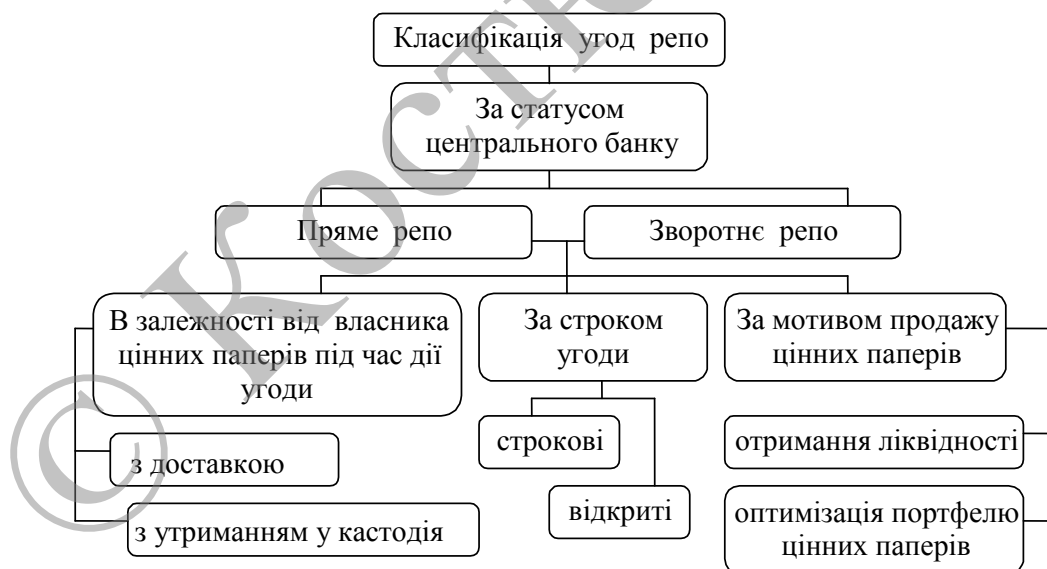


Рис. 1.13. Класифікація угод на зворотній основі

Наведена класифікація побудована у відповідності до цілей їх проведення центральним банком, тобто його статусу в угоді. Так, якщо центральний банк має на меті збільшувати ліквідність грошового ринку – він

укладає угоди прямого репо та виступає в ролі покупця цінних паперів. У силу загального структурного дефіциту фінансового сектора багатьох країн стосовно своїх центральних банків, найбільше значення набувають саме операції прямого репо, які виконують роль базового, а в ряді випадків і єдиного механізму рефінансування фінансового сектора з боку центральних банків як у рамках проведення операцій на відкритому ринку (open market operations), так і в рамках надання учасникам так званих “постійно діючих можливостей” (standing facilities).

Необхідність вилучення зайвої ліквідності виникає істотно рідше – як правило, для створення структурної нехватки ліквідності у довгостроковому періоді, або для компенсації кон'юнктурних коливань. Для стерилізації надлишкової грошової маси використовуються так названі операції «точного настроювання» (*fine-tuning*), до яких відносяться зворотне репо, валютні свопи і термінові депозити. Однак в ряді країн саме операцій зворотного репо, за висновками Банку міжнародних розрахунків, відіграють ключову роль.

За часовими характеристиками, угоди репо можуть бути *строкові* (із зазначенням терміну викупу та відсоткової ставки) та *відкриті* (без визначення терміна дії та заздалегідь фіксованої процентної ставки). Останній різновид операцій репо надає кожній із сторін (або визначеній стороні) право в односторонньому випадку вимагати від іншої закінчення дії угоди в любий момент, але з обов'язковим повідомленням про дату завершення дії цього договору.

Залежно від умов переходу права власності на цінних паперів, угоди репо можуть бути двох типів, а саме: з доставкою (*delivery repo*) та з утриманням у зберігача (*hold-in-custody repo*). Механізм реалізації угоди з доставкою передбачає *передачу права власності* на цінні папери на термін дії угоди від продавця до покупця, що дозволяє останньому використовувати їх протягом цього періоду на свій розсуд та отримувати купонні виплати.

Механізм угоди з утриманням у зберігача (кастодія) визначається наступними характерними ознаками:

- 1) наявність третьої незалежної сторони (посередника), яка забезпечує технічну сторону реалізації угоди, та гарантує збереження і розпорядження цінними паперами продавця на особливому рахунку *покупця* (тобто від імені покупця);
- 2) збереження права власності на цінні папери та номінальної можливості отримувати купонні виплати протягом дії угоди *за продавцем*;
- 3) надання *продавцю* можливості заміни задіяних в угоді цінних паперів іншими рівноцінними активами для ефективного управління портфелем в умовах зміни цінової кон'юнктури ринку за умови сплати на користь *покупця* додаткового проценту;
- 4) надання *покупцю* права по закінченню терміну дії угоди отримати від продавця відсотки за користування кредитом та купонні виплати по цінних паперах за період дії угоди;
- 5) перехід права власності на цінні папери *до покупця* у випадку несплати відсотків чи вчасного неповернення боргу продавцем.

До функцій посередника-зберігача відноситься: 1) утримання на окремому рахунку покупця в його інтересах цінних паперів продавця; 2) сприяння здійсненню розрахунків; 3) моніторинг та інформування сторін угоди про зміну цінової кон'юнктури ринку цінних паперів; 4) перевірка адекватності цінних паперів умовам угоди та можливості їх заміни.

У розвинутих країнах послуги кастодія складають близько 1,5-4 % від номінальної вартості цінних паперів, що утримуються на рахунку. Угоди репо зазначеного типу поширені в США (75 % від загального обсягу укладених угод репо) та Європі (25 % відповідно), що визначається і, взагалі, має сенс за високого рівня ліквідності вторинного ринку державних цінних паперів.

До речі, схема, за якою реалізується рефінансування комерційних банків Національним банком України, за наявності деяких ознак (заставний

характер відносин, блокування цінних паперів на рахунку депозитарію НБУ, здійснення клірингу та розрахунків за договорами щодо операцій з цінними паперами через депозитарій НБУ) принципово не може відноситися до розглянутого типу угод на зворотній основі за причини відсутності головного елементу, що визначає сутність і сенс угоди – можливості заміни продавцем задіяних в угоді цінних паперів іншими рівноцінними активами для управління портфелем в умовах зміни цінової кон'юнктури ринку. Крім того, визнання достатніми і прийняття Національним банком України в якості застави під рефінансування майнових прав, як результату кредитної угоди між комерційним банком та суб'єктом господарювання, означає існування обмежених можливостей вторинного ринку державних цінних паперів, і перешкоджає розвитку зазначеного виду угод.

Вартість грошових ресурсів в рамках угод про зворотній викуп (репо) може бути фіксованою або плаваючою. Вибір підходів щодо проведення відповідних аукціонів (голландського чи американського типу) залежить від: 1) підходів щодо визначення і досягнення операційних цілей (кількісних або якісних параметрів); 2) позиції, яку обирає центральний банк в рамках сигнальної стратегії монетарної політики – сторони, що генерує та надсилає сигнали для ринку або отримує їх.

Інформування щодо фіксованої вартості ресурсів (за невідомими для учасників ринку параметрами обсягу) в рамках аукціону репо, фактично, визначається як інформаційний сигнал, який надсилає ринку центральний банк. Це зобов'язує потенційних учасників ринку, формуючи відповідні заявки, самостійно визначати обсяг замовлення, розраховуючи на його повне вдоволення. Обсяг сформованих таким чином заявок представляє для центрального банку інтерес з точки зору кількісних параметрів попиту, що, в свою чергу, дає можливість оцінити стан банківських резервів як операційної цілі.

Однак, дотримання при розподілі визначеного обсягу грошових ресурсів принципу пропорційності відносно поданих заявок, як правило, може

призводити лише до часткового вдоволення попиту, що пояснюється прагненням центрального банку сприяти гладкому розподілу та рівномірному підтриманню резервів протягом всього періоду підтримки (maintenance period), та наблизити характеристики існуючого попиту до визначених параметрів операційної цілі (обсягу банківських резервів). В результаті, застосування центральними банками подібних підходів обумовило самостійне вирішення комерційними банками проблем невдоволення попиту через формування в заявках запиту на свідомо більший обсяг ресурсів, ніж потрібно в дійсності. Це, в свою чергу, стало джерелом перекручування інформації стосовно кількісних характеристик попиту з боку комерційних банків. Подібна ситуація мала місце в практиці Європейського Центрального Банку (ЄЦБ) протягом 1999-2000 рр., що і обумовило поступовий перехід до тендерів за плаваючою ставкою в рамках головних операцій з рефінансування [152]. За словами керівництва ЄЦБ, перехід до тендерів за плаваючими відсотковими ставками став відповіддю на проблему надмірної пропозиції щодо придбання ресурсів (overbidding), яка мала місце в контексті реалізації аукціонів за фіксованими відсотковими ставками [164].

Техніка реалізації аукціону за плаваючою ставкою передбачає формування в заявці потенційним учасником аукціону рівня процентної ставки, за якою є наміри придбання певного обсягу грошових ресурсів. Треба зазначити, що визначення ставки в якості “плаваючої” є досить умовним, оскільки мова йде про оголошення монетарною владою межі, порушення якої в пропозиції (нижче цільової ставки в угодах прямого репо, та вище цільової – в угодах зворотного репо) означатиме потенційне ігнорування центральним банком поданої заявки. Однак, саме плаваюча ставка надає можливість центральному банку: 1) отримувати якісний інформаційний сигнал щодо потенційної оцінки ринком необхідних грошових ресурсів, на вартість яких можуть також чинити вплив і чинники кон’юнктурного характеру; 2)

порівнювати досягнуті параметри операційної цілі із визначеними (або очікуваними); 3) контролювати та управляти ринковими очікуваннями [153].

Таким чином, для більшості центральних банків угоди зворотного викупу (операції репо) – це:

- 1) один із базових механізмів управління ліквідністю банківської системи, який використовується для рефінансування і стерилізації ліквідності;
- 2) важливий (а в ряді випадків – основний) інструмент передачі ринку сигналів про бажані рівні процентних ставок грошового ринку, які є базовими (цільовими) орієнтирами грошово-кредитної політики;
- 3) найбільш точний індикатор очікувань учасників у відношенні короткострокових процентних ставок грошового ринку;
- 4) джерело базових ставок для нарахування відсотків;
- 5) один з найважливіших показників для оцінки кредитного спреду інших фінансових інструментів;
- 6) один з базових механізмів короткострокового денного кредитування для підтримки функціонування платіжних систем.

Треба зазначити, що угоди зворотного викупу надзвичайно зручні для проведення грошово-кредитної політики, оскільки:

- 1) вони одночасно є гнучким інструментом управління ліквідністю і ставками грошового ринку;
- 2) практично не несуть у собі кредитних ризиків, оскільки являють собою забезпечені кредити;
- 3) у силу практичної безризиковості є найбільш точним індикатором очікувань учасників у відношенні короткострокових ставок грошового ринку.

Крім того, операції репо за участю центрального банку, на відміну від прямих операцій купівлі/продажу (*outright sales and purchases*) на відкритому ринку: 1) не вимагають обов'язкової наявності високоліквідних ринків цінних паперів, що виступають забезпеченням по операціях репо; 2) практично не впливають на ринкові ціни відповідних паперів. Виходячи з цього, операції

аутрайт коректніше відносити до інструментарію монетарної політики як категорії більш широкої і довгострокової, ніж управління ліквідністю грошового ринку.

Отже, основною загально визнаною перевагою операцій репо в порівнянні з іншими інструментами грошово-кредитної політики (крім згадуваних вище безризиковості і гнучкості) є ринковий характер цих операцій. Що дозволяє монетарній владі, використовуючи існуючі ринкові структури і механізми, ефективно управляти ліквідністю банківської системи і ставками грошового ринку, не прибігаючи до прямого адміністративного регулювання операцій міжбанківського, що послаблює фінансовий сектор.

Постійно діючі механізми рефінансування

Не менш важливим інструментом управління ліквідністю є угоди, що активізуються за ініціативою самих комерційних банків – постійно діючі можливості рефінансування (standing facilities) – короткострокова кредитна підтримка центральним банком інших комерційних банків. Навряд чи цей інструмент може конкурувати з попереднім за інформаційним потенціалом поточного стану ринку, що пояснюється його функціональним змістом: виконання ролі “клапану ліквідності” з метою зняття напруги на короткострокові ставки грошового ринку. Однак, різноманітність схем та обсягів застосування цього інструменту в практиці центральних банків дозволяє зробити висновок про не одностайність оцінки місця і ролі постійного механізму рефінансування у монетарній політиці, яку проводить центральний банк.

Загально поширений механізм рефінансування, незважаючи на різноманітні особливості застосування у різних країнах, має загальні риси, які полягають у наступному. В умовах достатньої ліквідності грошового ринку банки не потребують рефінансування. Як зазначалося раніше, ринкові угоди, які ініціюються самим центральним банком (угоди репо), в ідеалі повинні забезпечувати збалансований перерозподіл ліквідності. Отже облікова ставка буде вищою за відсоткові ставки на ринку грошей, і банки не

будуть звертатися до центрального банку. Якщо ж попит на гроші буде перевищувати пропозицію, то облікова ставка, навпаки, буде нижчою за відсоткові ставки на ринку. Банки намагатимуться залучити більш дешеві ресурси під облікову ставку через облік у центральному банку комерційних векселів та цінних паперів, що відповідають певним вимогам, критеріям, регламентованим центральним банком. Переорієнтація попиту на гроші з міжбанківського ринку до ресурсів центрального банку має призвести до утримання підвищення відсоткових ставок на міжбанківському ринку кредитних ресурсів. Така ситуація спостерігатиметься доти, доки ринкова ставка не стане нижчою за облікову ставку, або банки повністю не вичерпають своїх можливостей отримувати кредити рефінансування через обмеженість у власності заставних фінансових інструментів, чи невідповідність додатковим критеріям внаслідок дії певних регулятивних та цінових обмежень на доступ до ресурсів центрального банку. Вичерпування банком можливостей отримання одноденних кредитів рефінансування фактично буде змушувати його до запозичення короткострокових кредитів на міжбанківському ринку кредитних ресурсів за більш високими ставками. Таким чином зазначена стратегія центрального банку на міжбанківському ринку повинна сприяти заохоченню банків до вдосконаленню якості прогнозування власної ліквідності, що, в свою чергу, буде певною запорукою стабільності на міжбанківському ринку.

Отже банки, вимушені звертатися до можливостей постійних механізмів рефінансування у випадках, коли: 1) сам центральний банк допустив помилку у прогнозі стану ліквідності ринку та обсягів ліквідності, які необхідно додати (відняти); 2) неефективність самої системи призвела до нерівномірного перерозподілу резервів. Це, в свою чергу, може зумовлювати невідповідний стан балансів комерційних банків наприкінці робочого дня. В цьому випадку можливості постійних механізмів рефінансування (граничне рефінансування) передбачають надання комерційним банкам однодобових забезпечених кредитів (ломбардних, або на умовах репо) або вкладення

надлишкової ліквідності. Саме тому, в практиці окремих центральних банків постійні механізми рефінансування вважаються не менш важливим інструментом управління ліквідністю.

Взагалі технічна сторона реалізації цього інструменту суттєво різниться в практиці центральних банків. Так, наприклад, за принципом формування ціни, однодобові кредити можуть поділятися на ті, що надаються за фіксованою ставкою та за плаваючою. При цьому плаваюча ціна може обиратися, як гранична ставка (верхня стеля) за ринковими процентними ставками “овернайт” протягом дня, або це може бути принцип “щабель” – підвищення вартості позики в залежності від обсягів та часу отримання кредиту (принцип формування вартості пізніх кредитів для дисконтних домів у Великобританії). Крім того, окремі центральні банки можуть встановлювати квоти на обсяги наданих ресурсів, умови надання за термінами, та регламентувати процедуру надання (редисконтування, зворотні угоди, викуп на умовах аутрайт), що дозволяє виділити в окрему категорію угоди заставні (ломбардні), та ті, що передбачають перехід права власності на базові активи. За терміном дії це можуть бути короткострокові угоди (однодобові), чи триваліші (що типово для ломбардних кредитів).

Специфічність передумов реалізації угод в рамках механізму постійного рефінансування дозволяє зробити висновок, що виконання центральним банком функції “кредитора останньої інстанції” можна вважати досить умовним, оскільки це не передбачає надання комерційним банкам ніяких пільг, за винятком практики надання окремими центральними банками субсидованих кредитів (*дисконтних кредитів*) за найнижчою ставкою.

Ключова функція дисконтного кредиту у монетарній політиці визначалася як надання ліквідності комерційним банкам (як правило в рамках визначених квот) для запобігання виникнення овердрафту наприкінці дня, виконання ними резервних вимог (що особливо актуальним було в умовах безлагової системи резервних вимог) та обмеження тиску на міжбанківську ставку овернайт. Надання дисконтних кредитів

практикувалося у випадку, коли комерційний банк 1) не знаходив можливості отримання ресурсів на ринку за розумною ціною; 2) за умови наявності цінних паперів, які визнаються в якості прийнятних для обміну на гроші.

Найактивнішою практика надання дисконтних кредитів мала місце в США (до реформування системи у 2003 році), і демонструвала достатньо високу ефективність управління грошовим ринком. Особливої актуальності цей інструмент повинен був мати за часів фінансової кризи, коли центральний банк, пропонуючи ресурси за найнижчою ціною, по суті, надавав допомогу ринку. Але, саме небажання банків інформувати монетарну владу та своїх клієнтів про дійсні розміри проблем через звернення за допомогою до дисконтного вікна і дискредитували статус центрального банку як кредитора останньої інстанції під час фінансової кризи 90-х років. Спеціалісти вважають, що саме це стало початком заходу ери дисконтних кредитів як інструменту управління ліквідністю грошового ринку. Більш того типовим прикладом неефективності даного інструменту стала практика Банку Японії (з 1996 р.), де вартість дисконтного кредиту була зменшена до історично низьких розмірів (політика “нульових відсоткових ставок”), що, нажаль, не провокувало відповідної реакції в банківському секторі і економіці в цілому.

Таким чином, сьогодні дисконтні (облікові) ставки, які присутні в комплексах ключових відсоткових ставок центральних банків, більшою мірою відіграють роль базових рівнів для розрахунку вартості маргінальних (граничних) кредитів та штрафів.

Ініціювання цих операцій, як правило, є суто справою самих банків, оскільки залежить від їх можливостей: наявності базового активу, готовності виплачувати певні відсотки, відповідність власних показників ефективності умовам центрального банку, тощо. Однак, якщо отримання дисконтного кредиту є доволі складним (практика Федеральної Резервної Системи), то звернення до можливостей постійно діючого механізму рефінансування з метою отримання граничного кредиту для вирішення проблем ліквідності

наприкінці робочого дня в практиці окремих центральних банків (приклад ЄЦБ) може бути обов'язковим. Отже, саме в площині визначення ролі цього інструменту в експлуатаційній структурі монетарної політики визначається формування двох принципово різних підходів центральних банків щодо управління ліквідністю: активного (active liquidity management) чи такого, що адаптується (accommodating liquidity management).

В експлуатаційній структурі монетарної політики, побудованій на активному використанні можливостей постійно діючих механізмів рефінансування, центральний банк, будучи готовим мати справу з комерційними банками (надаючи кредити та приймаючи депозити за визначеними відсотковими ставками), прямо не намагається впливати на обсяги банківських резервів. Такий підхід принципово відрізняється від активного управління ліквідністю, оскільки зміни в кількості ліквідності визначаються саме ринком. Використання в якості фундаменту експлуатаційної структури операцій ринкового характеру, які ініціюються центральним банком (1.1, 1.2, 1.3, 1.6 на рис. 1.12), надають можливість останньому вирішувати, яку кількість ліквідності буде надано або забрано для того, щоб чинити вплив на відсоткові ставки з метою досягнення їх певного рівня. Важливою передумовою для ефективного застосування активного управління ліквідністю є точне прогнозування ліквідності міжбанківського ринку та чистої позиції ліквідності.

Резервні вимоги

Окремо необхідно приділити увагу резервним вимогам як інструменту, що визначає вихідні умови для обрання підходів щодо урегулювання ліквідності грошового ринку, оскільки одночасно виконує ряд вельми важливих функцій (виступає джерелом попиту на грошові ресурси та буфером для коливань міжбанківської ставки овернайт).

Практика свідчить, що незважаючи на зменшення ролі цього інструменту грошово-кредитного регулювання, центральні банки не спішать взагалі відмовлятися від резервних вимог, оскільки це досить дієва інерційна

складова для короткострокових ставок грошового ринку, добрий кількісний орієнтир для прогнозування обсягу ліквідності, яку необхідно надати через ринкові операції за ініціативою центрального банку. Окрім того, цей інструмент виконує значну дисциплінарну функцію, що дозволяє підтримувати стабільність грошово-кредитної системи, а також є одним із мотивів поведінки фінансових інститутів на міжбанківському ринку.

Ключові елементи політики резервних вимог ілюстровано на рис.1.14.



Рис.1.14. Ключові елементи політики резервних вимог

Вибір монетарною владою кола установ, які повинні відповідати за резервними вимогами залежить, здебільшого, від структури учасників грошового ринку. Приймаючи до уваги той факт, що учасниками грошового ринку є не тільки депозитні установи, але й інвестиційні фонди та фонди грошового ринку, то об'єктом резервування можуть виступати не тільки депозити фізичних та юридичних осіб, але й інструменти грошового ринку, а інколи й інструменти фінансового ринку, наприклад довгострокові облігації, акції та інше.

Регламентация норми резервування є одним із базових елементів системи, оскільки передбачає достатньо високу чутливість грошового ринку

щодо її зміни: підвищення норми обов'язкового резервування призводить до погіршення ліквідності грошового ринку, переводячи резерви із групи надлишкових до групи обов'язкових. Таким чином, монетарна влада отримує під свій контроль ті резерви учасників грошового ринку, якими вони не досить ефективно, з точки зору центрального банку, розпоряджалися.

Не вдаючись до подальшого коментарію специфіки кожного із елементів системи обов'язкового резервування коштів, зазначимо лише, що в практиці центральних банків демонструється велике різноманіття підходів щодо організації роботи цієї системи. Отже, пом'якшення або жорсткість політики може виявлятися не тільки через зміну норми резервування, але і через регламентацію визначених змін в рамках окремих елементів системи.

Так, в умовах підвищення використання готівки в банківській системі для забезпечення роботи карткових платіжних системи, монетарна влада може дозволяти використання і регламентувати припустиму норму підтримання готівки в касі в якості активу для вдоволення резервних вимог. При цьому, зниження частки готівки в загальній структурі активів, прийнятних для виконання резервних вимог буде розцінюватися як більш жорсткі умови системи обов'язкового резервування.

Аналогічний ефект можуть мати і зміни, внесені до системи нарахування та дотримання резервних вимог, якою встановлюється послідовність та тривалість періодів часу, протягом яких центральний банк підраховує обсяг коштів на визначених рахунках банків для подальшого застосування до них норми обов'язкового резервування (період нарахування), та зобов'язує банки підтримувати певний обсяг резервів на окремому рахунку (період підтримки). На цей час в практиці центральних банків відомо три системи нарахування та дотримання резервних вимог: безлагова, напівлагова, а з повним лагом. Тип системи визначається проміжком часу, якій відділяє початок періоду обрахування від початку періоду підтримання: чим коротшим є проміжок, тим більш жорсткою є система обов'язкового резервування. Як правило, центральні банки вдаються до безлагової за

причини накопичування у банківській системі помітної кількості надлишкових резервів, з метою запобігти неконтрольованому відтоку коштів з ринку депозитів до ринку товарів та послуг (певний час застосовувалася Федеральною Резервною системою). Напівлагова система базується на усередненні обсягу депозитних вкладів протягом визначеного періоду, але має своєю головною рисою те, що між початком періоду обчислення та початком періоду підтримання резервних вимог є проміжок часу, який дорівнює половині періоду обчислення. Найбільш ліберальною відносно депозитних установ є система резервування з повним лагом, за якої період підтримання починається, як правило, через визначений часовий лаг після закінчення періоду нарахування, що сприяє більшій прогнозованості обсягів ліквідності.

Таблиця 1.2

Ступінь прояву функцій обов'язкового резервування в залежності від обраного типу системи обрахування та підтримання

Тип системи	Функції, які виконує система обов'язкового резервування			
	„буферна” функція для короткострокових ставок грошового ринку	кількісний орієнтир для прогнозування обсягу ліквідності	інструмент грошово-кредитної політики, який обмежує	дисциплінарна функція
Безлагова				
Напівлагова				
З повним лагом				

В таблиці 1.2 ілюстровано вплив типу системи обчислення та підтримки резервних вимог на прояв зазначених раніше функцій.

Крім того, в країнах з активним застосуванням резервних вимог, механізм дії яких визначає періоди обрахування та підтримання усереднених показників ліквідності, актуальності набуває поділення операцій з урегулювання ліквідності на *регулярні* та *нерегулярні*. Регулярні трансакції (коротко- та середньострокові операції з рефінансування через тендерні аукціони та в рамках постійно діючих механізмів), як правило, націлені на покриття більшої частини необхідної ліквідності, при чому тривалість та

терміни їх проведення прив'язуються до характеристик (тривалості) періоду підтримання резервних вимог.

Метою проведення нерегулярних операцій є:

- 1) “тонке настроювання” – урегулювання обсягу ліквідності в короткостроковому періоді відповідно до поточної ситуації на ринку протягом існуючого періоду підтримання і, особливо, наприкінці, коли “буферна” функція резервних вимог зменшується;
- 2) “грубе настроювання” – урегулювання обсягу ліквідності протягом більш тривалого терміну як результату прогнозованих або випадкових коливань ліквідності (сезонних, для стерилізації валютних інтервенцій);
- 3) штучне створення чистої недостачі ліквідних коштів, що властиво асиметричним системам, де головні інструменти монетарної політики здатні забезпечувати лише постачання ліквідності.

В експлуатаційній структурі монетарної політики до характеристик системи обов'язкових резервних вимог можуть прив'язуватися не тільки часові параметри проведення операцій з урегулювання ліквідності, але й їх тривалість, яка може змінюватися в широкому діапазоні в залежності від операційної цілі, яку даний інструмент “обслуговує”. Інколи центральний банк може активно застосовувати певний інструментарій, який дозволяє контролювати пропозицію в декількох часових діапазонах (коротко-, середньо- та довгостроковому).

В цьому аспекті важливою є проблема узгодженості вибору операційних цілей щодо існуючого інструментарію. Як зазначалося раніше, визначена операційна ціль, являючи собою основу сигнальної стратегії монетарної політики, повинна бути реальною для проголошення, оперування та впливу з боку центрального банку. Треба зазначити, що питання доцільності обрання ставки овернайт, в якості операційної цілі, і на цей час залишається відкритим і дискусійним. Позиція противників зазначеного підходу базується на твердженні про недоцільність обрання ставки овернайт в якості операційної цілі за умов: 1) відсутності або не надто значної активності

використання в експлуатаційній структурі центрального банку операції з подібними часовими характеристиками (в тому числі й постійно діючих механізмів рефінансування); 2) можливої неспроможності або неготовності центрального банку забезпечити контроль ставки овернайт на денній основі; 3) значного впливу короткострокових чинників немонетарної природи на мінливість овернайт. Прибічники ж зазначають, що: 1) максимальна короткостроковість даної операційної цілі не може представляти інтерес для спекулятивних атак, а отже кон'юнктурні чинники впливу можуть бути ідентифіковані і прогнозовані; 2) центральний банк може абсолютно толерантним і свідомо допускати коливання овернайт в межах, які пояснюються технічними аспектами.

Безумовно, часові характеристики головного інструмента (чи інструментів) монетарної політики повинні бути максимально близькими до операційної цілі для того, щоб забезпечити її обслуговування. Однак, це не означає їх абсолютного збігу. По суті, немає ніякої необхідності використовувати інструмент з аналогічними часовими характеристиками для зменшення мінливості ставки овернайт (в якості операційної цілі), оскільки цю задачу, в певному розумінні, допомагають вирішувати ті ж самі резервні вимоги через реалізацію "буферної" функції. Постійно діючі можливості рефінансування, які зазвичай обслуговують (підтримують) коридор для ставки овернайт (в практиці ЄЦБ), є, більшою мірою, виключенням, а ніж правилом.

Обґрунтування вибору операційної цілі із конкретними часовими характеристиками повинно виходити із: 1) здатності віддзеркалювати стан збалансованості ринку; 2) її доступності для регулювання, здійснення впливу; 3) її сприйняття ринком в якості складової (елементу) комунікаційної стратегії монетарної влади.

Значення останнього аспекту стає більш актуальним в умовах зростаючої та домінуючої ролі ринкових очікувань щодо майбутнього рівня відсоткових ставок грошового ринку в рамках формування попиту на резерви, тобто мова

йде про можливість впливу кон'юнктурних факторів немонетарного характеру на мінливість короткострокових ставок грошового ринку. В цьому випадку здатність монетарної влади контролювати динаміку обраної операційної цілі, управляючи ліквідністю, а також через реалізацію комунікаційної стратегії буде означати й спроможність контролювати ринкові очікування.

Як правило, центральний банк може реалізовувати власну комунікаційну стратегію через головні інструменти монетарної політики (визначаючи або впливаючи на умови проведення тендерів з рефінансування), або через офіційне проголошення певних змін в умовах короткострокового рефінансування. Явність сигналів, що передаються через проголошення ставок за регулярними операціями з рефінансування, могла б пояснювати логічність обрання останніх в якості операційних цілей. При цьому прозорість сигналів значною мірою залежить від виду аукціону (американський чи голландський). Безумовно, найзрозуміліший для ринку монетарний сигнал – той, що надсилається через фіксовану ставку пропозиції. Однак, зазначені раніше негативні риси, притаманні цьому виду аукціону, не дають приводу одностайно наполягати на його оптимальності для формування комунікаційної стратегії монетарної політики. Що стосується аукціонів за плаваючою ставкою, то виступаючи, з одного боку, індикатором реального ринкового попиту на ліквідність, з іншого боку, ця ставка не дає можливості зробити одностайний висновок, чи є вона результатом свідомого сприйняття центральним банком незначних коливань навколо бажаного (цільового для операційної цілі) рівня, чи то є свідченням труднощів центрального банку з урегулювання пропозиції відповідно попиту в рамках управління ліквідністю грошового ринку. Окрім того, проблема інформування ринку щодо напрямків монетарного урегулювання ускладнюється також існуючою періодичністю у проведенні тендерів: центральний банк не може забезпечувати передачу сигналів в періоди між регулярними тендерами. В цьому випадку саме оголошення ставки за

постійними механізмами короткострокового рефінансування (овернайт) може виконувати важливу роль в механізмі передачі сигналів ринку. Останній аргумент є найвагомим на користь обрання короткострокової ставки овернайт в якості операційної цілі, обслуговування якої буде забезпечуватися : 1) прямо – через реалізацію тендерів з короткострокового рефінансування, 2) опосередковано – через реалізацію тендерів з рефінансування на довший термін, які допомагатимуть комерційним банкам обслуговувати період підтримки обов'язкових резервних вимог, що сприятиме реалізації їх “буферної” функції для ставки овернайт.

В цьому випадку розбіжність часових характеристик операційної цілі і головних монетарних інструментів (регулярних тендерів) не буде принциповим аргументом “проти” надання ставці овернайт статусу операційної цілі. Однак, як покаже аналіз міжнародного досвіду, підходи центральних банків розвинутих країн щодо управління ліквідністю можуть різнитися саме у площині вибору операційних цілей, та ставленні до їх мінливості.

1.3.2. Міжнародний досвід управління ліквідністю грошового ринку

Аналіз загальної операційної структури монетарної політики, проведений у попередньому параграфі, надає можливість достатньо ефективно оцінити відмінність та подібність заходів центральних банків окремих країн щодо впливу на ліквідність грошового ринку. Підсумком це дозволить узагальнити підходи, визначити тенденції і напрямки уніфікації цих дій, що є корисним для розробки подальших висновків та рекомендацій стосовно вітчизняної практики.

Для комплексного аналізу досвіду центральних банків розвинутих країн найбільш цікавим і корисним буде ознайомлення з монетарною

філософією центральних банків США, Японії та Єврозони. По суті, всі три різні точки зору на вирішення однієї проблеми ефективного управління ліквідністю грошового ринку є обґрунтованими, професійними і вартими уваги.

Говорячи про специфічність операційної структури монетарної політики зазначених вище центральних банків, необхідно фокусувати увагу, в першу чергу, не стільки на відмінностях у виборі інструментарію, скільки на різному баченні ними операційних цілей. Саме ставлення центрального банку до визначення операційних цілей та ключових ставок політики багато в чому пояснює відмінності в арсеналі інструментарію.

За вибором ключових ставок, які найбільшою мірою відповідають намірам монетарної влади і виступають в якості операційної цілі, центральні банки можна поділити на два угруповання. До першої групи відносяться центральні банки США (Федеральна Резервна Система, ФРС) та Японії, які надають ставці овернайт міжбанківського ринку статусу операційної цілі, і формують власні сигнальні стратегії через проголошення цільових ставок за федеральними фондами (target federal fund rate). При цьому ринкові інформаційні сигнали (відсоткові ставки) надають можливість цим центральним банкам приймати відповідні рішення та заходи з метою “наближення” ринкових ставок до цільового рівня. В цьому сенсі ФРС та Банк Японії виступають в якості сторін, абсорбуючих та утилізуючих ринкову інформацію.

Другу групу формують центральні банки країн зони євро, де в якості операційної цілі обирається не ставка овернайт, а тендерні ринкові ставки за головними операціями з рефінансування (regular main refinancing operations, MRO), а інформування ринку щодо політики монетарної влади здійснюється через проголошення коридору ставок, за якими реалізуються постійні можливості рефінансування (standing facilities). В окремих наукових роботах експлуатується твердження, що Європейський Центральний Банк (надалі ЄЦБ) взагалі не має офіційної операційної цілі. З цим можна погодитися

лише в тій трактовці, що у ставки овернайт немає статусу операційної цілі, що підтверджується і позицією ЄЦБ щодо її мінливості. Скажімо так, ЄЦБ достатньо толерантно ставиться до мінливості ставки овернайт, про що свідчить показник стандартного відхилення у 2002 році – 0,49 %, і допускає більший ступінь свободи, хоча й у межах достатньо широкого коридору відсоткових ставок за постійно діючими можливостями кредитування (standing facilities). Це свідчить про актуальність короткострокових ставок грошового ринку, оскільки сама структура монетарної політики ЄЦБ побудована з особливим баченням ставки овернайт, що яскраво ілюстровано термінами граничного кредитування в рамках постійно діючих механізмів (рис. А.3 Додатку А).

ФРС та Банк Японії навряд чи можна вважати толерантними до коливань ринкової ставки овернайт за межами, які не пояснюються технічними аспектами, про що свідчить значно менші показники стандартного відхилення міжбанківської ставки овернайт (у 2000-2002 рр. в США – 0,23 %, в Японії – 0,16 %) та існуючі комплекси процентних ставок (рис. А.3, А.4 Додатку А).

При цьому, як було доведено раніше, мінливість овернайт залежить від:

- 1) існуючої системи обов'язкового резервування;
- 2) вимог центрального банку до стану робочих балансів комерційних банків наприкінці робочого дня та існуючих джерел ліквідності для їх корекції;
- 3) політики центральних банків щодо кредитування комерційних банків;
- 4) дії автономних факторів.

В усіх трьох зонах граничний попит на банківські резерви визначається резервними вимогами, характеристики яких наведені в таблиці 1.3.

Наявність окремих специфічних рис дозволяє виділяти більш ліберальні системи в тій, чи іншій частині. Цікавим в цьому сенсі є досвід США. Так, за відносно ліберальних умов щодо можливості переносу невиконаної частини резервних вимог на наступний період, відносно низького штрафу за невиконання вимог, але в умовах достатньо жорсткої безлагової системи

ФРС зіткнулася із зростаючими прагненнями депозитних установ переводити більшу частину своїх зобов'язань перед клієнтами до категорії нерезервованих строкових і ощадних депозитів [79].

Таблиця 1.3

Основні параметри системи обов'язкового резервування в практиці ЄЦБ, ФРС та Банку Японії, [112]

<i>Параметри</i>		<i>Банк Японії</i>	<i>Європейський Центральний Банк</i>	<i>Федеральна Резервна Система</i>
1		2	3	4
1.	Фінансові заклади, до яких застосовуються резервні вимоги	Депозитні інститути (міські, регіональні банки, тощо)	Всі кредитні інститути	Депозитні інститути
2.	Зобов'язання, що резервуються	Строкові та інші депозити, банківські боргові зобов'язання, депозити в іноземній валюті	Овернайт депозити, депозити на строк до 2 років, випущені боргові цінні папери зі строком погашення до 2-х років	Поточні депозити
3.	Норма резервування	Ставка змінюється від 0,05 % до 1,20 %	2 % по всім вище зазначеним зобов'язанням	Дискретна, але не більше 10 %
4.	Структура періоду дотримання	Один місяць, розпочинається з 16 числа кожного місяця та закінчується 15 числа наступного місяця	Один місяць, розпочинається з 24 числа кожного місяця та закінчується 23 числа наступного місяця	Двотижневий період, який розпочинається кожного наступного четверга
5.	Система обчислення та дотримання резервних вимог	Напівлагова. Базується на усередненні депозитів протягом цілого календарного місяця, в якому розпочинається період дотримання	З повним лагом. Базується на даних балансового звіту на кінець місяця, який передував початку періоду дотримання.	З повним лагом. Базується на усередненні обсягу депозитів за двотижневий період, який розпочинався за 30 днів до початку відповідного періоду дотримання

Продовження таблиці 1.3

1		2	3	4
6.	Активи, які прийнятні для виконання резервних вимог	Рахунки в центральному банку	Рахунки в центральному банку	Рахунки в центральному банку + готівка
7.	Система винагороди резервних вимог	Відсутня	В розмірі усередненою ставки за головними операціями рефінансуванні ЄЦБ	Відсутні
8.	Можливість переносу невиконаної частини резервних вимог на наступний період	Відсутня	Відсутня	Не більше 4% від обсягу резервних вимог
9.	Структура штрафу у разі невиконання резервних вимог	3,75 % + офіційна дисконтна ставка	2,5% + ставка граничного кредитування постійно діючого механізму	2 % + офіційна дисконтна ставка в разі перевищення межі дозволеного дефіциту
10.	Структура штрафу у разі закінчення дня з овердрафтом	6%+офіційна дисконтна ставка застосовується у разі дефіциту за рахунками наприкінці дня. Джерелом покриття можуть виступати запозичення в рамках CLF	Дебітові позиції кінця дня автоматично розглядаються як звернення кредитного закладу до механізму граничного кредитування	4%+ денна усереднена ставка за федеральними фондами застосовується до любого дефіциту за рахунками наприкінці дня. Джерелом покриття виступають дисконтні кредити

В результаті об'єднаних дій банків, які намагалися в такий спосіб ухилитися від “неявного” податку, наприкінці 90-х років в США мало місце різке скорочення (майже на 50 %) попиту на резерви з боку банківської системи, що обумовлювало поступову втрату резервними вимогами функції буфера для ставки овернайт, означало в майбутньому потенційно більш високу мінливість овернайт, та зменшувало прогнозованість попиту на банківські резерви. Більше того, в умовах існуючою безлагової системи банки вимушені були свідомо утримувати надлишкову ліквідність, з метою страхування від ризику невиконання резервних вимог за причини можливих операційних помилок, або різких несприятливих кон'юнктурних коливань.

Для порівняння, протягом останніх років в США комерційні банки в середньому підтримують надлишкових резервів близько 1 млрд. близько 10

% від обсягу робочих балансів, тоді як в Євросистемі цей показник становить 0,5-0,7 % [79]. В результаті, для запобігання зростанню мінливості овернайт, особливо в умовах значної мінливості автономних факторів (табл.1.4), ФРС вимушена була збільшити частоту ринкових операцій, а згодом і реформувати систему обов'язкових резервних вимог (перехід до лагової системи на двотижневій основі).

Всі ці заходи сприяли зниженню відхилень ставки овернайт та підвищенню ефективності буферної функції резервних вимог. А періодичне проголошення цільового рівня ставки за федеральними фондами обмежувало неспокій, та сприяло гладкому функціонуванню фінансових ринків.

ЄЦБ пропонує кредитним закладам систему мінімальних вимог, що дозволяє використовувати положення про усереднення обсягів резервів на основі середньої величини сальдо на резервних рахунках на кінець місяця протягом періоду обрахування (періоду резервування) в один місяць. Ці резерви винагороджуються за ставкою основних операцій рефінансування Євросистеми протягом періоду обрахування [53, 112]. Така система, досить прогресивна, оскільки: 1) дозволяє компенсувати тягар “неявного податку” за рахунок отримання винагороди, 2) сприяє збереженню буферної функції.

Всі три центральні банки проводять досить різну політику щодо кредитування комерційних банків та надання допомоги з метою вдоволення вимогам щодо стану робочих балансів. ЄЦБ надає внутрішні кредити на основі угод про зворотній викуп у межах адекватної застави. Дебетова позиція банку наприкінці робочого дня автоматично розглядається як звернення до маргінального кредитування в рамках постійного механізму рефінансування. У ФРС денний овердрафт (кредит за поточним рахунком протягом дня) дозволяється у межах визначеного ліміту, а за наявності забезпечення (застави) – без обмежень. Закінчення дня з овердрафтом зобов'язує сплачувати штраф, уникнути якого можна, позичивши кошти через систему рефінансування за обліковою (раніше дисконтною) ставкою. З

огляду на існування кількох типів кредитних програм рефінансування, в практиці ФРС існує декілька облікових ставок. Основною обліковою ставкою є “первинна ставка”, за якою ФРС надає короткострокові кредити лише фінансово міцним банкам. Менші за розмірами банки, які не відповідають критеріям достатності, сплачують за користування кредитами “вторинну” ставку, яка є вищою за попередню на 0,5 в.п.. Схожа ситуація має місце і в Японії, де денний овердрафт надається проти визначеної майнової застави, яка представлена “пулом постійного забезпечення” (standing collateral pool) – визначеного Банком Японії набору активів (державні, муніципальні облігації, облігації агентств, гарантованих державою, іноземні облігації, комерційні цінні папери, придатність яких підтверджена центральним банком). Дебетова позиція кінця робочого дня може каратися або штрафом, або ж покриватися за рахунок кредиту, отриманого у рамках “додаткових можливостей кредитування” (CLF, Complementary Lending Facility). До речі, на відміну від ЄЦБ, дебетова позиція кінця дні тут не розглядається автоматично як звернення за допомогою: фінансові заклади, які бажають скористатися можливостями CLF, повинні звернутися з проханням до Банку Японії не пізніше ніж за 30 хвилин до закриття платіжної системи BOJ-NET.

Отже, головна відмінність між ФРС, ЄЦБ та Банку Японії сформувалася у площині розуміння терміну “постійні механізми кредитування” та ролі центрального банку як кредитора останньої інстанції.

Євросистема забезпечує контрсторони двома постійними засобами обслуговування: граничним кредитом та депозитом на умовах овернайт, які є відповідно вищими та нижчими приблизно на 1 % від мінімальної ставки за головними операціями рефінансування, та формують коридор для ринкової ставки овернайт (рис.А.3 Додатку А). Дія цих інструментів передбачає пропозицію ринку альтернативного джерела отримання додаткової ліквідності або короткострокового вкладення надлишку, що, фактично, є засобом зняття тиску на короткострокові ставки грошового ринку. Доступ до

цих механізмів мають інститути, які відповідають загальним критеріям прийнятності та володіють відповідними активами для проведення угод за механізмом репо (граничне кредитування) або аутрайт (граничний депозит). При чому, на відміну від умов кредитування, депозитне вкладення потребує відповідного звернення-заяви до центрального банку країни-члена системи ЄЦБ не пізніше, ніж за 30 хвилин після фактичного закриття системи розрахунків у реальному часі TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer), тобто до 18.30. Набір активів для операцій відкритого ринку, внутрішніх та граничних кредитів ЄЦБ однаковий, і визначається цінними паперами, які формують два рівні [54, С.56].

В США система рефінансування за першою вимогою була реформована у січні 2003 року. До цього часу в практиці ФРС вважалися відсутніми засоби обслуговування, які доступні за першою вимогою. Після дезактивації тимчасових спеціальних інструментів кредитування для підтримки банківської системи у 2000 році, єдиним засобом залишалося дисконтне вікно, яке забезпечувало фінансування за найнижчими (субсидованими) ставками на дискретній основі за термінами. Облікова ставка ФРС США була дещо нижчою від ставки за федеральними фондами, а система доступу банків до рефінансування – ускладненою: доступом до дисконтного вікна теоретично користувалися суб'єкти резервних вимог, які мали в активах відповідні цінні папери, та мотивом звернення яких були аргументовані причини, що визнавалися ФРС як достатні (вичерпані джерела можливих запозичень). Рефінансування за обліковою ставкою в подальшому обмежувало кредиторський потенціал банків на міжбанківському ринку, з метою унеможливлення отримання переваг від різниці у відсоткових ставках за федеральними фондами та ресурсами міжбанку. Однак, чи не найбільшим негативом отримання дисконтних кредитів була потенційна можливість розповсюдження інформації щодо незадовільного фінансового стану відповідних банків, що в результаті призвело до повної дискредитації цієї системи підтримки банківської ліквідності, і фактичного свідомого

ігнорування банками можливості коригувати стан робочих балансів наприкінці дня через дисконтні позики, про що свідчить збільшення середніх залишків заборгованостей протягом останніх трьох років до 200 млн. дол. США.

Реформування системи рефінансування на початку 2003 року передбачало наступні заходи: 1) встановлення облікової ставки на рівні вищому на 1 відсотковий пункт за цільову ставку за федеральними фондами (рис. 1.15); 2) зняття обмеження щодо звернень за рефінансуванням.

Подібні заходи були направлені, в першу чергу, на зменшення негативного іміджу рефінансування, як джерела кредитування останньої інстанції, та посилення його ролі як інструмента монетарної політики.



Джерело: сайт ФРС (<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/discountrate.htm>)

Рис. 1.15. Комплекс відсоткових ставок монетарної політики ФРС
США

Таким чином, можна вважати, що облікова ставка в монетарному режимі ФРС США, на кшталт практики ЄЦБ, стала відігравати роль “верхньої межі” короткострокових ставок на міжбанківському ринку, які фактично визначаються через операції відкритого ринку ФРС (репо за цільової ставкою за федеральними фондами).

Позиція Банку Японії представляє дещо середнє між ЄЦБ та ФРС (до процесу реформування системи рефінансування): надання ліквідності переважно на умовах овернайт в рамках дії механізму CLF за дисконтною ставкою. На відміну від ФРС, окремі вимоги визначаються до якості застави, а не до “якості” причини, за якою звернувся комерційний банк. При чому, якщо ФРС в якості застави для дисконтного кредиту визначає, переважно, короткострокові державні цінні папери та зобов'язання Казначейства (Treasury bills), то діапазон активів, які вимагає Банк Японії більш широкий, і залежить від типу операцій. З грудня 2002 року пул постійного забезпечення (standing collateral pool), який використовувався в якості застави для денного овердрафту, розпочав застосовуватися і для кредитів в рамках CLF.

В усіх трьох системах функція постійних механізмів рефінансування визначається в якості “клапана безпеки” для тиску ліквідності наприкінці дня, що формує другорядну роль цього інструмента у порівнянні із ринковими операціями щодо управління ліквідністю грошового ринку та впливу на ставку овернайт. Головною ж відмінністю є готовність, з якою центральні банки пропонують себе ринку в якості джерела короткострокової ліквідності. Довільний характер засобів обслуговування кінця дня у ФРС та Банку Японії і добре сформовані обмеження щодо отримання кредиту свідчать про деяке *небажання замінювати собою ринок у вирішенні проблем з короткостроковою ліквідністю*. В цьому сенсі для цих центральних банків більш важливим є відповідність сукупного обсягу ліквідності прогнозованим показникам, а помилки і неохайність в управлінні ліквідністю окремими банками можуть ігноруватися, що підвищує самодисципліну і фокусує банківський попит саме на міжбанківському ринку. З іншого боку позиція цих центральних банків вимагає постійної впевненості щодо сукупного обсягу ліквідності, особливо в умовах значної мінливості автономних факторів (табл.1.4), чим пояснюється висока частота ринкових операцій з управління ліквідністю, і загальний вибір на користь ринкових процедур.

Порівняння обсягів угод, укладених на відкритому ринку та в рамках постійних можливостей рефінансування, надає можливість зробити висновок щодо місця ринкових операцій в управлінні ліквідністю грошового ринку (рис. 1.16).

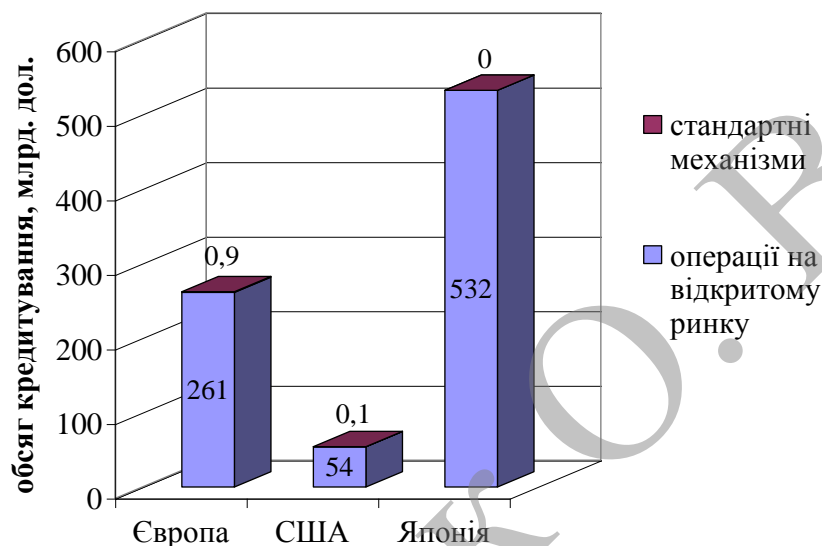


Рис. 1.16. Структура кредитів, наданих комерційним банкам у США, Європі та Японії протягом 2000 р., [112]

Як свідчать дані, ринкові процедури кількісно і якісно є вагомою частиною інструментарію управління ліквідністю в практиці усіх центральних банків. За наявності спільних типових рис, відмінності мають місце стосовно типу операцій, частоти проведення операцій, спектра заставних активів та умов застави, кола учасників, тощо.

Що стосується подібностей, то практика і ринковий інструментарій всіх трьох центральних банків свідчать про типовість у роботі саме зі структурним дефіцитом ліквідності, а ніж з надлишком. Тобто операції ринкового характеру більшою мірою переслідують мету надання ліквідності до системи, хоча арсенал інструментів надає можливість також проводити і операції з абсорбції ліквідності.

Денна мінливість та прогнозованість автономних факторів центральними банками Японії, США та Єврозони у 2000 р., [112]

	Мінливість			Помилка прогнозу		Резервні вимоги, млрд. дол.
	Середні абсолютні зміни	Максимум абсолютні зміни	Стандартне відхилення	Середня	Максим.	
	у % до обсягу резервних вимог					
<i>Євросистема</i>						108,3
- банкноти	0,76	3,63	0,96	0,27	1,67	
- казначейські рахунки	3,47	24,39	5,45	0,56	7,89	
- чистий баланс	3,72	24,57	5,80	0,91	8,22	
<i>Банк Японії</i>						33,8
- банкноти	8,97	42,96	0,86	0,86	4,78	
- казначейські рахунки	23,78	232,15	1,66	1,66	12,48	
- чистий баланс	24,67	217,15	1,92	1,92	13,77	
<i>ФРС</i>						13,5
- банкноти	6,62	39,75	1,73	1,73	10,06	
- казначейські рахунки	6,55	55,02	4,49	4,49	24,27	
- чистий баланс	14,38	130,27	6,49	6,49	36,98	

В жодному разі останні не відносяться до операцій головних, а формують рівень другорядний, тобто операцій з точного настроювання (fine-tuning). Створення ж структурного дефіциту досягається за допомогою продажу активів (державних цінних паперів, боргових сертифікатів) на умовах аутрайт, та встановлення і регламентації тієї ж системи резервних вимог. Ця позиція кредитора повністю відповідає філософії контролюючого органу, яким є центральний банк.

Стосовно частоти проведення операцій відкритого ринку треба визнати, що найбільшою вона є в Японії (близько 1,92 рази на день протягом 1998-2002 рр.), і найнижчою – в Єврозоні (раз на тиждень проводяться основні операції). ФРС, в цьому сенсі, ближче до Японії, проводячи аукціони раз на добу. Висока частота операцій в США пояснюється відносно низьким рівнем резервних вимог. Стосовно Японії, де резервні вимоги вищі, що за логікою повинно було супроводжуватися більш низькою активністю центрального

банку на ринку, висока частота проведення ринкових операцій обумовлюється більшою волатильністю автономних факторів та існуванням розгалуженої структури ринкових сегментів, які вимагають широкого спектру інструментів, а отже й більшої фрагментації у діях.

Крім того, усі три банки мають різне бачення щодо терміну надавання ліквідності за операціями на відкритому ринку, про що свідчать дані рис.1.17.

Зазначена структура надає можливість підтвердити висновок про вибір центральними банками операційних цілей, та підходи щодо їх обслуговування в рамках існуючих систем обов'язкових резервних вимог. Так, в Євросоні залежно від цілей та регулярності операції на відкритому ринку поділяють на головні операції рефінансування, які проводяться на постійній двотижневій основі (найбільш важливі та єдині сигналізуючи про дії монетарної політики), операції з рефінансування на довший термін (проводяться щомісячно терміном на 3-місяці), операції точної наладки (проводяться на нерегулярній основі) та структурні операції. Більш детальна характеристика операційної структури зазначених центральних банків наведена у таблицях А.4 – А.6 Додатку А.

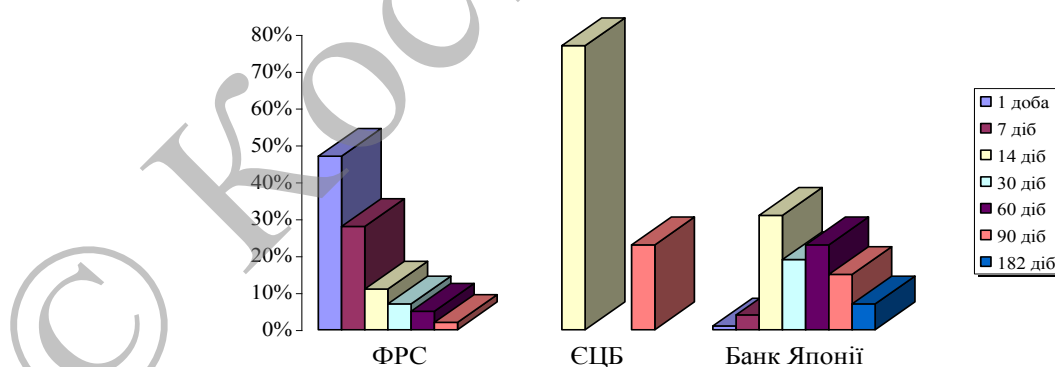


Рис. 1.17. Структура позик (за строками), наданих комерційним банкам на відкритому ринку у 2000р., [112]

Найбільш важливою характеристикою ринкових операції, які проводять ФРС, ЄЦБ та Банк Японії є популярність саме угод про зворотній викуп. Про місце зазначених операцій у рефінансуванні фінансового сектора центральними банками розвинутих країн свідчать дані таблиці 1.5.

Питома вага операцій репо в рефінансуванні фінансового сектора
центральними банками розвинутих країн, [134]

	Бельгія	Німеччина	Італія	Японія	Нідерланди	Швеція	Швейцарія	Велика Британія	США
1992	52%		84%		20%	-	-		86%
1993	63%	72%	96%		43%	-	-		96%
1994	63%	67%	95%		43%	98%	-	28%	95%
1995	73%	68%	83%		57%	95%	-	23%	98%
1996	70%	71%	98%	0%	81%	74%	-	45%	97%
1997	73%	72%	93%	14%	58%	86%	-	66%	100%
1998	н/д	н/д	н/д	43%	-	95%	50%	70%	100%

Спектр придатної застави, яка є основою механізму репо, найбільш широкий в Єврозоні та Японії за рахунок використання комерційних паперів, в той час як ФРС обмежується державними зобов'язаннями. З одного боку мала диверсифікація асортименту заставних інструментів може обумовлювати обмеженість ступеня свободи банків, особливо в умовах екстремальних. З іншого боку, чітка спеціалізація та формування акцентів на ринках конкретних активів є уніфікацією підходів щодо управління ліквідністю грошового ринку та управління державним боргом (табл. 1.6).

Таблиця 1.6

Співвідношення капіталізації ринків репо і державних цінних паперів, [122]

Країна	Обсяг державних паперів, задіяних в угодах репо, млн. дол.	Загальний обсяг ринку державних цінних паперів, млн. дол.	Питома вага держ. паперів, задіяних в угодах репо у загальн. обсязі, %
Бельгія	74 086	252 769	29,3
Франція	259 664	704 486	36,8
Німеччина	162 026	295 491	54,8
Італія	100 603	1 062 578	9,5
Японія	576 049	2 422 362	23,8
Нідерланди	58 494	194 303	32,2
Іспанія	46 488	201 217	23,1
Швейцарія	11 393	41 001	27,8
Великобританія	179 638	482 662	37,2
США	1 853 924	3 355 500	55,3

Як зазначалося вище, відмінності в операційних структурах досліджуваних центральних банків існують також в площині визначення кількості учасників, яких допущено до участі у тендерах. У Євросоні всі кредитні заклади мають право приймати участь в тендерах з рефінансування за умови відповідності мінімальним експлуатаційним вимогам (за виключенням операцій тонкої налашки, які ЄЦБ проводить з обмеженим колом учасників). Така структура була розроблена з метою забезпечення широкої участі в аукціонах всіх кредитних закладів, що несуть тягар резервних вимог. Станом на 2001 рік із 7,500 кредитних закладів тільки половина відповідала визначеним критеріям, і тільки близько 600 (23%) приймали участь в тендерах. У Сполучених Штатах ФРС покладається на інститут первинних дилерів, кількість яких дорівнює 25. Головним завданням первинних дилерів є акумулювання заявок фінансово-кредитних установ з метою формування укрупнених власних заяв до ФРС на отримання ліквідності із подальшим її перерозподілом.

У Японії кількість учасників аукціонів варіюється в залежності від терміну надання кредиту: в аукціонах може приймати участь від 30 до 50 учасників (комерційні банки, фінансові компанії, інвестиційні групи, фонди грошового ринку) за умови наявності рахунка у Банку Японії та статусу потужного гравця грошового ринку.

Вочевидь, ступінь розвитку ринку державних цінних паперів та рівень відносин операторів грошового ринку визначають не тільки тенденції до створення інституту первинних дилерів, але й впливають на обрання механізмів реалізації угод репо. Прагнення до активного управління портфелем державних цінних паперів за одночасного ефективного управління ліквідністю грошового ринку позначилося на виборі ФРС механізму реалізації угод репо “з утриманням у кастодія” (близько 70 % від угод репо, які укладаються з первинними дилерами). Практика ЄЦБ, представлена принципово іншим підходом щодо формування відносин із потенційними учасниками угод, відрізняється і механізмом їх реалізації. В

більшості – це угоди репо із доставкою базового активу. Порівняльну структуру механізму угод репо ФРС та ЄЦБ ілюстровано на рис.1.18.

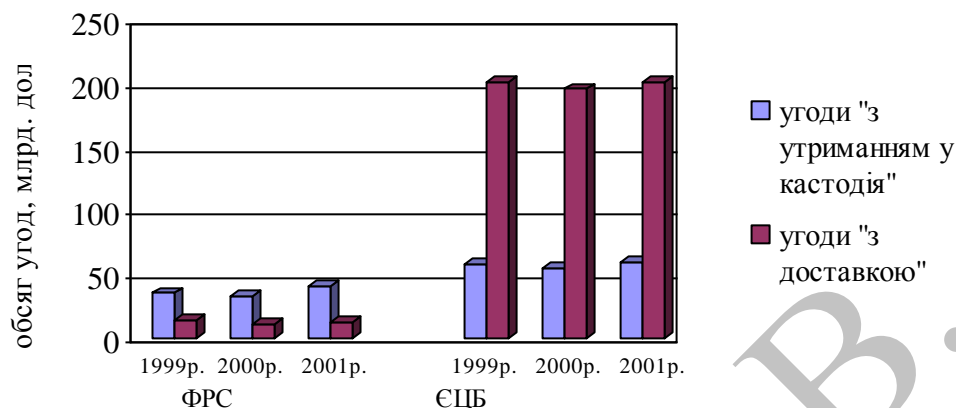


Рис. 1.18. Структура та обсяги операцій ФРС та ЄЦБ на відкритому ринку, [112]

Аналіз операційних структур та підходів центральних банків США, Єврозони та Японії щодо управління ліквідністю грошового ринку дозволив зробити наступні висновки.

1. Ринковий характер відносин центрального банку з операторами грошового ринку вимагає від монетарної влади проведення гнучкої політики, що базується на аналізі інформаційних сигналів, які генерує ринок. Загальна тенденція переходу центральних банків до тендерів за плаваючими ставками свідчить про наміри монетарної влади більшою мірою приділяти увагу поведінці ринку в контексті реалізації комунікаційної стратегії та управління ліквідністю грошового ринку; визначає особливе бачення монетарною владою ролі короткострокових ставок грошового ринку в якості каналу передачі сигналів грошово-кредитної політики.
2. Регламентація системи обов'язкового резервування є невід'ємною складовою політики управління ліквідністю грошового ринку в практиці центральних банків через здатність сприяти згладжуванню коливань

короткострокових ставок грошового ринку, тобто через реалізацію “буферної” функції для ставки овернайт.

3. Підвищенню ефективності “буферної” функції резервних вимог більшою мірою сприяє комплексне реформування системи обов’язкового резервування з урахуванням її багатогранності за складовими елементами, а ніж “експлуатація” окремих її частин. Свідченням цьому є приклад реформування системи обов’язкового резервування в США, та новаторський підхід ЄЦБ в частині винагородження зарезервованих коштів, що в цілому сприяло нівелюванню негативних наслідків (неявного податку) для банків від застосування резервних вимог, більшій дисциплінованості та прогнозованості у поведінці банків, зменшенню тиску на короткострокові ставки грошового ринку.
4. Занадто велике зниження монетарною владою норми резервних вимог, як і повна відмова від їх застосування можливі лише за умови існування відповідного інструментарію, здатного забезпечити управління ліквідністю на денній основі, лояльності центрального банку до мінливості короткострокових ставок грошового ринку, та готовності до постійного перебування на ринку з метою проведення контрольованих ринкових процедур.
5. Найефективніші монетарні системи, з точки зору контролю монетарної влади над короткостроковими ставками на міжбанківському ринку, використовують коридор офіційних відсоткових ставок із центральною (базовою) ставкою, за якою центральні банки проводять більшість своїх операцій (переважно операцій репо) з метою наближення до її рівня короткострокових ринкових ставок.

Підводячи підсумок, зазначимо що операційні структури монетарної політики ФРС, ЄЦБ та Банку Японії є схожими, проявляючи загальний напрямок до більшої прозорості та ринкової орієнтації в рамках управління ліквідністю грошового ринку. Відмінності ж більшою мірою проявляються в площині побудови комунікаційної стратегії, на рівні вибору ключових ставок

монетарної політики, ставленні до мінливості короткострокових ставок міжбанківського ринку, регламентації системи резервних вимог, готовності центрального банку замінювати собою ринок у вирішенні проблем з короткостроковою ліквідністю.

Таким чином, в рамках першого розділу дослідження нами було проаналізовано основні складові процесу управління ліквідністю грошового ринку, досліджено джерела попиту й пропозиції ліквідності з метою визначення основних підходів щодо їх збалансування через існуючі механізми управління ліквідністю та реалізації комунікаційної стратегії монетарної влади.

Висновки до першого розділу

1. Грошовий ринок, як інституційна складова механізму монетарної трансмісії, представляє собою *джерело певної інформаційної множини* – сукупності показників (кількісних і якісних характеристик ліквідності в умовах збалансування попиту і пропозиції), якими керується центральний банк при розробці і реалізації *тактичних заходів* монетарної політики.
2. Потенційна можливість центрального банку впливати на процес формування відносин в кожному сегменті грошового ринку (відповідно до визначеної на рис.1.2. структури) з метою урівноваження попиту й пропозиції ліквідності є неоднаковою, що призводить до необхідності обґрунтування обрання певних індикаторів стану збалансованості ринку (*операційних цілей*), мінливість яких була б покладена в основу прийняття рішень та реалізації заходів щодо урегулювання ліквідності. Зроблено висновок, що чітке визначення виду операційної цілі полегшує досягнення проміжної і стратегічної цілей монетарної політики через канали монетарної трансмісії.
3. Інформаційний потенціал міжбанківського ринку кредитних ресурсів (динаміка процентних ставок та обсягу угод), як альтернативного джерела

короткострокової ліквідності для банків та об'єкту опосередкованого впливу з боку ЦБ, повинен використовуватися для *аналізу кола факторів* (в тому числі й немонетарного характеру), що визначають раціональну (або нераціональну) поведінку операторів грошового ринку в цілому, впливають на його чутливість до операційних заходів монетарної влади, а отже й визначають існуючу динаміку.

4. Поведінка короткострокових ставок міжбанківського ринку кредитних ресурсів (овернайт), які зазвичай виконують роль операційної цілі в профілі монетарної політики центральних банків більшості розвинутих країн, значною мірою залежить від характеристики *джерел формування попиту* на ліквідність з боку банків, існуючих *альтернативних можливостей задоволення* цього попиту, потенційної можливості центрального банку компенсувати незадоволений попит в рамках існуючого механізму та чутливості ринку до заходів монетарного впливу.

5. Збалансування ліквідності відповідно існуючому попиту при даному рівні операційної цілі (тобто, безпосередньо сам процес управління ліквідністю) вимагає від центрального банку аналізу потенціалу всіх можливих джерел ліквідності (*контрольованих* з боку центрального банку та *автономних*), та визначення чистої позиції ліквідності – кількості ліквідності, поставку якої через існуючі механізми (інструментарій) центральний банк повинен забезпечити для даного рівня операційної цілі.

6. Зменшенню нестабільності короткострокових процентних ставок міжбанківського ринку, як операційної цілі, сприяють: 1) існування системи усереднення обсягу обов'язкових резервів; 2) максимально точно визначення і прогнозування чистої позиції ліквідності центрального банку; 3) наявність у центрального банку кола інструментів для створення додаткової ліквідності.

7. Ліквідність грошового ринку може бути відрегульована декількома способами, які можуть різнитися за технікою реалізації, часовими параметрами, ступенем контрольованості з боку центрального банку,

частотою використання, що й становить операційну структуру монетарної політики.

8. Головною вимогою до операційної структури монетарної політики є здатність наявного інструментарію обслуговувати обрану операційну ціль.

9. Обґрунтування вибору операційної цілі повинно виходити із її здатності віддзеркалювати стан збалансованості ринку, доступності для регулювання, та сприйняття її ринком в якості інформаційної складової комунікаційної стратегії монетарної влади.

10. Найефективніші монетарні системи, з точки зору контролю монетарної влади над короткостроковими ставками на міжбанківському ринку, використовують коридор офіційних відсоткових ставок із центральною (базовою) ставкою, за якою центральні банки проводять більшість своїх операцій (переважно операцій репо) з метою наближення до її рівня короткострокових ринкових ставок

11. В умовах зростаючої ролі ринкових очікувань щодо майбутнього рівня відсоткових ставок в рамках формування попиту на резерви, впливу кон'юнктурних факторів немонетарного характеру на мінливість короткострокових ставок грошового ринку, здатність монетарної влади контролювати динаміку обраної операційної цілі, управляючи ліквідністю грошового ринку, та реалізуючи комунікаційну стратегію, буде означати спроможність контролювати очікування учасників грошового ринку.

12. Таким чином, моделювання та прогнозування поведінки операторів грошового ринку (попиту на ліквідність, обумовленого дією кола певних факторів), а також реалізація механізмів збалансування попиту в умовах існуючих джерел пропозиції та діючої операційної структури становить основу процесу *управління ліквідністю грошового ринку*, дослідженню та вдосконаленню якого в умовах перехідної економіки України буде присвячено наступний розділ даної роботи.

РОЗДІЛ 2

НАУКОВО-МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ВДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМУ УПРАВЛІННЯ ЛІКВІДНІСТЮ ГРОШОВОГО РИНКУ

2.1. Зовнішнє середовище управління ліквідністю грошового ринку Національним банком України

Розділ присвячено аналізу передумов та факторів, які визначають підходи НБУ щодо управління ліквідністю грошового ринку – моделювання, прогнозування та збалансування попиту на ліквідність з боку комерційних банків.

Як було зазначено у попередній частині дослідження, практика грошового-кредитного регулювання розвинених країн свідчить про використання центральними банками максимального рівня ставок для підтримки ліквідності банків – ставок, за якими комерційні банки можуть залучати необхідні ресурси для покриття розриву ліквідних коштів. Саме тому до запозичень через рефінансування за найвищими ставками банки вдаються лише у крайньому випадку, коли всі інші можливості тимчасового залучення ресурсів (через міжбанківський ринок, кошти клієнтів, продаж певних активів) вичерпано. В цьому випадку логічним є твердження, що ставки міжбанківського ринку кредитних ресурсів не повинні перевищувати ставки підтримки ліквідності, які застосовує центральний банк, виконуючи функцію кредитора останньої інстанції. Проте це твердження не завжди є справедливим, принаймні для вітчизняного грошово-кредитного ринку, що може пояснюватися системним впливом низки факторів.

Підходи Національного Банку України щодо управління ліквідністю грошового ринку, визначаються впливом наступних чинників:

1. Достатньо вузьким де-факто коридором коливання валютного курсу гривні щодо американського долара (найактуальнішої валюти в контексті формування Україною стосунків із зовнішнім світом), що обумовлює деяку прогнозованість щодо обсягів ліквідності у банківській системі, яка створюється за рахунок дії зазначеного фактору.
2. Недостатньою структурною розвиненістю грошового ринку, і як наслідок – непропорційністю розвитку його складових сегментів.
3. Спекулятивним характером міжбанківського ринку кредитних ресурсів, що обумовлює внесення НБУ коректив у проведення операцій на міжбанку та посилення контролю за ними.
4. Неузгодженістю дій НБУ та Міністерства фінансів (і підпорядкованого йому Державного Казначейства) в частині управління державними коштами (казначейськими ресурсами), що неодноразово призводило до кризи ліквідності банківської системи.

Подальший аналіз надасть можливість розкрити значення цих факторів для управління ліквідністю грошового ринку, та з'ясувати відповідність і пристосованість інструментів монетарної політики до вищезазначених умов.

Загальноприйнятий аргумент на користь цінової стабілізації, заснований на прив'язці до валютного курсу, спирається на той факт, що недостатньо розвинуті фінансові ринки є потенційним джерелом нестабільності грошового попиту та інфляційних очікувань. Більше того, саме через ринкові очікування реалізується механізм взаємозв'язку між валютним курсом та ставками за кредитами (в тому числі і на міжбанківському ринку). Причому, такий взаємозв'язок більше відноситься до питання загальної довіри до економічної політики, і є свідченням того, що ринкові сили впливають на процентні ставки за кредитними ресурсами за допомогою механізму очікування. Отже контролюючи курсову стабільність національної валюти, центральний банк може вдало балансувати у вирішенні проблем стабільності відсоткових ставок, інфляційних параметрів, розширення бази кредитування

через зростання довіри до банківської системи, конкурентоспроможності національної економіки, тощо.

Проголошення з початку 2000 року Національним банком України де-юре керовано-плаваючого курсу, який визначався шляхом попиту і пропозиції на валютному ринку, де-факто було зведене до прив'язки української гривні до американського долара – валюти, на яку припадає лєвова частка у зовнішній торгівлі, заощадженнях населення, держави та самого центробанку, зовнішніх кредитних ресурсах тощо. Підтримання Нацбанком через проведення валютних інтервенцій курсової стабільності, з якою ототожнювалася цінова стабільність на ринках товарів і послуг, неодноразово призводило до певного перевищення темпів зростання грошової маси за визначеними монетарними агрегатами понад запланованих Основними засадами грошово-кредитної політики цільових показників. Це не рідко провокувало аналітиків дискутувати на тему неспроможності Нацбанку контролювати динаміку монетарних показників-провісників потенційної інфляції. Однак, якщо брати до уваги той факт, що в Основних засадах монетарної політики НБУ в якості проміжних індикаторів досягнення цінової стабілізації представлено занадто широкий спектр цілей грошово-кредитної політики, то вірогідність відхилення хоча б одного із параметрів від запланованого рівня, як і винесення вироку щодо відсутності сталого зв'язку між обраними Нацбанком проміжними цілями і кінцевими стає дуже реальним. Тому питання адекватності і відповідності монетарного устрою реаліям української економіки є більш ніж актуальним.

Валютна політика НБУ в контексті управління ліквідністю грошового ринку може розглядатися як зовнішній чинник, який через зміну співвідношення попиту та пропозиції іноземної та національної валюти навколо прогнозованого рівня (валютного курсу) обумовлює появу (або вимивання) очевидної кількості національного грошового ресурсу в економіці, що не повинно призводити до принципового збурювання ринкових процентних ставок в масштабах, більших за ті, що можуть бути

обумовлені дією інших чинників. Це пояснюється в першу чергу тим, що визначаючи кількість ліквідності, яку необхідно надати ринку в рамках операцій з коротко- та середньострокового рефінансування, тобто обчислюючи чисту позицію ліквідності (net liquidity position), НБУ повинен заздалегідь враховувати кількість ліквідності, яка надійшла до ринку (або була віднята) через інтервенції на валютному ринку. При цьому, передумовою сталої поведінки відсоткових ставок на ринку кредитних ресурсів, як адекватної реакції вдоволення попиту, є ефективність самого механізму рефінансування комерційних банків, тобто наскільки центральний банк може ефективно вправлятися із надлишками чи нестачею ліквідності у банківській системі через застосування власного інструментарію управління ліквідністю. Відомо, приміром, що протягом осінніх місяців 2003 року НБУ постійно скорочував обсяги купівлі валюти. Якщо в серпні банк стрімко набирав свої валютні резерви, а разом робив і емісію гривні (інтервенція НБУ за серпень становила 320 млн. дол., або 1,5 млрд. грн.), то у вересні-листопаді було закуплено вп'ятеро меншу суму. Комерційні банки настільки звикли поповнювати свої гривневі запаси за рахунок продажу Нацбанку валюти, що не змогли вчасно перелаштуватися на інші джерела, та й еквівалентної заміни запропоновано не було, що також стало однією з причин нестабільності ставок грошового ринку наприкінці листопада 2003 року. В тому, чи іншому разі оцінити впливовість валютної політики НБУ на мінливість ставок грошового ринку (національного кредитного ресурсу), як індикатору стабільного рівня ліквідності в банківській системі, можна було б через включення цієї складової до моделі, яку буде представлено пізніше. Однак в умовах обмеженості доступу до інформації про обсяги валютних інтервенцій НБУ на міжбанківському валютному ринку, особливо у світлі нововведень грудня 2003 р., зробити це досить важко.

Отже для забезпечення послідовності та надійності даної політики необхідне чітке функціонування каналів руху капіталу на фінансовому ринку і налагоджене функціонування грошового ринку, представленого, як

зазначалося у першому розділі даної роботи, сукупністю окремих субринків, ступінь розвитку та взаємної координації котрих визначає ефективність грошового ринку в цілому.

Досвід країн з перехідною економікою свідчить, що в умовах непропорційного розвитку і деякої неузгодженості функціонування окремих сегментів грошового ринку (чим і визначається природа вітчизняного ринку), досягнення цінової стабільності та ефективне управління інфляційними процесами залежить в перше чергу від рівня організації саме ринку міжбанківського кредиту. Залежність, на перший погляд неочевидна та дискусійна. Однак, якщо виходити з того, що кризи ліквідності, які час від часу відбуваються у банківському секторі та спричиняють зростання ставок за міжбанківськими кредитними ресурсами, за умови невторчання центробанку можуть приводити до ланцюгової реакції зростання ставок за ресурсами для реального сектора економіки, а отже й до розкручування інфляційних тенденцій, то висновок щодо ролі й значення рівня організації відносин на міжбанку є достовірним. Таким чином, міжбанківський ринок виступає в ролі індикатора стану ліквідності банківської системи. Налагоджене функціонування міжбанківського ринку, являючи собою основу сучасної банківської системи, полегшує банкам доступ до короткострокових ресурсів, сприяє збільшенню обсягу і кількості угод, знижує необхідність підтримання додаткових резервів, дозволяючи банкам працювати більш ефективно і з меншими втратами.

Враховуючи той факт, що стан міжбанківського ринку віддзеркалює (а інколи і обумовлює) ситуацію в інших субринках, проведення аналізу грошового ринку України в цілому через призму ринку міжбанківського кредитного ресурсу є логічним.

Міжбанківський ринок України на перший погляд набирає обертів у своєму розвитку. Щорічний обсяг кредитів, наданих комерційними банками на міжбанківському ринку з 2001 р. має загальну сталу тенденцію до зростання із періодичними зменшеннями заборгованості за кредитами

внаслідок короткострокового кон'юнктурного зростання вартості кредитних ресурсів (рис. 2.1). При цьому частка заборгованості за міжбанківськими кредитами у загальному обсязі кредитних вкладень комерційних банків підвищувалася з 4,74 % в 1998 році до 7,00 % станом на кінець 2003 р. (таблиця 2.1).

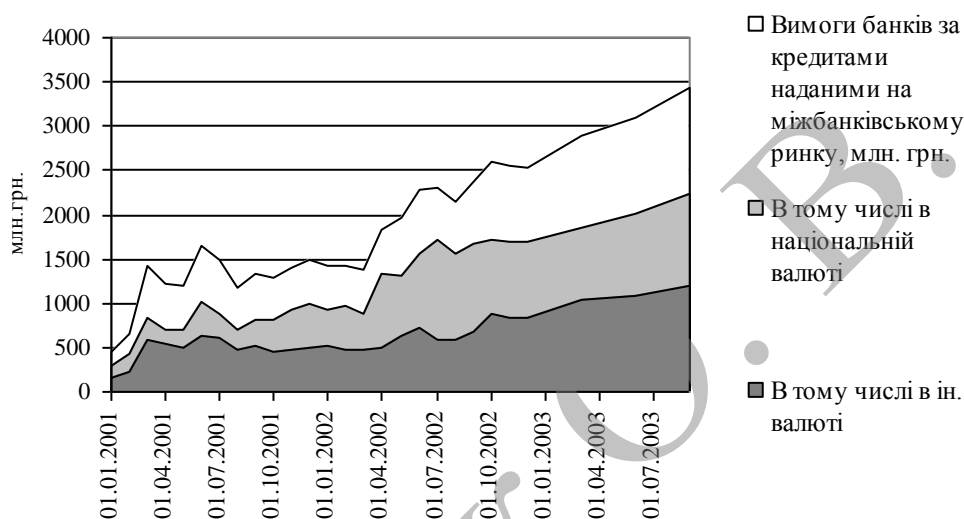


Рис. 2.1. Вимоги комерційних банків за кредитами, наданими на міжбанківському ринку кредитних ресурсів, [22]

У розрізі валют зростання заборгованості за кредитами до економіки у національній валюті більш високими темпами було чітко окреслене з 2001 року. При цьому, якщо ця стійка тенденція була в цілому притаманна всім напрямкам кредитування (окрім кредитування фізичних осіб протягом 2003 року), то міжбанківський ринок в цьому світлі виглядав дуже суперечливо, оскільки уподобання ринку (темпи зростання міжбанківського кредитування у розрізі валют), були майже не прогнозованими. В результаті, наприкінці 2003 року вимоги банків у національній валюті зменшилися на 4,4 %, а в іноземній – зросли на 7,5 %, їх частки в загальному обсязі заборгованості становили відповідно 59 і 41 % (рис. 2.2). В цілому вимоги банків за міжбанківськими кредитами зросли на 43,1 % і на 01.12.2003 р. становили 4,9 млрд. грн., у тому числі в національній валюті – на 25,8 % до 2,9 млрд. грн., в іноземній – на 66,9 % до 2 млрд. грн.

Обсяг кредитів, наданих комерційними банками України, [23]

Рік	Вимоги банків за кредитами наданими на міжбанківському ринку, млн. грн.	Частка в загальному обсязі заборгованості за кредитами	Вимоги банків за кредитами наданими суб'єктам господарювання, млн. грн.	Частка в загальному обсязі заборгованості за кредитами	Вимоги банків за кредитами наданими фіз. особам, млн. грн.	Частка в загальному обсязі заборгованості за кредитами	Вимоги банків за кредитами наданими органам державного управління, млн. грн.	Частка в загальному обсязі заборгованості за кредитами	Загалом, млн. грн.
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998	444	4,74%	8344	89,00%	529	5,64%	58	0,62%	9375
1999	660	5,25%	11101	88,35%	686	5,46%	118	0,94%	12565
2000	1426	6,75%	18594	88,02%	980	4,64%	124	0,59%	21124
2001	1368	4,57%	26955	90,03%	1418	4,74%	199	0,66%	29940
2002	3438	7,53%	38721	84,79%	3313	7,25%	196	0,43%	45668
2003(1 кв.)	3335	6,73%	42022	84,80%	3998	8,07%	200	0,40%	49555
2003(2 кв.)	3913	6,89%	47387	83,45%	5269	9,28%	219	0,39%	56788
2003(3 кв.)	4501	6,92%	53536	82,31%	6955	10,69%	52	0,08%	65044
2003(4 кв.)	4696	7,00%	58849	81,07%	8986	12,38%	59	0,08%	72590

Остання тенденція в певному розумінні дисонує із загальною картиною, оскільки темпи зростання обсягу депозитів в національній валюті (67,4 %) помітно випереджають темпи збільшення обсягу депозитів в іноземній валюті, що свідчить про зростання довіри до національної валюти з боку населення. При цьому, комерційні банки повинні були б відреагувати на зазначені тенденції розвитку адекватно: зростанням обсягів міжбанківських кредитів в національній валюті більш значними темпами, ніж в іноземній валюті.

Цікавим є також той факт, що найбільш нестабільним як за обсягами (рис.2.3), так і за динамікою процентних ставок (рис.2.4) виявився міжбанківський ринок гривневого кредитного ресурсу. Дисперсія динамічного ряду короткострокових відсоткових ставок протягом 2003 року становила 22,58 (проти 10,98 за 2002р.), що вкотре засвідчило нестабільність

стану банківської ліквідності і необхідність прийняття рішень та впровадження кардинальних заходів щодо його збалансування.

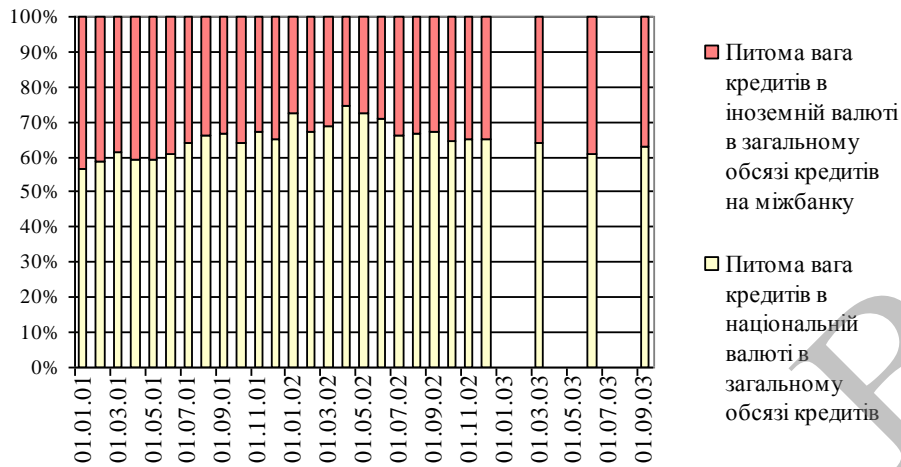


Рис. 2.2. Структура обсягу міжбанківських кредитів у розрізі валют, [23]

Наведені показники розвитку ринку міжбанківського кредиту хоча й виглядають досить загальними, але все ж дають змогу зробити декілька досить змістовних попередніх висновків щодо поточного стану та перспектив розвитку ринку міжбанківського кредиту України.

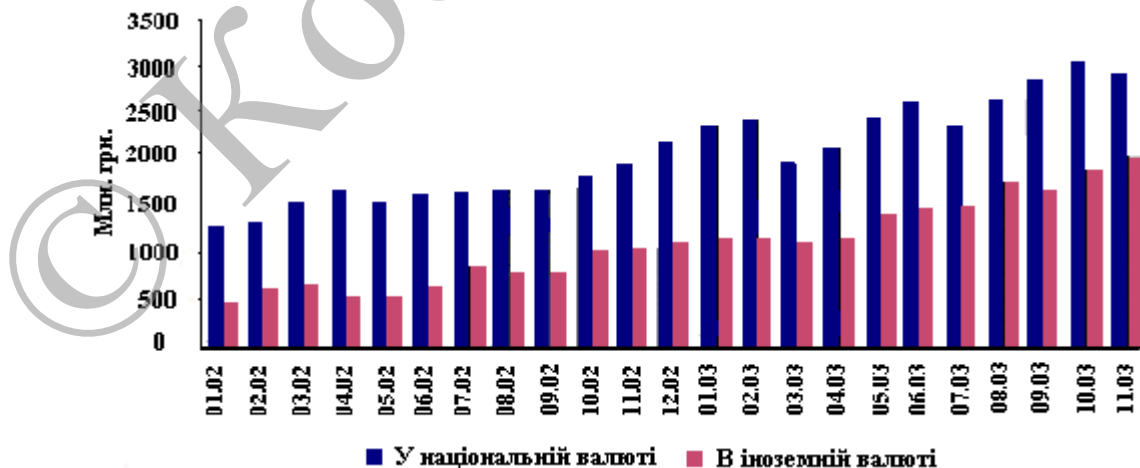
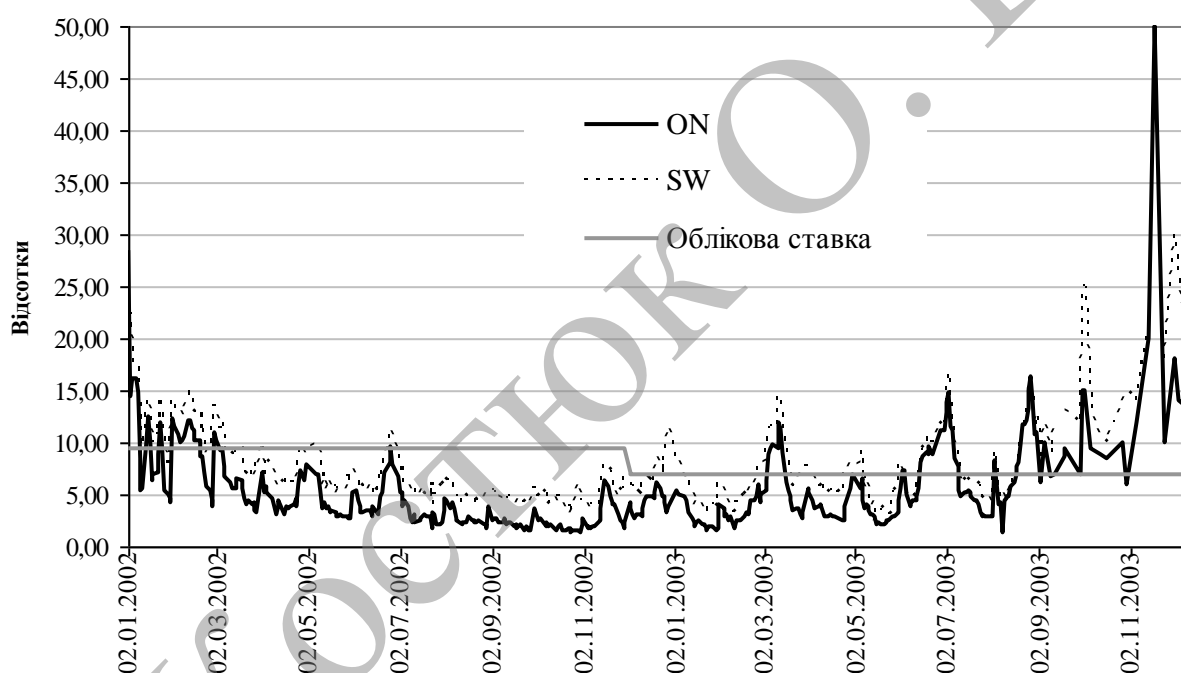


Рис 2.3. Динаміка вимог банків за кредитами, наданими на міжбанківському ринку у розрізі валют, [23]

По-перше, випереджальна динаміка зростання обсягу міжбанківських кредитів (частки в загальному обсязі заборгованості за кредитами) відносно збільшення обсягу кредитів реальному сектору економіки (суб'єктам господарювання) свідчить про те, що ринок міжбанківського кредитного ресурсу поступово може перетворитися на відокремлений сегмент грошового ринку, мотивом роботи банків в якому є не стільки потреба вирішення проблем короткострокової ліквідності, скільки проведення арбітражу із надлишковою ліквідністю, незадіяною за тими чи іншими обставинами у процесі кредитування реального сектора економіки.



Джерело: Український фінансовий сервер (<http://ufs.com.ua/ports/credits.php>)

Рис.2.4. Динаміка кредитних ставок на міжбанківському ринку у 2003 р.

Це поступово може призвести до ситуації, коли динаміка ставок на міжбанківському ринку, як індикаторів стану ліквідності банківської системи, більшою мірою буде визначатися кон'юнктурними сплесками обсягів ліквідності в системі, а не дією системних факторів.

Реалії такі, що станом на кінець 2003 року близько 42 % коштів, залучених банківською системою – це кошти до запитання - умовно-постійний обсяг ресурсів, який знаходяться в банківській системі, і не може

використовуватися для кредитування довгострокових проектів (рис. 2.5). Можна було б припустити, що досягнутий рівень ліквідності банківської системи дає змогу насичувати економіку прийнятними за ціною короткостроковими та середньостроковими ресурсами в достатніх обсягах.



Джерело:

Рис. 2.5 Динаміка обсягу коштів за строками на рахунках підприємств, організацій і населення в банках України, [23]

Однак, володіючи надлишковою ліквідністю (в основному за рахунок залучених коштів до запитання), банки як правило оперують ними на ринку міжбанківського кредитного ресурсу, отримуючи прибуток, що й обумовлює поступове відокремлення міжбанку від реальної економіки. Останній висновок підтверджується і даними кореляційного аналізу, наведеними у табл. 2.2.

Таблиця 2.2

Розраховані коефіцієнти кореляції

	Кошти на рахунках підприємств, організацій, населення		
	2001	2002	2003
Кредитні ресурси, надані банками на міжбанківському ринку	0,32	0,87	0,93

Окрім того, прогрес у розвитку ринку міжбанківського кредиту знаходиться у прямій залежності від частки короткострокових кредитів у структурі кредитів на міжбанківському ринку. Тобто, ефективно функціонуючий ринок міжбанківського кредиту має на меті сприяти вирішенню, в першу чергу, короткострокових проблем комерційних банків в частині виконання резервних вимог центрального банку. До речі, за офіційною банківською статистикою, короткостроковими вважаються кредити терміном до 90 діб, частка яких в структурі кредитів міжбанку становить близько 98 %.

Аналіз структури кредитів за строками на міжбанківському ринку України свідчить: за період 2000 – 2003 рр. мала місце тенденція до збільшення обсягу наданих кредитів зі строком повернення більшим, ніж період дотримання резервних вимог, що свідчить про надмірну активність українських комерційних банків в наданні кредитів не з метою вирішення короткострокових проблем з ліквідністю (вдоволення резервним вимогам), а з спекулятивних міркувань [40].

Цікавими є результати наступних кореляційних аналізів, що наведені у таблицях 2.3, 2.4.

Таблиця 2.3

Розраховані коефіцієнти кореляції

	Середньозважена ставка за депозитами населення (в національній валюті)				
	1999	2000	2001	2002	2003
Середньозважена короткострокова ставка за міжбанківськими кредитними ресурсами (у національній валюті)	0,403	0,831	0,781	0,827	0,907

Висновок очевидний – кредитні ресурси, отримані на міжбанку, в короткостроковому періоді досить активно використовуються банками не з ціллю вдоволення вимогам НБУ щодо розміру обов'язкових резервів, а для подальшого надання кредитів, в тому числі і реальному сектору економіки.

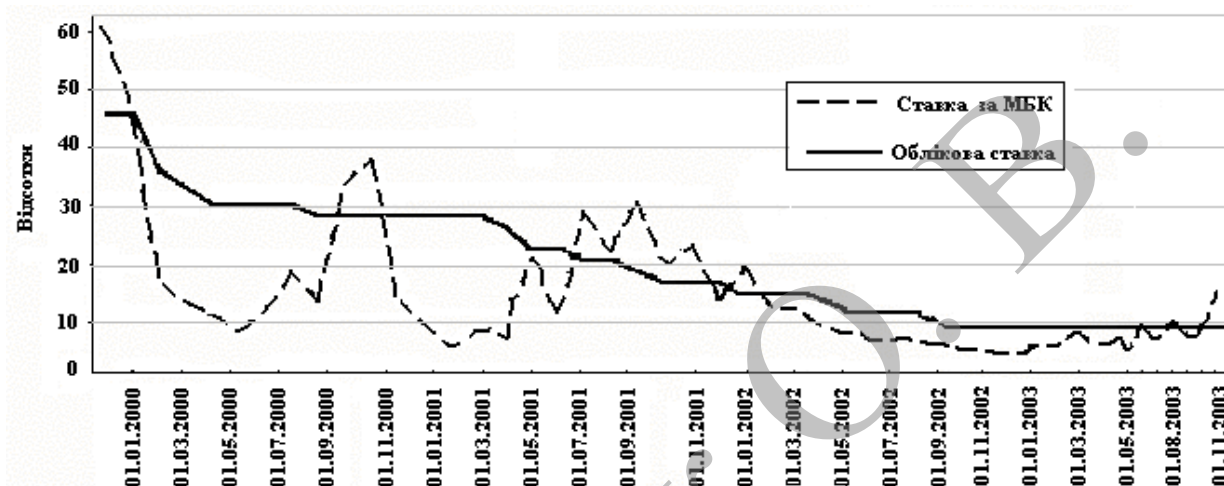
Розраховані коефіцієнти кореляції

	Середньозважена ставка за кредитами для юридичних осіб (в національній валюті)				
ставка міжбанківського кредиту за строками	1999	2000	2001	2002	2003
1-3 місяця	0,324	0,412	0,496	0,54	0,324
3-6 місяців	0,429	0,128	-0,192	-0,274	0,429
більше року	0,271	-0,246	-0,419	-0,670	0,271

Таким чином, аналіз динаміки структури кредитів на міжбанківському ринку України дає змогу зробити висновок, що поточним станом цей сегмент грошового ринку є місцем, де комерційні банки реалізують здебільшого свої спекулятивні інтереси, аніж вирішують короткострокові проблеми ліквідності.

По-друге, наявність у банків (особливо протягом першої половини 2003 року) понад достатньої ліквідності (в середньому за оцінками НБУ від 2 до 3 млрд. грн. з урахуванням мінімальних залишків у касі та обов'язкових резервів (станом до 01.08.03), які повинні бути на кореспондентських рахунках) дозволяла їм не звертатися в більшості випадків до НБУ для підтримання ліквідності, що може пояснювати і відносну надієвість окремих монетарних інструментів з управління ліквідністю ринку. Так, якщо у 2001 році через угоди овернайт було реалізовано 2,7 млрд.грн., то у 2002 році (із збереженням загальної тенденції і у 2003) тільки 58 млн. грн., а через середньострокові аукціони – 0,5 млрд. грн. З одного боку подібна ситуація на ринку, коли середньозважені ставки міжбанківського ринку кредитних ресурсів (рис.2.6) знаходилися на рівні значно нижчому, ніж облікова та ставка рефінансування НБУ, дозволяла банками самостійно вирішувати проблеми короткострокової ліквідності, не звертаючись до більш коштовних і формалізованих за процедурою отримання ресурсів НБУ. Це в якомусь сенсі не тільки позбавляло нацбанк засобів впливу на ситуацію на міжбанку,

але й свідчило про не контрольованість грошового обігу в цьому сегменті ринку, що в певному розумінні пояснює наступне рішення НБУ зробити жорстокішими вимоги з обов'язкового резервування (з 1 серпня 2003 року було заборонено формувати обов'язкові резерви за рахунок готівки в касах банків).



Джерело: Український фінансовий сервер (<http://ufs.com.ua/ports/credits.php>)

Рис.2.6. Динаміка кредитних ставок на міжбанківському ринку
(середньозважені ставки в річному обчисленні)

З іншого боку, якщо проаналізувати щоденну динаміку процентних ставок міжбанківського ринку кредитних ресурсів (рис.2.4) то реальна картина характеризується досить значною мінливістю, яка призводила до криз ліквідності у березні, серпні та листопаді-грудні 2003 р. Наявність подібних тенденцій за умови достатності кумулятивного рівня ліквідності обумовлювалося не тільки дією кола зовнішніх факторів, детальний аналіз яких буде наведено нижче, але й спекулятивними операціями окремих учасників ринку, які, на відміну від більшості, мали доступ до ресурсів НБУ в рамках рефінансування на умовах “овернайт”.

Таким чином саме визнання спекулятивного характеру більшості укладених угод обумовило застосування Національним банком України заходів щодо посилення контролю за міжбанківським ресурсним ринком. Прийняттям Постанови “Про затвердженні Положення про порядок

реєстрації угод за операціями банків України з купівлі та продажу кредитних ресурсів у національній валюті на міжбанківському кредитному ринку” за №20 від 24.01.2004 НБУ зобов’язав банки надавати йому інформацію про кожну операцію з купівлі-продажу кредитних ресурсів в національній валюті на ринку міжбанківських кредитів з метою підвищення ефективності регулювання ліквідності банків шляхом оперативного відстеження потоків кредитних ресурсів, визначення достовірного показника чистої позиції ліквідності центробанку, мінімізації витрат банків, зменшення потенційної можливості арбітражу, подальшого зниження вартості ресурсів для реального сектора економіки і своєчасного застосування превентивних заходів до банків, фінансове становище яких викликає занепокоєння.

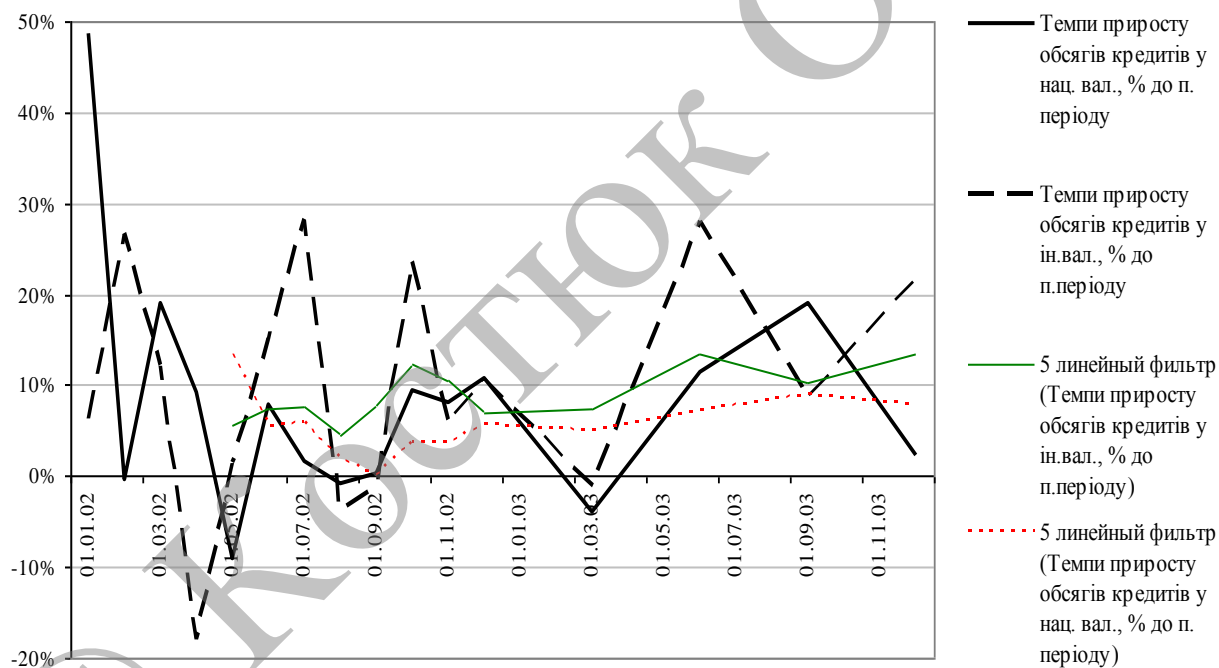


Рис. 2.7. Динаміка темпів приросту обсягу міжбанківських кредитів у розрізі валют

По-третє, домінування попиту (темпів приросту) на кредити на міжбанківському ринку в іноземній валюті над попитом на кредити, номінованими в національній валюті свідчить про те, що на міжбанківському ринку ще й досі присутні значні інфляційні очікування.

Цей факт також може підтверджувати існуючі тези щодо відокремленості розвитку і функціонування міжбанківського ринку в загальному механізмі розподілу грошового ресурсу в економіці та присутності інфляційних очікувань.

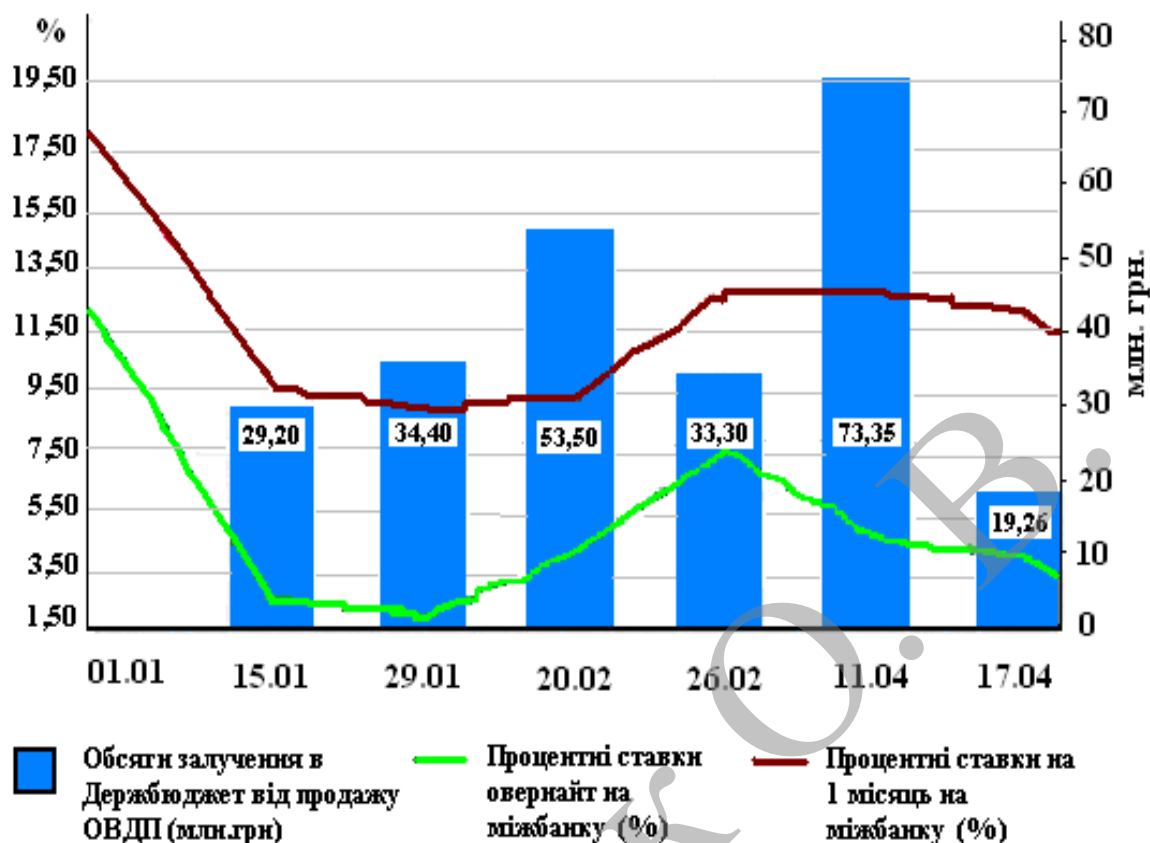
Отже, до чинників, які провокують зростання дисбалансу між попитом та пропозицією на кредити на міжбанківському ринку на користь пропозиції фондів, слід окремо віднести:

- помітне зростання обсягів депозитів в комерційних банках за процесу зменшення норм обов'язкового резервування, що негативно позначається на дисципліні комерційних банків відносно вдоволення резервним вимогам Національного банку України;
- значні інфляційні очікування серед комерційних банків.

В-четвертих, не передбачувана мінливість процентних ставок на міжбанку може загострювати протиріччя, які визначаються конкуруючою природою співіснування ринків державних цінних паперів та міжбанківських кредитних ресурсів, що може накладати на НБУ певну “моральну” відповідальність перед Міністерством фінансів.

Показовим щодо тенденцій взаємного впливу зазначених сегментів грошового ринку є залежність динаміки ресурсних потоків ринку державних цінних паперів від ставок на ринку міжбанківських кредитних ресурсів: падіння обсягу залучення ресурсів до бюджету від продажу державних цінних паперів протягом березня, серпня і грудня 2003 року, коли на ринку міжбанківського кредитування – основного конкурента ринку ОВДП щодо вкладення тимчасово вільних коштів інвесторів, суттєво зростали відсоткові ставки за коротко- та середньостроковими ресурсами (рис. 2.8).

Отже, політика Міністерства фінансів щодо залучення коштів до бюджету через розміщення в першу чергу саме короткострокових цінних паперів, в певному розумінні вимагає від НБУ створення умов щодо підвищення ефективності регулювання ліквідності банків та усунення спекулятивного попиту на кредитні ресурси.



Джерело: Український фінансовий сервер (<http://ufs.com.ua/ports/credits.php>)

Рис. 2.8. Обсяги залучення у державний бюджет і розміри процентних ставок за кредитними ресурсами на міжбанку протягом 2003 р.

Безумовно, цей аспект не є домінуючим у визначенні зацікавленості інвесторів (комерційних банків) до облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП). Збільшення попиту на кредитні ресурси з боку реального сектора, який готовий здійснювати запозичення під 17-18 % річних, призвело до зменшення привабливості державних облігацій. Так, за 2003 рік внутрішні запозичення на ринку ОВДП знизилися на 59,3 %, в той час як обсяги кредитування зросли на 61,4 % (з 42 млрд. грн. у 2002 р. до 67,8 млрд. грн. у 2003р.). Сьогоднішні умови комерційного кредитування віддзеркалюють реальну дохідність на фінансовому ринку, хоча це й не виключає можливості поживлення попиту до державних цінних паперів за умови збільшення їх прибутковості. Аналіз доходності облігацій за строками дозволяє зробити висновок, що найбільш потенційно затребуваними залишаються

середньострокові цінні папери із доходністю 11,8 % річних. Що стосується короткострокових ОВДП (від 3-х місяців до 1 року) із рівнем прибутковості в 5,5 % - 9,5 %, то саме вони найбільше ігноруються інвесторами за умови існування більш кон'юнктурних і прибуткових пропозицій, і найбільше піддані впливу від кон'юнктурних цінових сплесків на міжбанківському ринку кредитних ресурсів.

Взагалі треба зазначити, що вирішення проблеми урегулювання цінових шоків на ринку міжбанківського кредитного ресурсу необхідно шукати не тільки у вдосконалення стратегії і тактики урегулювання попиту на банківську ліквідність, але й в усуненні дезорганізуючого впливу зовнішніх факторів на стан міжбанку, а саме результату неузгодженості дій окремих органів в частині управління державними коштами.

Протягом 2003 року міжбанківському ринку кредитних ресурсів прийшлося пройти через декілька криз ліквідності. Різкі коливання ставок на ринку міжбанківського кредитування відбувалися із сталою періодичністю і поступовим нарощуванням діапазону (від 15 % річних наприкінці лютого до 50-60 % у листопаді). Це вкотре підкреслило, що періодичні проблеми з ліквідністю на міжбанку – наслідок не випадкового збігу обставин, а результат глобальніших чинників.

Національний банк України зазначає наступні причини дестабілізації міжбанку протягом зазначеного періоду в наступному [75]

- недотримання банками основної вимоги – відповідності термінів залучення та розміщення коштів, що зумовлює постійне додаткове залучення коштів за підвищеною ціною;
- низький рівень управління залученими коштами, проведення ризикових операцій;
- ліберальна політика кредитування інсайдерів і пов'язаних осіб, що істотно впливає на якість кредитного портфеля через ризик неповернення грошей позичальником;

- використання коштів обов'язкових резервів упродовж звітного періоду й кредитів овернайт з огляду на лібералізацію умов отримання їх від НБУ як джерел формування ресурсної бази;
- використання міжбанківських кредитів як одного з основних джерел формування ресурсної бази;
- ігнорування вимог НБУ про приведення у відповідність активних операцій прогнозованому зменшенню ресурсної позиції у зв'язку з переказом коштів місцевих бюджетів на єдиний казначейський рахунок, і вплив коштів у готівку поза банками, виходячи з календаря виплат;
- наявність нездорової конкуренції між банками за клієнтів, що призводить до економічно необґрунтованих розмірів плати за залучені кошти й надані кредити;
- ризикована діяльність банків у здійсненні активних операцій за значного формування ресурсної бази за рахунок внесків населення, що провокує ризик гарантії в поверненні коштів населенню;
- відсутність графіків залучення, розміщення та повернення вкладених раніше коштів;
- відсутність фінансових інструментів, які можуть бути реальним об'єктом застави на міжбанківському кредитному ринку України;

Узагальнюючи висновки, зроблені НБУ, та аналізуючи дії зовнішніх чинників, можна виділити три основні причини, що зумовили зниження ліквідності банківської системи.

Перша – різке зменшення обсягу інтервенції Нацбанку на міжбанківському валютному ринку.

Друга причина – істотне збільшення коштів уряду на рахунку в НБУ. Станом на 20 листопада Кабмін нагромадив 7,5 млрд. грн. (з них у гривні – 4,7 млрд.), що автоматично зменшило рівень ліквідності банків. Для порівняння: сума на кореспондентських рахунках усіх українських банків становить близько 4,5 млрд. грн. За словами першого, на той час, віце-

прем'єра і міністра фінансів Миколи Азарова, збільшення залишків на рахунках уряду сталося через неоперативне використання розпорядниками бюджетних коштів виділених асигнувань.

Третя, не менш важлива причина зростання кредитних ставок – низький рівень управління банками своїми активами і пасивами. Якщо для банківської установи загальне зниження ліквідності банківської системи є проблемою, то кваліфікація менеджменту під запитанням. Як зазначалося раніше, багато банків використовують міжбанківський ринок як основний ресурс для своїх активних операцій.

Уникнути виникнення чергової кризи на міжбанку можна за рахунок підвищення ефективності управління бюджетними коштами і поліпшення управління активами й пасивами банків. Однак в короткостроковій перспективі це зробити майже неможливо. Саме тому НБУ в період зниження ліквідності банківської системи протягом листопада-грудня 2003 року довелося вдатися до тимчасового зниження нормативних вимог, а разом – збільшення обсягів рефінансування. Тільки після зниження ставок до рівня 10 % Нацбанк заявив про скасування своїх нормативних послаблень з метою попередження проблеми зростання інфляції, яка, згідно з коригуванням прогнозів, становила 8,5 % замість 6-7 %.

Взагалі, застосування цього інструмента, як свідчать статистичні дані, чітко пов'язане з коливаннями залишків коштів уряду на рахунках у НБУ. Оперативний характер кредитування овернайт дає можливість НБУ швидко врегулювати несподівані зміни на грошово-кредитному ринку, пов'язані, на самперед з недостатністю ліквідності у банківській системі внаслідок різкого коливання коштів уряду на рахунках в НБУ. Так, активне втручання НБУ у формування попиту-пропозиції на грошовому ринку через застосування кредитів овернайт припало саме на перше різке коливання коштів уряду у I кварталі 2001 року – приріст коштів уряду склав близько 1001,8 млн. грн., в той час як середній обсяг квартальних змін попередніх періодів становив 423 млн. грн. [81, С. 45]. Вважається, що саме з цього періоду кредитна лінія

овернайт стала своєрідним лідером серед інших механізмів рефінансування НБУ за обсягами наданих банківській системі кредитів (див. табл.2.5).

Таблиця 2.5
Динаміка залишків коштів уряду на рахунках у НБУ, [80]

Період	Залишки коштів уряду				Обсяги рефінансування банків	
	усього		У тому числі у національній валюті			
	млн. грн.	Приріст за квартал, млн. грн.	млн.грн.	Приріст за квартал, млн. грн.	млн. грн.	У т.ч. за кредитами овернайт, млн. грн.
2001 рік						
<i>/ квартал</i>	1873,3	958,3	1700,7	1001,8	0	0
<i>II квартал</i>	2157,4	284,1	1978,1	277,4	863,7	759,3
<i>III квартал</i>	2227,5	70,1	1424,5	-553,6	1075,6	858,5
<i>IV квартал</i>	1380,3	-847,2	1008,7	-415,8	543,6	465,2
2002 рік						
<i>/ квартал</i>	1013,5	-366,8	952,9	-55,9	145,4	58
<i>II квартал</i>	783,6	-229,8	726,1	-226,7	46,3	0,2
<i>III квартал</i>	1007,3	223,7	916,1	190,0	369,3	0,3
<i>IV квартал</i>	2185,6	1178,3	1000,5	84,4	662,9	95,3
2003 рік						
<i>/ квартал</i>	2674,9	489,3	2655,7	1655,3	2633,2	1910,7
<i>II квартал</i>	6823,6	4148,7	2561,7	-94,0	3880,8	3088,6
<i>III квартал</i>	6375,2	-448,3	4335,8	1774,1	3479,5	2882,7
<i>IV квартал</i>	4973,2	-1402,0	2582,4	-1753,4	16268,5	14972,8

Стосовно неузгодженості між Національним банком України та Міністерством фінансів в частині управління державними коштами, то розв'язання цієї глобальної проблеми є необхідною передумовою контрольованості дії автономних факторів впливу на ліквідність міжбанківського ринку. Справа в тому, що Казначейство вже не перший рік добивається права самостійного виходу на міжбанківський ринок з метою розміщення тимчасово вільних бюджетних ресурсів (перша спроба була

здійснена у 2000 року, коли Казначейство демпінгувало розміщенням ресурсів овернайт під 25% за існуючого міжбанківського рівня у 40-50 %). Метою ж протистояння цьому процесу з боку НБУ є попередження появи великої кількості неконтрольованих коштів, що може викликати дисбаланс ринку і зростання інфляції через появу не передбачуваного законодавством нового регулятора грошового ринку. Отже, єдиним варіантом допуску на міжбанківський ринок бюджетних коштів може бути їх розміщення під повним контролем НБУ, що, в свою чергу не в достатній мірі влаштовує Державне Казначейство через небажання втратити статус основного розпорядника бюджетного ресурсу. В результаті узгодженості дій двох відомств, а також не ефективної політики Казначейства щодо організації процесу використання асигнувань, із економіки в цілому станом на 18-20 листопада 2003 року було вилучено близько 7,5 млрд. грн., що у сукупності із дією інших чинників призвело до виникнення дійсних проблем з ліквідністю.

Досягнуті *post factum* домовленості між НБУ та урядом про підвищення ефективності управління коштами останнього передбачали, як варіант, запровадження ліміту на залишки коштів на урядових рахунках (рахунках Держказначейства) в НБУ: у разі перевищення граничної суми надлишки, можливо, розміщуватимуться на міжбанку, але під контролем центробанку.

Узагальнюючи результати проведеного аналізу, слід зробити наступні висновки:

1. Ринок міжбанківського кредиту скоріше уявляє собою автономно функціонуючий механізм перерозподілу вільних коштів комерційних банків, ніж інтегрований сегмент грошового ринку України.
2. Поведінка учасників ринку міжбанківського кредиту все ще знаходиться під впливом інфляційних очікувань, не зважаючи на успіх Національного банку України у напрямку стабілізації цін на ринку товарів та послуг.
3. Облікова ставка не повною мірою відіграє роль оперативного орієнтира ціни на гроші, отже банки приймають рішення виключно відповідно до

поточних тенденцій грошового ринку, що обумовлені попитом і пропозицією ліквідних коштів з боку банків.

4. Ринок міжбанківського кредиту України не є чутливим до заходів грошово-кредитної політики монетарної влади.
5. На ринку міжбанківського кредиту спекулятивні настрої його учасників превалюють над мотивом вирішення короткострокових проблем ліквідності, що вимагає від монетарної влади проведення жорсткої політики резервних вимог та вдосконалення механізму рефінансування.
6. Дефіцит ліквідності, за якого банки звертаються по рефінансування до Національного банку України, не є структурним і прогнозованим, а скоріш за все носить характер “криз ліквідності”, викликаних різким зростанням залишків коштів на рахунках уряду в НБУ.
7. Практика грошово-кредитного регулювання в Україні останніми роками показує значний вплив змін обсягів залишків коштів уряду на рахунках у НБУ на коливання ліквідності банківської системи, у зв'язку з чим облікова ставка не повною мірою відіграє роль оперативного орієнтира.
8. Динаміка ставок грошового ринку значною мірою визначається під впливом дії зовнішніх факторів, що обумовлює необхідність чіткого їх визначення, ранжування та оцінки в процесі розробки монетарною владою заходів щодо збалансування ліквідності грошового ринку.
9. Роль відсоткових ставок при проведенні грошово-кредитної політики в умовах керованого плаваючого валютного курсу та періодичного надлишку ліквідності, є обмеженою.
10. Зменшення мінливості ставок міжбанківського ринку кредитних ресурсів є не тільки головною метою управління ліквідністю грошового ринку, але й важливою передумовою формування ефективного комунікаційного сигнального механізму.

2.2. Прогнозування попиту на ліквідність з боку комерційних банків на основі аналізу існуючої системи обов'язкового резервування

Як зазначалося раніше, однією із головних цілей управління ліквідністю грошового ринку є зменшення коливань процентних ставок на ринку банківських ресурсів, які відбуваються внаслідок мінливості стану ліквідності ринку. Надмірне коливання ставок є вкрай небажаним, оскільки це може призводити до втрати дійсної прозорості монетарної політики, до спотворення та перебільшення значення реальних причин для змін, а отже й до хибних висновків відносно цілей монетарної політики, яку проводить центральний банк.

Ефективність управління короткостроковою відсотковою ставкою в Україні є доволі низькою. Це зумовлено незначною роллю рефінансування банків у насиченні економіки грошима. Банківська система фактично працює в умовах надлишку ліквідності (за винятком шоків періодів дефіциту ліквідності, пов'язаних із значними коливаннями залишків коштів уряду на рахунках НБУ), яка в останні роки постачається в основному через валютний канал. Таким чином, невисока потреба комерційних банків у рефінансуванні від НБУ зменшує його потенційні можливості *прямо* впливати через офіційну відсоткову ставку на вартість коштів та контролювати динаміку короткострокової ставки за міжбанківськими кредитними ресурсами у межах процентного коридору, який сформовано ставкою за кредитами овернайт (під забезпечення державними цінними паперами та без заставних) і встановленими на щоденній основі ставками за депозитними операціями на різні строки.

Опосередкованим засобом згладжування мінливості ринкових ставок за короткостроковими ресурсами є застосування механізму усереднення резервних вимог: підтримання усередненого обсягу резервів \bar{R} , розрахованого щодо обсягу ліквідності, залученої на визначені депозитні

рахунки протягом періоду нарахування, і обов'язкового до виконання протягом періоду дотримання (відповідно до положень, викладених у параграфі 1.2 даної роботи). В умовах існування надлишкової ліквідності актуальність “буферної” функції резервних вимог фактично зникає. Більше того, сам факт існування механізму усереднення резервних вимог на тлі “надліквідності”, без застосування монетарною владою стерилізаційних заходів, може, в певному розумінні, опосередковано сприяти збуренню короткострокових ставок міжбанківського ринку, та, додаючи банкам ступеню свободи, заохочувати недосконалу конкуренцію.

Однак, незалежно від домінуючого застосування того чи іншого підходу, а також незалежно від обраного центральним банком типу менеджменту ліквідності (пасивного чи активного), важливою передумовою зменшення нестійкості процентних ставок грошового ринку є точний *прогноз змін у стані ліквідності ринку, а також розумінні поведінки ставок грошового ринку*. Це надає центральному банку можливість оцінювати кількість додаткової ліквідності, яка повинна бути надана, чи абсорбована із системи для повернення ставок грошового ринку до регламентованого, або прийняттого діапазону.

Проведений аналіз зовнішнього середовища управління ліквідністю НБУ надав можливість систематизувати зовнішні чинники, що впливають на попит та пропозицію банківських ресурсів на грошовому ринку. Отже, динаміка процентних ставок міжбанківського ринку кредитних ресурсів, чітко віддзеркалюючи співвідношення попиту і пропозиції ресурсів, в свою чергу визначається не тільки параметрами класичних джерел цього попиту й пропозиції, але й факторами кон'юнктурної природи. Цей висновок буде враховано в процесі моделювання поведінки міжбанківських ставок, як основи сигнального механізму монетарної політики.

Якщо транскрипувати у вигляді схеми (рис.2.9) зроблені в попередньому дослідженні висновки стосовно факторів впливу на поведінку міжбанківських ставок, то ми отримаємо наступну картину.

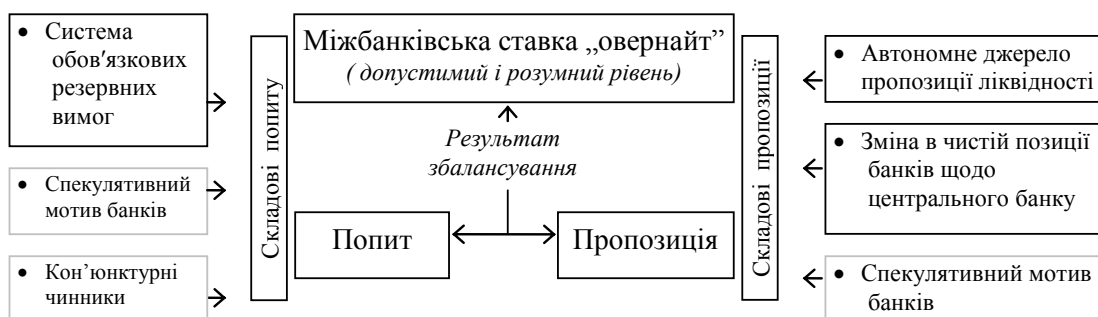


Рис. 2.9. Фактори впливу на стан ліквідності міжбанківського ринку кредитних ресурсів

Як свідчить зарубіжний досвід, необхідним елементом ефективного функціонування системи управління ліквідністю ринку через є дефіцит ліквідності на грошовому ринку, який фактично робить центральний банк головним постачальником короткострокових ресурсів для попередження нестійкості короткострокових ставок.

Виходячи із положень п.1.2., головним і визначальним джерелом попиту на ліквідність з боку банків, а отже й фактором, що обумовлює поведінку ставок міжбанківського ринку, є (виходячи із теоретичних засад) система обов'язкових резервних вимог, яка в Україні певний період часу була регламентована Постановою Правління НБУ “Про затвердження Положення про порядок формування обов'язкових резервів для банків України” № 244 від 27.06.2001, пізніше, з 01 липня 2004 року – Постановою Правління НБУ “Про затвердження Положення про порядок визначення та формування обов'язкових резервів для банків України” №172 від 21.04.2004 (зі змінами і доповненнями, внесеними Постановами НБУ № 292 від 22.06.2004, № 527 від 04.11.2004, № 566 від 24.11.2004, №673 від 23.12.2004, № 139 від 19.04.2005) Відповідно до зазначених нормативних положень, банки були зобов'язані забезпечувати щомісячне формування і підтримання на своїх власних кореспондентських рахунках у НБУ суми коштів, визначеної у процентному відношенні до середньоарифметичної (за звітний період) суми зобов'язань щодо залучених банком коштів, обрахованої за даними щоденного балансу банку. При цьому, відповідно до п.1.11, 1.12 чинної Постанови,

Національний банк може застосовувати регуляторну вимогу щодо зобов'язання банків підтримувати щоденно на кореспондентському рахунку в НБУ обсяг обов'язкових резервів у процентному відношенні (від 20 до 100 процентів) до суми обов'язкових резервів за попередній звітний період.

Дієвість механізму усереднення, задекларована цими Постановами, повинна була сприяти зменшенню мінливості короткострокових ставок грошового ринку та підвищенню якості управління ліквідністю міжбанківського ринку кредитних ресурсів. Однак, можна припустити, що в умовах періодичного існування надлишкової ліквідності у банківській системі, значного впливу зовнішніх чинників, а також певної інформаційної непрозорості, буферна функція обов'язкових резервних вимог, як вже зазначалося вище, може проявлятися не досить чітко. В цьому випадку монетарній владі по-перше, важко покладатися на ставки грошового ринку як складову сигнального механізму, по-друге, для визначення чистої позиції ліквідності (кількості ліквідності, яку необхідно надати банківському сектору для збалансування попиту) вкрай складно орієнтуватися на резервні позиції банків, як домінуюче джерело попиту на ліквідність. За цієї причини *визнання обов'язкових резервних вимог в якості складової механізму управління ліквідністю у вітчизняній практиці є недостатнім.* Саме цим можна пояснити зміни щодо порядку обов'язкового резервування, введені Постановою НБУ №172 від 21.04.2004, які фактично передбачали перехід банків на щоденне резервування коштів (підвищення нормативу незнижуваних залишків на коррахунках), що фактично може означати повне "зв'язування" буферної функції системи обов'язкового резервування.

Сприйняття ж обов'язкових резервних вимог виключно в якості інструменту грошово-кредитного регулювання посіло домінуючі позиції. Головна мета обов'язкового резервування коштів, як інструмента грошово-кредитної політики, полягає в обмеженні дії грошового мультиплікатора та підтриманні на певному рівні грошової маси в обігу. Отже, через систему формування резервних вимог НБУ контролює зростання певних грошових

агрегатів шляхом зниження (збільшення) грошового мультиплікатора з метою обмеження (або стимулювання) зростання грошової маси в обігу.

В цьому сенсі реформування та вдосконалення засад використання системи резервних вимог, яке мало місце протягом останніх років, виходило, як правило, саме із потреб монетарного регулювання, що, безумовно чинило вплив і на параметри цієї системи в частині управління ліквідністю грошового ринку. Активність Національного банку України щодо реформування та вдосконалення засад використання резервних вимог в якості інструмента грошово-кредитної політики безумовно чинила позитивний вплив на параметри кредитування банківською системою реального сектора економіки, сприяла реструктуризацію портфеля банківських активів на користь довгострокових вкладень до економіки. Тенденції розвитку банківського сектора України протягом останніх років характеризувалися збільшенням обсягів довгострокових депозитів в структурі депозитних вкладень з 24,26 % на початку 2003 року до 32,15 % (19730 млн. грн. станом на 01.12.2003 проти 9151 млн. грн. на 01.01.2003), що відбувалося, в основному, за рахунок збільшення залишків коштів фізичних осіб (їх частка становила 80 % від загального обсягу довгострокових депозитів). За оцінками експертів цьому сприяло зростання доходів населення та зниження Національним банком України нормативів формування банками обов'язкових резервів, що відбувалося на фоні майже незмінного рівня середньозваженої процентної ставки за довгостроковими депозитами. В структурі заборгованості за кредитами, наданими в реальний сектор економіки, переважала частка короткострокових кредитів (54,96 % станом на 01.12.2003 р.), зменшенню якої за рік на 16,8 процентних пункти на користь довгострокових позичок певною мірою сприяло розширення ресурсної бази, що відбувалося на фоні зниження середньозваженої процентної ставки за довгостроковими кредитами на 4,3 процентних пункту до рівня 17,6 %.

Об'єктивну оцінку ефективності впливу заходів НБУ в частині зменшення норм резервування на розширення кредитної пропозиції з боку банків дозволить надати аналіз динаміки грошового мультиплікатора – показника, який характеризує якість банківської системи, тобто її здатність створювати грошову пропозицію за рахунок кредитування. Як відомо, розмір грошового мультиплікатора залежить від декількох факторів: нормативу обов'язкового резервування, співвідношення між строковими вкладами та вкладами до запитання, рівня надлишкових резервів, які підтримує банк; співвідношення між готівкою та вкладами до запитання.

При цьому тільки один із зазначених факторів, а саме норматив обов'язкового регулювання, безпосередньо регулюється монетарною владою. Останні не підпадають під прямий вплив з боку НБУ і залежать від мотиву поведінки банків. Так, надання переваги банками підтриманню фінансових ресурсів в максимально ліквідній формі (у вигляді надлишкових резервів) за причини занадто великих ризиків кредитування, або відсутності відповідних ризику і прибутковості інвестиційних пропозицій, буде обумовлювати зменшення грошового мультиплікатора так само, як і домінування готівки поза банківською системою (зростаючий показник “готівка/депозити”).

Протягом 1998-2003 рр. норматив обов'язкового резервування за депозитами після підвищення у 1999 році періодично зменшувався. При цьому грошовий мультиплікатор майже весь час з 1999 року поводив себе адекватно. Але це не виключає, що протягом зазначеного періоду поведінка грошового мультиплікатора на фоні зміни норми резервування визначалася також і дією факторів, зазначених вище. Третій-четвертий квартали 2001 року за оцінками Українсько-європейського консультативного центру (UEPLAC) став переломним періодом у реакції грошового мультиплікатора на заходи НБУ, визначивши вичерпність потенціалу резервних вимог в якості інструмента монетарної політики, коли зменшення норми резервування за довгостроковими вкладами в національній валюті фізичних та юридичних осіб в середньому на 2% супроводжувалося не збільшення, а

зниженням грошового мультиплікатора з 1,53 до 1,44. Це означало, що “зв’язування” грошового мультиплікатора на фоні зниження норми резервування в цей період відбувалося за рахунок дії факторів, не підпадаючих під прямий вплив з боку монетарної влади. Подальше одночасне поступове зниження у першому-другому кварталах 2002 року нормативів резервування за короткостроковими коштами фізичних і юридичних осіб до 2% та 6 % відповідно, та довгостроковими – до нуля супроводжувалося очікуваним підвищенням грошового мультиплікатора, але однострійно стверджувати, що саме ці заходи обумовлювали подібну реакцію не можливо без проведення додаткових розрахунків чутливості грошового мультиплікатора до зміни нормативу обов’язкового резервування.

Для виміру чутливості грошового мультиплікатора до зміни нормативу обов’язкового резервування та оцінки можливості впливу інших факторів був проведений загальний графічний аналіз динаміки грошового мультиплікатора, нормативу обов’язкового резервування, обсягу фактичних резервів банків (через фактичний коефіцієнт резервування) та відношення “готівка/депозити” в кожній точці спостереження (рис.2.10), та побудована і оцінена багатфакторна лінійна регресійна модель з використанням для розрахунків та аналізу статистичного пакету EVIEWS.

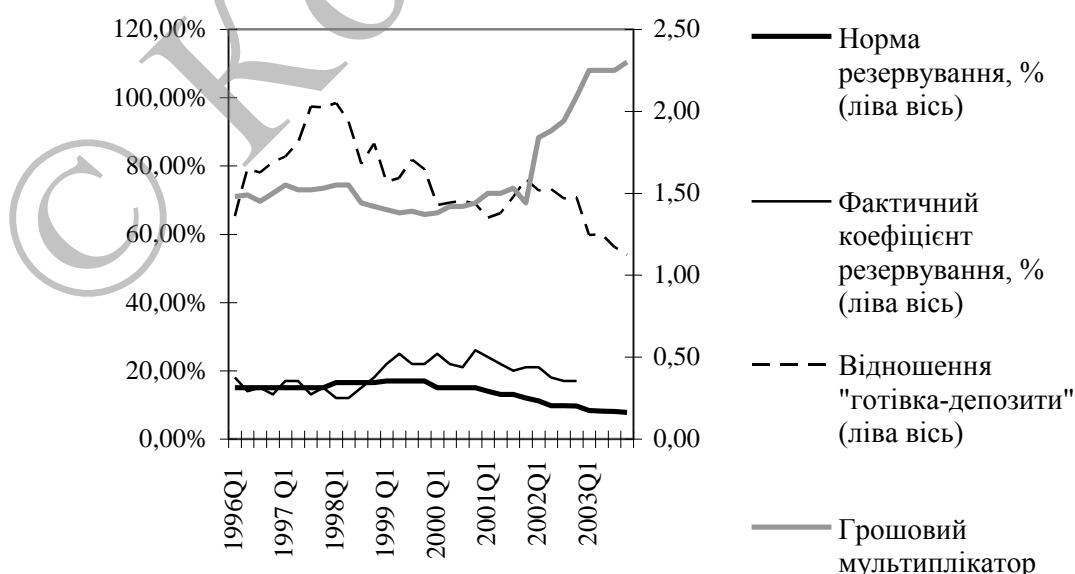


Рис. 2.10. Динаміка грошового мультиплікатора, нормативу обов’язкового та фактичного резервування, відношення “готівка-депозити”

Для аналізу та розрахунків використовувалися значення нормативу резервування за залученими коштами юридичних та фізичних осіб за період 1996-2003 рр. (квартальні спостереження) з урахуванням його диференціації з 2001 року. В якості норми надлишкових резервів (er) в даних розрахунках, було прийнято відношення суми надлишкових резервів до обсягу залучених депозитів. При цьому, за причини відсутності офіційних даних в статистиці НБУ, показники обсягів надлишкових резервів було замінено їх приблизними оцінками (за розрахунками UEPLAC): сума надлишкових резервів визначалася як різниця між загальною сумою банківських резервів і фондом обов'язкового резервування за залученими коштами (за умови виконання банками резервних вимог в повному обсязі). Показник відношення “готівка/депозити” (cr) розраховувався як відношення суми готівкових коштів поза банківською системою (агрегат M0) до суми залучених депозитів. Статистичні монетарні показники банківської системи та матриця вихідних даних для розрахунків багатofакторної лінійної регресійної моделі наведені в Додатку Б (табл. Б.2., Б.3.)

Проведення попереднього графічного аналізу динаміки грошового агрегату, нормативу обов'язкового резервування, фактичного коефіцієнту резервування та відношення “готівка/депозити” виявило існування негативної кореляції грошового мультиплікатора до всіх зазначених факторів, що не суперечить теоретичним засадам. При цьому, на певних відрізках періоду спостереження мала місце більш очевидна негативна кореляція грошового мультиплікатора до коефіцієнту фактичного резервування, ніж до нормативу обов'язкового резервування, що свідчить про можливість впливу на зміну цього показника факторів, які знаходяться поза межами контролю з боку монетарної влади. Поясненням цьому може бути: 1) надання переваги комерційними банками в умовах високого кредитного ризику, певної недовіри до банківської системи суб'єктів ринку, відсутності відповідних законодавчих норм захисту інтересів кредиторів, підтриманню частки фінансових ресурсів у вигляді надлишкових резервів

(більш ліквідній формі), про свідчить динаміка фактичного коефіцієнту резервування (рис. 2.11), [76, С.56].; 2)можливого реального невиконання комерційними банками обов'язкових резервних вимог у повному обсязі, що мало місце протягом 1999-2000 рр.[74, С. 143].

Але, враховуючи посилення контролю з боку Національного банку України за дотриманням комерційними банками вимог щодо обов'язкових резервів з прийняттям нового Положення про порядок формування обов'язкових резервів відповідно до Постанови НБУ за №244 від 27.06.2001, вважаємо, що останній аргумент – можливість виконання вимог не в повному обсязі – взагалі не є прийнятним, оскільки дискредитує саму систему обов'язкового резервування, а тому і не приймається до уваги в подальшому дослідженні в якості вагомого фактора.

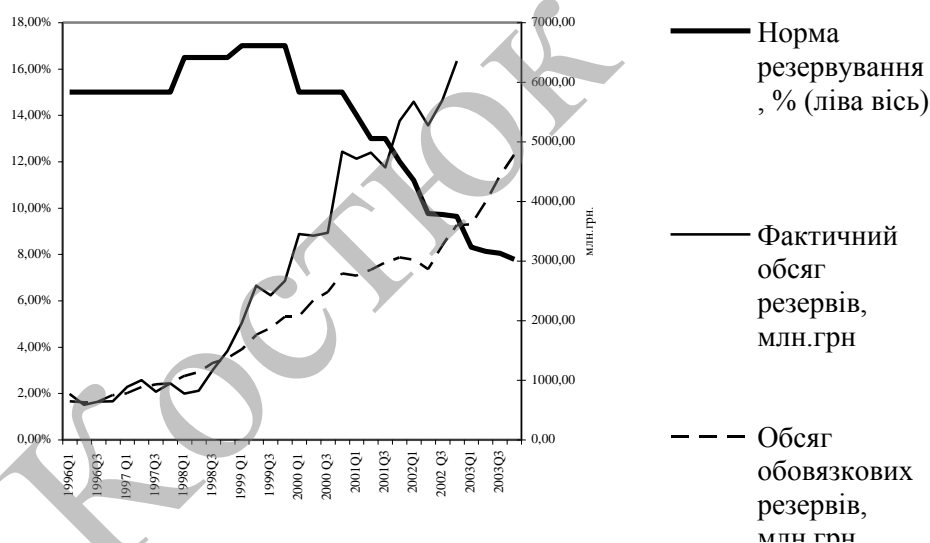


Рис.2.11. Зміна нормативу обов'язкового резервування за залученими коштами та динаміка фактичного коефіцієнту резервування

Попередньо реакцію грошового мультиплікатора на зміни норми обов'язкового резервування та надлишкових резервів (як найвпливовішого, за припущенням, із окреслених факторів) також було оцінено за допомогою визначення коефіцієнта парної кореляції для масивів зазначених факторів. При цьому сукупність даних була розподілена на два угруповання за часовими параметрами: до та після введення диференційованого підходу

щодо зміни норми резервування. Враховуючи дієвість часового лагу, межею розподілу періодів було обрано третій квартал 2001 року.

Отримані розрахунки, що представлені в таблиці 2.5, дозволяють засвідчити посилення потенціалу норми обов'язкового резервування в якості фактору впливу на грошовий мультиплікатор саме після обрання НБУ диференційованого підходу щодо визначення норми резервування, та зниження її середньозваженого рівня.

Таблиця 2.5
Розраховані коефіцієнти кореляції

Фактор впливу	Грошовий мультиплікатор	
	1996 Q3 - 2001Q3	2001 Q3 - 2003Q3
Фактичний коефіцієнт резервування	-0,6585	-0,7775
Норма обов'язкового резервування	-0,4686	-0,9576

Більш точну оцінку існування взаємозв'язку між грошовим мультиплікатором та дією зазначених факторів надала побудова та розв'язання багатofакторної регресійної моделі, в основному рівнянні якої залежною змінною було обрано грошовий мультиплікатор, незалежними – норматив обов'язкового резервування, коефіцієнти надлишкових резервів та відношення “готівка/депозити”.

В ході поточних розрахунків параметрів моделі, побудови кореляційної матриці для всіх змінних, включених до моделі, та обрахуванні часткових коефіцієнтів кореляції була виявлена мультиколінеарність (лінійна залежність) між коефіцієнтом надлишкових резервів та співвідношенням “готівка/депозити”, позбутися якої вдалося через виключення із моделі останнього показника і збільшення кількості спостережень.

Кінцева модель, таким чином, містила два із окреслених раніше факторів:

$$Y_i = 2,9399 - 8,9871RR0 - 1,7161ER \quad (2.1)$$

де Y_i – залежна змінна - грошовий мультиплікатор,
 $RR0$ – норма обов'язкового резервування,
 ER – коефіцієнт надлишкових резервів.

Розрахункові параметри моделі наведено у табл. Б.6. Додатку Б.

В зазначеній моделі коефіцієнт детермінації (R-squared) та оцінений коефіцієнт детермінації (Adjusted R-squared) становлять 0,8199 та 0,8056 відповідно, що означає можливість пояснення незалежними змінними $RR0$ та ER 81,99 % варіації залежної змінної – грошового мультиплікатора. Це свідчить про адекватність лінійної моделі, що підтверджується також за F-критерієм Фішера: $F\text{-statistic}=56,93 > F_{кр(2,25)}=3,39$.

Перевірка параметрів моделі (коефіцієнтів при змінних) на значимість здійснювалася через порівняння розрахункових значень t-статистики для кожного параметра ($t_1=21,4608$; $t_2=-10,5779$; $t_3=-3,9934$) із критичним значенням $t_{\text{розподілу Стюдента}}=2,060$ при рівні значимості 5 % та ступені вільності 25. Отже, всі параметри статистично значимі. Мультиколінеарність у моделі виключена. Для перевірки та усунення гетероскедастичності в моделі (відсутності сталості дисперсії залишків) проводилося тестування за Голдфелдом-Квондтом (таблиця Б.7 Додатку Б), що надало можливість прийняти модель як гомоскедастичну (із сталою дисперсією залишків), а отже коефіцієнти параметрів є значимими та незміщеними. Перевірка за тестом Дарбіна-Уотсона наявності автокореляції між залишками (розрахована DW-статистика=1,407) при рівні значимості $\alpha=0,01$ ($k=2$, $n=28$: $d_L=1,037$, $d_U=1,325$) свідчить про відсутність кореляції між залишками (рис. Б.3 Додатка Б).

Абсолютна середня помилка прогнозу (mean absolute percentage error) за розрахованою моделлю становить 3,99 %, що характеризує високу точність прогнозу (<10 %) та якість побудованої моделі (рис. Б.1. Додатку Б).

Значення статистик, що описують кожну змінну моделі, матриця кореляцій, графіки залишків, а також емпіричної та теоретичної ліній регресії наведено в Додатку Б.

Проведені розрахунки надали можливість зробити висновок, що поряд із нормою обов'язкового резервування – класичним монетарним інструментом впливу, на грошовий мультиплікатор впливає і рівень надлишкових резервів. Останнє може свідчити щодо:

- 1) намагання банківської системи, в умовах відсутності за тими чи іншими причинами можливості поточного рефінансування у НБУ, власними силами запобігати ризикам невиконання розрахункових обов'язків в рамках існуючої системи розрахунків, уникнення штрафних і адміністративних санкцій;
- 2) існування спекулятивної стратегії банків на міжбанківському ринку кредитних ресурсу, що призводить до відволікання частини ресурсів із механізму кредитування реального сектора економіки.

Вочевидь, учасники грошового ринку України знаходяться в інформаційному вакуумі, що вимагає від НБУ прогресивних підходів до вирішення проблеми невизначеності на грошовому ринку.

Хоча активність Національного банку України щодо реформування та вдосконалення засад використання резервних вимог в якості інструмента грошово-кредитної політики безумовно чинила позитивний вплив на параметри кредитування банківською системою реального сектора економіки, не треба забувати, що цей інструмент, за своєю сутністю не відповідає характеру ринкових відносин, і навіть простота його застосування та безпосередність впливу на рівень ліквідності комерційних банків не може бути аргументом на користь його активного використання. Більш того, часті зміни розміру обов'язкового резерву ускладнюють сам процес регулювання, оскільки навіть незначні коливання норм обов'язкових резервів на фоні дії інших факторів можуть призводити до значних змін обсягу кредитних операцій банків (в моделі цей період припадає на 2001:4 – 2002:4, що

супроводжується і більшими помилками прогнозу). Саме тому в світовій практиці обов'язкові резерви використовуються не стільки в якості інструменту впливу на мультиплікаційний ефект кредитної експансії, скільки як такі, що підтримують (через буферну функцію) та супроводжують активніші монетарні інструменти ринкового характеру. Саме ця властивість обов'язкових резервних вимог є головним аргументом на користь їх застосування центральними банками. При цьому, поступове зниження норм резервування, введення механізмів винагородження, лібералізація умов формування та виконання резервних вимог, що має місце протягом останніх років в практиці центральних банків провідних країн, свідчить лише про вдосконалення самого механізму формування резервних вимог з метою нівелювання їх негативного впливу на ліквідність банків.

Стосовно вітчизняної практики треба зазначити, що протягом останніх років вдосконалення Національним банком України підходів щодо реалізації грошово-кредитної політики в частині реформування порядку і норм резервування коштів відбувається з урахуванням світового досвіду і відповідно до засад реалізації монетарної політики центральними банками розвинутих країн в напрямку зменшення норми резервування та встановлення диференційованих нормативів для різних видів депозитів, що, безумовно, знаходить відповідну підтримку і позитивну реакцію в банківських колах. Однак стверджувати, що за цих умов обов'язкові резерви, як інструмент грошово-кредитного регулювання, має нагоду відійти на другий план, підтримуючи (через буферну функцію) та супроводжуючи активніші монетарні інструменти ринкового характеру, як то має місце в практиці центральних банків розвинутих країн, зарано. Оскільки, в умовах відсутності нормально функціонуючого фондового ринку, обмеженості інструментарію монетарного впливу, непрозорості у стосунках між монетарної владою та банківництвом, саме на резервні вимоги лягає основний тягар управління грошово-кредитним ринком.

Отже, в цьому сенсі, передумовою впровадженню передового світового досвіду в частині реформування *резервних вимог як складової механізму управління ліквідністю* повинно бути створення умов для стабілізації грошово-кредитного ринку через:

- 1) оптимізацію структури міжбанківських кредитів за строками на користь короткострокових;
- 2) підвищення дисципліни комерційних банків щодо формування обов'язкових резервів;
- 3) підвищення контрольованості операцій на міжбанківському ринку кредитного ресурсу з метою підвищення ефективності регулювання ліквідності банків шляхом оперативного відстеження потоків кредитних ресурсів, мінімізації витрат банків, усунення спекулятивного попиту на кредитні ресурси, подальшого зниження вартості ресурсів для реального сектора економіки;
- 4) налагодження сигнального механізму грошово-кредитної політики, посилюючи інформаційну складову короткострокових ставок грошового ринку,
- 5) надання більш вагомого статусу ринковим механізмам монетарного впливу, а саме операціям з рефінансування.

Оцінюючи роль системи обов'язкового резервування в управлінні ліквідністю грошового ринку ми повинні виходити із того, що параметри цієї системи через діючий механізм усереднення надають чітке уявлення лише стосовно усередненого показника обсягу ліквідності (середньоарифметичного показника від суми щоденних резервних позицій банків за відповідний звітний період), на яку комерційними банками буде пред'явлений попит протягом визначеного періоду резервування. Динаміка ж короткострокових процентних ставок грошового ринку, яка протягом зазначеного періоду визначається у форматі параметрів системи обов'язкового резервування існуючою помірною процентною еластичністю попиту, повинна бути результатом стану щоденної ліквідності ринку

банківських ресурсів. Тобто, можна припустити, що динаміка ставки овернайт дуже близько може визначатися станом ліквідності ринку та залежати від щоденної резервної позиції банків, а точніше від стану щоденного реального виконання ними вимог обов'язкового резервування коштів.

Нижче ми пропонуємо до розгляду систему *індикаторів відповідності резервним вимогам*, які, задовольняючи різним критеріям, можуть бути прийнятними для оцінки ліквідності банківської системи протягом одного дня.

Одним із найпростіших є індикатор відхилення резервної позиції t -го дня від середнього рівня \bar{R} , регламентованого системою обов'язкового резервування:

$$S_t^{(1)} = R_t - \bar{R}, \quad (2.2)$$

де \bar{R} – регламентований рівень резервних вимог, підтримання якого повинно бути гарантовано протягом звітного періоду (періоду резервування);

R_t – рівень резервів, який підтримується у t -ий день періоду резервування.

Однак, оскільки зазначений індикатор не приймає до уваги кумулятивної (накопиченої) резервної позиції банків, сформованої за попередні дні періоду резервування, то його використання для характеристики і оцінки банківської ліквідності у форматі вимог підтримання усередненого показника \bar{R} протягом всього періоду резервування можливо є і не досить ефективним. Цінність даного показника полягає у здатності засвідчити відхилення щоденної резервної позиції від середнього рівня. У практиці українських банків цей показник, як правило, має від'ємне значення (дефіцит) на початку періоду резервування і трансформується у надлишок наприкінці цього періоду.

Індикатор, який враховує накопичену попередню резервну позицію і оцінює сукупний надлишок або дефіцит ліквідності резервної позиції, який має місце протягом періоду резервування (періоду підтримання рівня \bar{R}), розраховується наступним чином:

$$S_t^{(2)} = \frac{1}{t} \sum_{j=1}^t R_j - \bar{R} \quad (2.3)$$

де $\frac{1}{t} \sum_{j=1}^t R_j$ – середній рівень кумулятивної резервної позиції банків за t -днів періоду.

Середній рівень кумулятивної резервної позиції банків є найкращою мірою резервної позиції банківського сектора. Як показали спостереження, вітчизняна банківська система має практику виконувати резервні вимоги із надлишком тільки у другій половині періоду резервування, чим наражає себе на потенційні негативні шоки ліквідності наприкінці місяця, що й обумовлює зростання міжбанківських ставок.

Наступний індикатор показує середню кількість ліквідності резервної позиції, яку необхідно виконати протягом частини періоду резервування, що залишилася. Цей інформаційний індикатор фактично демонструє той обсяг ліквідності, який необхідно протягом періоду, що залишився щоденно розміщувати на кореспондентському рахунку в центральному банку для виконання обов'язкових резервних вимог.

$$\bar{R}_t^h = \frac{n\bar{R} - \sum_{j=1}^t R_j}{n - t} \quad (2.4)$$

де n – тривалість періоду резервування (періоду підтримання) в днях,

R_j – резервна позиція банків у j -ий день t -го періоду,

t – кількість днів періоду резервування, що сплинула.

Зіставлення значень щоденної резервної позиції із розрахованою на остаток періоду середньою резервною позицією, додержання якої гарантує

виконання обов'язкових резервних вимог, надає можливість визначити *ефективний резервний надлишок* (або дефіцит):

$$S_t^{(3)} = R_t - \bar{R}_t^h \quad (2.5)$$

Якщо значення цього показника є від'ємним, це є свідченням необхідності для банків здійснити кроки до більшої відповідності вимогам системи обов'язкового резервування.

За своїм змістом зазначені індикатори відповідності резервним вимогам не враховують впливу шоків ліквідності, які обов'язково мають місце протягом періоду резервування. Мова йде про зміну стану ліквідності ринку через участь банків в операціях з продажу-придбання фінансових інструментів у центрального банку (наприклад, операції з рефінансування на різні терміни, участь в угодах репо, у валютних свопах, придбання депозитних сертифікатів, тощо) тобто через операції, здійснення яких призводить до зміни позиції комерційного банку стосовно центрального. Прогнозування шоків ліквідності на щоденній основі здійснюється у даному випадку з урахуванням часових параметрів цих інструментів. Так, якщо строк погашення стерилізаційних інструментів, відомий заздалегідь, набагато перевищує досліджуваний період резервування, або принаймні не закінчується в ньому, то їх вплив на резервні позиції банків, а отже й на ліквідність ринку не враховується. Результат же впливу валютних інтервенцій може бути відомий за 2 дні (дата валютування визначається двома днями після укладення валютної угоди). Однак прогнозувати результати валютних інтервенцій на більший строк дуже складно, тому при оцінці шоків ліквідності протягом одного періоду резервування цей параметр може бути опущено.

Отже, позначивши через $l_{t+i}^{(t)}$ зміну в ліквідності в точці t для наступного за ним дня $t+i$, ми можемо виразити щоденну відповідність виконання резервних вимог для дня $t+i$ як:

$$R_{t+i} = R_{t+i-1} + l_{t+i-1}^{(t)} = \dots = R_t + \sum_{j=1}^i l_{t+j}^{(t)} \quad (2.6)$$

В цьому випадку *очікувана середня відповідність резервним вимогам* - розмір очікуваної середньої резервної позиції до виконання протягом періоду, що залишився – може бути розрахована як:

$$\bar{R}_t^h = \frac{1}{n-t} \sum_{i=1}^{n-t} R_{t+i} \quad (2.7)$$

Пропонуючи до розрахунку очікувану середню відповідність резервним вимогам, ми виходимо із припущення що окрім всіх прогнозованих і оцінених заздалегідь шоків ліквідності, ніяких інших шоків протягом днів періоду резервування, що залишилися бути не може. Тоді *ефективні резервні надлишки (дефіцит)* можуть бути обраховані як різниця між очікуваною середньою відповідністю резервним вимогам та середньою кількістю ліквідності резервної позиції, яку необхідно виконати протягом частини періоду резервування, що залишилася:

$$S_t^{(4)} = \bar{R}_t^h - \bar{R}_t^h \quad (2.8)$$

Цей індикатор показує обсяг ліквідності, який банківська система може вилучити без очікування порушення умов виконання обов'язкових резервних вимог. Якщо припустити, що банківський сектор постійно відзиває певну кількість ліквідності з рахунків і розміщує її в активи, термін яких минає раніше, ніж закінчується період резервування, то зазначений індикатор може показувати кількість ліквідності, яка може бути розміщена (віднята) в подібних активах, без ризику невиконання резервних вимог, і необхідності звернення до потенціалу рефінансування у центральному банку.

З іншого боку, зазначений індикатор надає чітке представлення про кількість ліквідності, яка може бути віднята одноразово, при тому, що банки більшою мірою цікавить оцінка щоденного потенціалу щодо використання зайвої ліквідності, або навпаки, обсягів її залучення.

Позначаючи кількість вкладень, що скорочують відповідність резервним вимогам у визначений день через x_{t+i} , фактична відповідність

(виконання) резервним вимогам у день, що слідує за попереднім, буде різнитися саме на цю величину. Із вилученням кількості x_{t+2} , відповідність резервним вимогам (виконання резервних вимог) буде відрізнятись від R_{t+2} на $x_{t+1} + x_{t+2}$, і так далі. Ряд параметру x повинен бути таким, щоб задовольнялися наступні умови:

$$\bar{R}_t^h = \frac{1}{n-t} \sum_{i=1}^{n-t} (R_{t+i} - \sum_{j=1}^i x_{t+j}) \quad (2.9)$$

$$S_t^{(4)} = \frac{1}{n-t} \sum_{i=1}^{n-t} \sum_{j=1}^i x_{t+j} \quad (2.10)$$

Якщо припустити, що вся можлива ліквідність була вилучена із банківської системи в перший день періоду резервування (дотримання), та $x_{t+2} = \dots = x_n = 0$, тоді рівняння (2.10) приймає наступний вигляд:

$$S_t^{(4)} = x_{t+1} \quad (2.11)$$

Розрахований таким чином рівень ефективних резервних надлишків показує яку кількість ліквідності може бути вилучено в перший день без існуючої можливості невиконання резервних вимог та звернення до джерел рефінансування.

Якщо банківська система затримує до останнього дня вилучення та інвестування резервних надлишків, то кількість ліквідності, яка може бути віднята, розраховується наступним чином:

$$x_n = (n-t) S_t^{(4)} \quad (2.12)$$

Отже, при даному рівні ефективних резервних надлишків, кількість ліквідності, яка може бути вилучена строго залежить від вибору періоду (часу) обрахунку цих надлишків.

Наступний індикатор – індикатор ліквідності (\bar{x}) – відрізняється від ефективних резервних надлишків тим, що показує кількість ліквідності яку банківська система в кожний робочий день протягом періоду резервування, що залишився, може вилучати з рахунків без ризику невиконання резервних вимог: $x_{t+1} = \dots = x_n = \bar{x}$. Фактично, визначення цього параметру надає монетарній владі можливість прогнозувати обсяг ліквідності, який

потенційно може впливати на динаміку короткострокових ставок грошового ринку.

Фактичне значення індикатора ліквідності, яке базується на щоденній інформації, розраховується наступним чином:

$$\bar{x} = \frac{(n-t)}{\sum_{i=1}^{n-t}} (\bar{R}_i^h - \bar{R}_i^h) \quad (2.13)$$

Вірогідно значення індикатора ліквідності завжди буде позитивним в умовах структурного надлишку ліквідності, та від'ємним в умовах структурного дефіциту ліквідності.

Виходячи із вище викладеного, формуємо припущення, що індикатори, які характеризують щоденні умови ліквідності банківської системи, дуже близько будуть пов'язані із подіями у динаміці ставок міжбанківського ринку кредитних ресурсів (в більшому ступені зі ставкою овернайт). Для підтвердження цього припущення нами була побудована та розв'язана багатофакторна регресійна модель для оцінки взаємозв'язку між індикатором ліквідності, рівнем ефективних резервних надлишків та ставкою овернайт. В якості результативного параметру була обрана ставка овернайт міжбанківського ринку кредитного ресурсу (ORN) як найбільш чутлива до зміни стану ліквідності ринку, факторними і незалежними змінними були визначені індикатор ліквідності (LIKV) та ефективні резервні надлишки (SZSTAT3). При цьому останній параметр з урахуванням вище зазначених викладень, обчислювався не як абсолютний (формула 2.5), а відносний показник за формулою:

$$SZSTAT3 = S_t^{(3)} / \bar{R}_t^h \quad (2.14)$$

Враховуючи, що залежність між ставкою міжбанківського ринку кредитних ресурсів та пояснюючими її динаміку змінними не є лінійною, побудові та розв'язанню моделі методом найменших квадратів передували певні математичні перетворення, результатом яких стало наступне рівняння:

$$ORN = LOGISTIC[C(1) + C(2) * LIKV + C(3) * SZSTAT3] \quad (2.15)$$

Оцінка зв'язку між зазначеними змінними є приблизною за причини можливої недостовірності через неофіційність окремих даних для розрахунку. Однак, це не є підставою для применшення потенціалу запропонованого підходу для аналізу та оцінки мінливості ставки овернайт. Період обсервації був обмежений 2003 роком.

Параметри рівняння багатофакторної регресії наведено в наступній таблиці.

Таблиця 2.6
Параметри рівняння багатофакторної лінійної регресії

Залежна змінна (Depend Variable): ORN				
Метод (Method): найменших квадратів (Least Squares)				
Використані спостереження (Included observations): 48				
Період (Sample): 2003:1 2003:12				
Рівняння для оцінки: $ORN = LOGISTIC[C(1) + C(2) * LIKV + C(3) * SZSTAT3]$				
Змінна (Variable)	Коефіцієнт (Coefficient)	Станд. пох. (Std. Error)	T-статист. (t-statistic)	Вірогідн. (Prob.)
C(1)	0,459957	0,169750	2,709620	0,0069
C(2)	-0,016708	0,003710	-4,503992	0,0000
C(3)	-4,462110	0,577778	-7,722880	0,0005
Коефіцієнт детермінації (R-squared)	0,419497	F-statistic		220,4061
Оцінений коефіцієнт детермінації (Adjusted R-squared)	0,417593	Prob.		0,00000
Станд. похибка регресії (S. E. of regression)	0,181095	Durbin-Watson stat		0,633007

В зазначеній моделі коефіцієнт детермінації (R-squared) та оцінений коефіцієнт детермінації (Adjusted R-squared) становлять 0,419497 0,417593 відповідно, що означає можливість пояснення незалежними змінними LIKV та SZSTAT3 близько 42 % варіації залежної змінної – ставки овернайт.

Перевірка параметрів моделі (коефіцієнтів при змінних) через t-статистику виявила високу значимість коефіцієнтів. Однак, в наслідок існування автокореляції залишків, достатньо високий рівень стандартної похибки регресії свідчить про ненадійність результатів. Наявність автокореляції залишків підтверджується і в процесі побудови та аналізу графіку залишків, як результату відхилення емпіричної лінії регресії від теоретичної. Це є свідченням тому, що досліджуваний регрес не включає всіх факторів, які впливають на поведінку ставки овернайт. Таким чином, індикатор ліквідності та рівень ефективних резервних надлишків (дефіциту) не єдині детермінанти у динаміці короткострокових ставок грошового ринку. Однак, виходячи із значимого рівня коефіцієнту детермінації, ці фактори можуть пояснювати принаймні половину причини, за яких відбувається мінливість стану ліквідності ринку, а, отже й рівня процентних ставок.

Для оцінки кола факторів, що впливають на поведінку короткострокових ставок ринку банківського ресурсу в наступному параграфі ми пропонуємо розглянути можливість використання більш розширеної моделі, до якої будуть включені фактори, що впливають на процес формування пропозиції ліквідності.

2.3. Моделювання поведінки ставок грошового ринку у форматі існуючої операційної структури монетарної політики НБУ

Як засвідчив попередній аналіз, динаміка ставок грошового ринку привертає увагу монетарної влади, в першу чергу, як ефективний індикатор дієвості факторів, що визначають поведінку операторів ринку.

В цьому сенсі поведінка короткострокових ставок міжбанківського ринку кредитних ресурсів (овернайт), які зазвичай виконують роль операційної цілі у структурі монетарної політики центрального банку, значною мірою

залежить від характеристики джерел формування попиту на ліквідність з боку банків, існуючих альтернативних можливостей задоволення цього попиту, потенційної можливості центрального банку компенсувати незадоволений попит в рамках існуючого механізму та чутливості ринку до заходів монетарного впливу.

Збалансування ліквідності відповідно існуючому попиту при даному рівні операційної цілі вимагає від центрального банку аналізу потенціалу всіх можливих джерел ліквідності (*контрольованих* з боку центрального банку і *автономних*) з метою отримання можливості якісного визначення чистої позиції ліквідності – кількості ліквідності, поставку якої через існуючі механізми (інструментарій) центральний банк повинен забезпечити для даного рівня операційної цілі.

Таким чином, моделювання та прогнозування поведінки короткострокових ставок грошового ринку в якості операційної цілі повинно проводитися у форматі діючих факторів попиту і пропозиції.

Як зазначалося в попередніх параграфах, альтернативним постачальником ліквідності є центральний банк. Діючий механізм збалансування ліквідності ринку в цілому формує операційну структуру монетарної політики, яка може визначатися універсальністю або специфічністю, притаманною лише практиці конкретного центрального банку.

Для ефективного регулювання ліквідності банків, виконання функції кредитора останньої інстанції Національний банк України з урахуванням поточної ситуації на грошово-кредитному ринку застосовує такі інструменти:

- операції рефінансування (постійно діюча лінія рефінансування для надання банкам кредитів овернайт, кредити рефінансування строком до 14 днів та до 365 днів, операції прямого репо);
- надання стабілізаційного кредиту;

- депозитні операції (укладення депозитних договорів, емісія депозитних сертифікатів Національного банку, операції зворотного репо);
- операції на відкритому ринку з державними цінними паперами.

У разі потреби в підтриманні ліквідності банки за своєю ініціативою можуть звертатися до Національного банку за визначеною схемою залежно від інструментів рефінансування.

З метою вирівнювання тимчасових коливань ліквідності банків, “тонкого” регулювання грошово-кредитного ринку Національний банк здійснює підтримку короткострокової (миттєвої) ліквідності банку в національній валюті через постійно діючу лінію рефінансування (далі – лінія рефінансування). Кредит через лінію рефінансування строком на один робочий день (далі – кредит овернайт) надається на умовах, які визначаються Положенням про регулювання Національним банком України ліквідності банків України шляхом рефінансування, депозитних та інших операцій, затвердженим Постановою Правління Національного банку України від 24.12.2003 № 584 (із змінами та доповненнями) та генеральним кредитним договором, який укладається між НБУ та банком. Так, на отримання кредиту овернайт можуть розраховувати банки, які задовольняють наступним вимогам:

- мають ліцензію Національного банку на здійснення відповідних банківських операцій і письмовий дозвіл, у тому числі за операціями з валютними цінностями та з цінними паперами за дорученням клієнтів або від свого імені;
- строк діяльності – не менше ніж один рік після отримання ліцензії Національного банку на здійснення банківських операцій і відповідного письмового дозволу;
- мають активи, які можуть бути прийняті Національним банком у заставу (крім кредиту овернайт (бланкового));

- виконують такі нормативи: мінімального розміру регулятивного капіталу (Н1), адекватності основного капіталу (Н3), максимального розміру кредитного ризику на одного контрагента (Н7);
- формують резерв для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями в повному обсязі відповідно до встановлених вимог;
- здійснюють своєчасне погашення одержаних від Національного банку кредитів та сплачують проценти за користування ними;
- є учасниками інформаційної системи міжбанківського кредитного ринку;
- для отримання бланкового (без заставного) кредиту овернайт мають комплексну рейтингову оцінку “1” або “2” за рейтинговою системою CAMELS (інформація щодо рейтингової оцінки надається Генеральним департаментом банківського нагляду за результатами останньої комплексної інспекційної перевірки);
- у кредитному портфелі банку кредити (крім кредитів строком понад один рік), що отримані банком на міжбанківському ринку, не перевищують 20 процентів, а ті, що надані іншим банкам, – не перевищують 15 процентів від загальної суми зобов’язань банку на останню звітну дату, що передує даті звернення;
- кредит овернайт (бланковий) може надаватися в обсязі 30% від суми сформованих обов’язкових резервів банкам, які мають комплексну рейтингову оцінку “1” за рейтинговою системою CAMELS, не більше ніж 20 разів протягом календарного місяця, банкам, які мають комплексну рейтингову оцінку “2” – не більше ніж 10 разів протягом календарного місяця.

Якщо банк не дотримується вимог, установлених для кредитів овернайт, то він може одержати кредит овернайт, за умови надання територіальним управлінням гарантії іншого банку, в обсягах наданої гарантії.

Таким чином, за визначених умов всі банки мають можливість коригувати тимчасові коливання ліквідності через постійно діючу лінію

рефінансування. Саме за цих обставин активність банків у цьому виді операцій впливає на рівень короткостроковий ставок грошового ринку, і в обов'язковому порядку повинна обраховуватися як складова процесу моделювання.

Наступним різновидом операцій з рефінансування є угоди строком до 14 днів та до 365 днів шляхом проведення кількісного або процентного тендера. Тендери проводяться щосереда з такою періодичністю: три середи підряд – рефінансування строком до 14 днів; одна середа – рефінансування строком до 365 днів.

Залежно від ситуації на грошово-кредитному ринку та стану ліквідності банків Національний банк може змінювати періодичність та черговість проведення тендерів. Участь у зазначених тендерах банками планується виходячи з прогнозу своєї ліквідності (як правило в межах періоду резервування). Регулярне проведення 14-ти денних тендерів надає банкам можливість вдало плануючи ліквідність, не порушувати вимог обов'язкового резервування.

Національний банк може також проводити з банками, які дотримуються зазначених вище вимог, операції прямого або зворотного репо. Операції репо можуть здійснюватися шляхом безпосередньої домовленості з банком щодо купівлі (продажу) державних цінних паперів, та через проведення тендера заявок банків щодо участі в операціях репо (лише з державними цінними паперами). Національний банк може здійснювати відкрите репо в рамках 30-ти календарних днів (процентний дохід (витрати) не є фіксованим і розраховується залежно від строку дії операції репо; строк операції в договорі не визначається, кожна із сторін договору може вимагати виконання операції репо в будь-який час, але з обов'язковим повідомленням за два робочих дні про дату завершення дії цього договору) та строкове репо (процентний дохід (витрати) обумовлений та є фіксованим; строк операції чітко визначений, і не перебільшує 30 днів).

Аналогічно зазначеним вище, цей тип операцій також впливає на стан ліквідності в межах періоду резервування, і повинен обраховуватися як фактор, що обумовлює поведінку операційної цілі монетарної політики.

Кількісне співвідношення зазначених видів операцій у загальному обсязі операцій НБУ з рефінансування представлене у таблиці 2.7.

Отже, як свідчать статистичні дані, найбільш затребуваними ринком є операції з рефінансування в рамках постійно діючої лінії для надання банкам кредитів овернайт (операції “тонкої наладки” стану ліквідності), та кредити з короткострокового рефінансування, що проводяться на регулярній основі. При чому, активність банків в рамках тих, чи інших операцій визначалася не тільки співвідношенням вартості кредитів Національного банку та отриманих на міжбанківському ринку, але й умовами (регламентом) їх отримання.

Таблиця 2.7

Механізм, обсяги та вартість рефінансування, [23]

Період	Ставка на ринку МБК, %	Кредити „овернайт”		Кредити на тендері		Операції репо		Довгострокове кредитування	
		питома вага, %	ставка рефінансування, %	питома вага, %	ставка рефінансування, %	питома вага, %	ставка рефінансування, %	питома вага, %	ставка рефінансування, %
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
11: 2001	12,42	55,1	17,0	44,9	18,0	-	-	-	-
12: 2001	17,47	93,7	14,7	6,3	15,1	-	-	-	-
2001 рік		83,9	20,4	8,2	16,5	3,9	22,0	4,0	21,0
01:2002	10,06	84,9	15,0	15,1	14,0	-	-	-	-
02:2002	10,43	73,5	15,0	26,5	14,0	-	-	-	-
03:2002	7,01	-	-	88,5	13,0	14,5	11,7	-	-
04:2002	5,92	-	-	100,0	12,0	-	-	-	-
05:2002	4,87	0,3	11,0	99,7	10,1	-	-	-	-
06:2002	5,34	1,4	11,0	98,6	10,0	-	-	-	-
07:2002	4,37	0,03	9,0	99,97	8,8	-	-	-	-
08:2002	3,55	0,2	9,0	99,8	8,53	-	-	-	-
09:2002	2,78	1,2	9,0	98,8	9,0	-	-	-	-

Продовження таблиці 2.7

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
10:2002	2,33	0,1	9,0	99,9	9,71	-	-	-	-
11:2002	3,74	0,1	9,0	34,2	9,98	-	-	65,7	8,0
12:2002	5,74	23,6	8,0	72,5	7,98	-	-	3,9	8,0
2002 рік		12,6	10,65	76,7	9,15	0,8	11,6	9,9	8,0
01:2003	3,66	76,5	8,0	23,5	8,0	-	-	-	-
02:2003	4,63	0,1	8,0	99,9	8,0	-	-	-	-
03:2003	7,94	87,0	8,0	8,2	7,71	4,8	8,02	-	-
04:2003	4,98	54,5	8,0	29,2	8,0	16,3	8,01	-	-
05:2003	4,5	11,5	8,0	22,6	8,0	30,2	8,01	35,7	7,0
06:2003	8,7	90,3	8,0	4,9	8,0	4,8	8,01	1,8	7,0
07:2003	6,88	46,1	8,0	9,2	8,0	-	-	44,7	7,0
08:2003	9,47	93,8	8,0	3,5	8,0	-	-	2,8	7,0
09:2003	8,49	90,6	8,0	9,2	8,0	-	-	0,2	7,0
10:2003	8,9	89,6	8,0	10,4	8,45	-	-	-	7,0
11:2003	15,7	91,4	8,0	7,4	8,35	-	-	1,2	7,0
12:2003	11,7	93,3	8,0	5,6	9,1	-	-	1,1	7,0

Так, наприклад, низька питома вага кредитів овернайт в загальному механізмі рефінансування НБУ протягом березня-грудня 2002 року пояснювалася не тільки низькою вартістю альтернативних ресурсів на міжбанку (в середньому рівень ставки за міжбанківськими ресурсами був нижчим у 2 рази), але й складністю процедури отримання ліквідності в НБУ.

Внесення постановою Правління НБУ від 29 січні 2003 р. №26 змін до Положення про механізми рефінансування банків України в частині спрощення порядку отримання кредиту овернайт через укладення генерального кредитного договору, дозволило банкам в оперативному порядку, із дотриманням менших формальностей щодо виду забезпечення, вирішувати проблеми коригування тимчасового коливання ліквідності. В результаті, як свідчить статистика, відбулося суттєве збільшення активності банків щодо отримання одnodенної ліквідності у НБУ, що сприяло створенню відповідного формату реалізації Національним банком засад

управління ліквідністю грошового ринку та впливу на ринкові очікування банків.

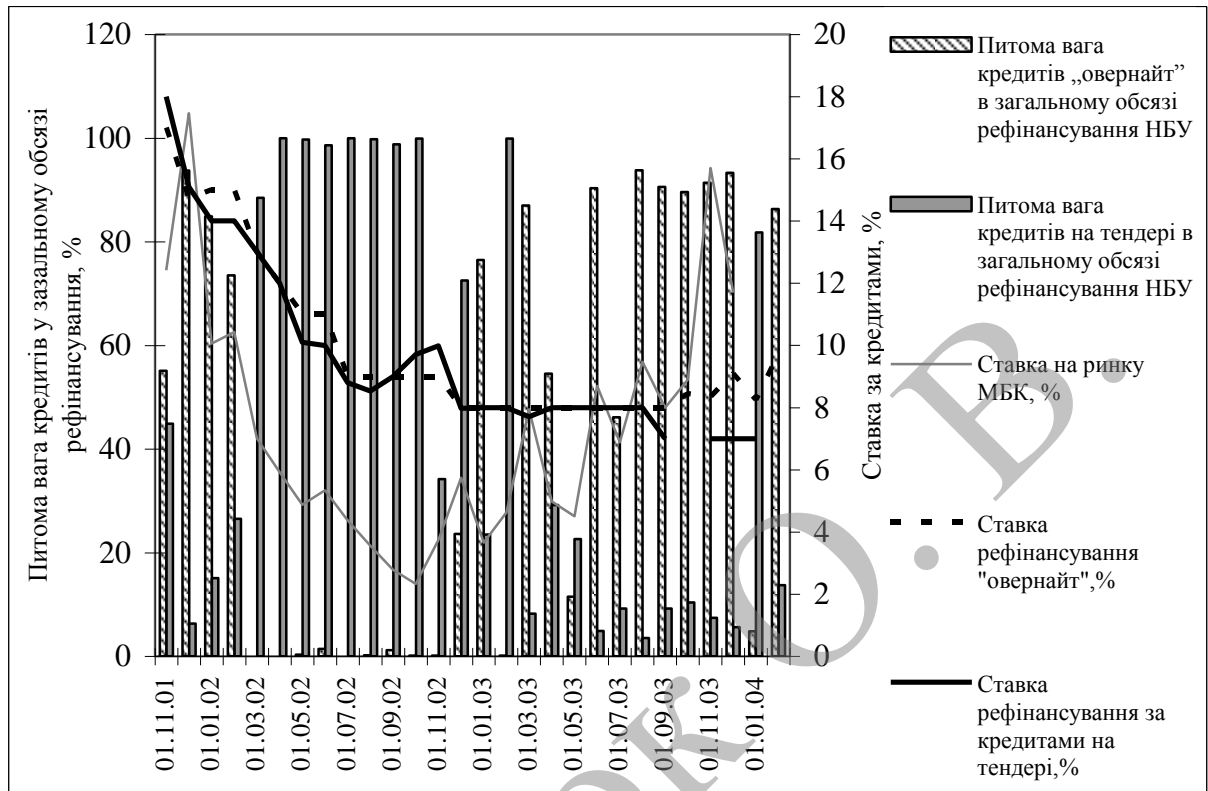


Рис. 2.12. Процентні ставки та обсяги рефінансування НБУ, [23]

За умови накопичення надлишкової ліквідності банків, зростання грошової маси значно вищими темпами, ніж передбачається монетарною програмою, Національний банк може проводити з банками операції зворотного репо та інші депозитні операції на відповідний період. Однак, цей вид операцій з абсорбції ліквідності, як правило, не має регулярної основи проведення, і реалізується більшою мірою за ініціативою самих банків.

З метою регулювання грошово-кредитного ринку, активізації проведення міжбанківських операцій з державними цінними паперами, а також для сприяння встановленню котирувальних цін на цінні папери Національний банк також здійснює операції з продажу (викупу) державних цінних паперів на відкритому організованому та неорганізованому ринках. Однак, як зазначалося у першому розділі, зміст операцій одностороннього викупу чи продажу (операцій аутрайт), як правило передбачає внесення

структурних коректив у стан ліквідності грошово-кредитного ринку, а також певний вплив на кон'юнктуру ринку державних цінних паперів, а не міжбанківського ринку кредитних ресурсів. Отже, на наш погляд, не доречно враховувати цей вид операцій, як регулярного джерела ліквідності, в процесі моделювання поведінки монетарної операційної цілі – короткострокових ставок міжбанківського ринку.

У процесі моделювання поведінки короткострокових ставок грошового ринку наведена операційна структура монетарної політики НБУ повинна бути врахована як факторна ознака, що впливає на попит й пропозицію ліквідності.

Вихідними параметрами запропонованої до використання моделі є твердження про те, що учасники ринку працюють у середовищі, яке представлено наступними елементами:

1. Система обов'язкових резервних вимог із механізмом усереднення \bar{R} протягом періоду резервування $t=1, \dots, T$ не передбачає наявності ані надлишку, ані дефіциту, який міг бути перенесений на наступний період. Обсяг обов'язкових резервів має бути розраховано за наступною формулою:

$$\bar{R} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T R_t \quad (2.16)$$

де R – розмір обов'язкових резервів;

R – обсяг резервів, що підтримувався комерційними банками кожного t -го дня протягом періоду резервування;

T – тривалість періоду резервування;

Середній обсяг резервів формується під впливом тривалості періоду дотримання резервних вимог та загального обсягу резервів, який підтримувався комерційними банками протягом зазначеного періоду.

Банкам не дозволяється мати овердрафт на рахунку у Національному банку. Необхідний середній обсяг коштів \bar{R} , який повинен резервуватися і зберігатися на кореспондентському або на окремому рахунку в Національному банку, відомий заздалегідь на період резервування, тобто система резервних вимог має повний лаг. Вважаємо, що рівень обов'язкових резервів \bar{R} , які підтримують банки, набагато перевищує цільовий рівень їх робочих балансів (мінімальний рівень надлишкової ліквідності R^* , який підтримується банками з метою урегулювання розрахунків у відсутності системи резервних вимог – дивись рис.1.9).

2. Національний банк використовує виключно операції ринкового характеру для впливу (регулювання) на короткострокові ставки грошового ринку. Це операції двох типів, а саме:

а) регулярні операції (RO), які проводяться у визначених інтервалах з метою забезпечення рефінансування та передачі сигналів монетарної політики; протягом періоду резервування заплановано проведення трьох тендерів з поставки двотижневої ліквідності: два перших фактично повинні покривати потреби у ліквідності протягом поточного періоду, третій – для згладжування коливань ліквідності на перехідну дату до наступного періоду;

б) операції тонкої налашки (FT) в рамках постійно діючої лінії рефінансування, які застосовуються всякий раз, коли необхідно обмежувати волатильність ставок грошового ринку.

3. Пропозиція ліквідності на ринку може змінюватися не тільки в результаті проведення Національним банком операцій з рефінансування, тобто через зміну в чистій позиції банків щодо центрального банку (за виключенням обов'язкових резервів), але й через дію автономних факторів (AF), які за визначенням з позиції балансу центрального банку представлені як

$AF = \Delta \text{Чисті резерви в іноземній валюті} + \Delta \text{Чиста позиція щодо Уряду} + \Delta \text{Інші активи} - \Delta \text{Банкноти та монети}$

Визначення монетарною владою кількості ліквідності, що поставляється на ринок через операції з рефінансування, повинно враховувати і нівелювати дію автономних факторів.

4. Прийняття рішення Національним банком щодо втручання на ринку проводиться в залежності від типу операцій з рефінансування:

а) у випадку регулярних операцій (RO_1, RO_2, RO_3) монетарна влада має на увазі, що даний різновид операцій, які проводяться за визначеним графіком, повністю повинен покривати потребу банків у резервах для виконання обов'язкових вимог (\bar{R}), враховуючи при цьому вплив очікуваних (прогнозованих) автономних факторів (\overline{AF}^e) протягом періоду резервування; це може бути описано наступним рівнянням:

$$(RO_1, RO_2, RO_3) = \overline{AF}^e + \bar{R} \quad (2.17)$$

де, \overline{AF}^e – очікуваний середній рівень автономних факторів протягом періоду резервування в свою чергу розраховується за формулою (2.18):

$$\overline{AF}^e = \frac{1}{T} E_t \sum_{t=1}^T AF_t \quad (2.18)$$

б) у випадку щоденних операцій точного настроювання стану ліквідності використовується дещо інший підхід – монетарна влада вважає, що в період між регулярними операціями можуть мати місце зміни як у попиті банків на резерви, так і у їх пропозиції; зміни у попиті, як правило, віддзеркалюють

поведінку банків у форматі виконання резервних вимог, зміни у стані робочих балансів, або очікування майбутніх відсоткових ставок міжбанківського ринку протягом періоду резервування; на пропозицію ліквідності впливають не тільки шоки автономних факторів (відхилення від прогнозованого рівня), а також й операції тонкої наладки, ініційовані на розсуд Національного банку. Таким чином відхилення щоденних резервних позицій від усередненого рівня, як причина змін у попиті, повинно бути збалансоване відповідною зміною у пропозиції (через зміну обсягів операцій в рамках постійно діючого механізму рефінансування з урахуванням шоків автономних факторів), що може бути викладено наступним математичним записом:

$$S_t^{(1)} = AF_t^{ne} + FT_t \quad (2.19)$$

де, $S_t^{(1)}$ – відхилення резервної позиції t-го дня від середнього рівня \bar{R} , регламентованого системою обов'язкового резервування; розраховується за формулою (2.2),

AF_t^{ne} – відхилення автономних факторів t-го дня від очікуваного середнього рівня протягом періоду резервування ($AF_t^{ne} = AF_t - \overline{AF}^e$).

Таким чином, на зміну пропозиції резервів в межах періоду резервування впливають два фактори:

- 1) поведінка автономних факторів, що обумовлює відхилення від прогнозованого середнього їх рівня – AF_t^{ne} ;
- 2) операції точного настроювання, запропоновані ринку Національним банком – FT_t .

Що стосується автономних факторів, то вони можуть бути абсолютно нееластичними щодо ставок поведінки грошового ринку, і розвиватися

стохастично. Поведінка ж Національного банку в частині проведення операцій рефінансування на умовах овернайт (точного настроювання стану ліквідності ринку) може бути змодельована як проста функція реакції монетарної влади (проведення операцій тонкої наладки) на відхилення ставки міжбанківського ринку (or_t) від цільової ставки рефінансування – ставки за регулярними операціями (rr), що може бути записано наступним чином:

$$FT_t = \beta(or_t - rr) \quad (2.20)$$

Безумовно, це досить спрощений опис мотиву проведення нерегулярних операцій. Однак, основним припущенням тут являється теза про інформаційну складову ставок за регулярними операціями, як сигналу монетарної влади щодо офіційно запланованого, а отже й оптимального для ринку, рівня короткострокових ставок на міжбанківському ринку. З урахуванням того факту, що протягом періоду резервування НБУ заплановано проводить три регулярних тендери з рефінансування, визначення параметру (rr) повинно відбуватися в рамках коридору навколо граничної ставки за останнім 14-ти денним тендером.

З іншого боку, рівняння (2.20) має на увазі реакцію монетарної влади на мінливість ставки міжбанківського ринку (or_t) незалежно від джерела шоку. Однак, на практиці не виключається можливість ігнорування Національним банком різких відхилень ставки міжбанку, які генеровані, наприклад, валютним ринком у випадку валютної нестабільності, та прийняття відхилення овернайт від офіційного рівня протягом певного періоду як нормально допустимого, не реагуючи проведенням операцій точного настроювання.

Попит на резерви є результатом менеджменту банківської ліквідності протягом періоду резервування, і, в певному розумінні, залежить від параметрів існуючої системи резервування в частині механізму усереднення.

Ключова особливість механізму усереднення полягає в тому, що фактично банкам дозволяється обирати в межах періоду резервування час і обсяг виконання (підтримання) резервних вимог, виходячи із необхідності задовольнити дотримання визначеного \bar{R} . Рішення банків стосовно щоденного рівня обсягів резервування залежить від дієвості наступних факторів:

1. Очікувана вартість можливості підтримання резервів в кожний день періоду резервування, що визначається як різниця між поточним рівнем міжбанківської ставки овернайт (or_t) і очікуваним її рівнем на частину періоду резервування, що залишилася до завершення ($E_t \bar{or}$):

$$E_t \bar{or} = E_t \frac{1}{T-t} \sum_{i=t+1}^T or_i \quad (2.21)$$

Банківські установи намагаються виконувати резервні вимоги у максимальному ступені в ті дні, коли вартість залучення ресурсів (вартість виконання цих вимог) є мінімальною. Таким чином, якщо поточна ставка міжбанківського ринку вище (нижче) очікуваної, банки будуть демонструвати тенденцію підтримання резервних вимог нижче (вище) середнього рівня \bar{R} .

Реакція щоденних резервних позицій на наявність спреду між поточною і очікуваною ставками позначається параметром (η), який вимірює буферну (стабілізуючу) функцію резервних вимог із механізмом усереднення: чим вищою є цінність цього параметру, тим вищим є вклад механізму усереднення в стабілізацію міжбанківських ставок. В свою чергу, значення цього параметра залежить від технічних особливостей системи резервних вимог (тривалість періоду резервування, рівень резервування) та аспектів поведінки банків (ставлення до ризику, ступінь невпевненості щодо очікуваного рівня ставки овернайт). Однак ці аспекти в моделі враховані не будуть.

2. Невиконана частина резервних вимог, яка підлягає виконанню протягом періоду резервування, що залишився (див. формули 2.4, 2.5).

В результаті дії цього фактора відносна значимість різноманітних чинників (параметрів) у визначенні поведінки банків суттєво змінюється протягом періоду резервування. Так, на початку періоду резервування обмеження у вигляді необхідності виконання резервних вимог у повному обсязі не є значимими, і банки, в залежності від напрямку руху (мінливості) міжбанківської ставки, що сприймається як тимчасове, можуть підтримувати більш високим, або низьким рівень резервних вимог. Діючи таким чином, банки значною мірою поглинають (абсорбують) шоки відсоткової ставки.

Наприкінці періоду обслуговування обмеження, представлені у вигляді необхідності виконання резервних вимог у повному обсязі становляться більш значимими, залишаючи банкам менше можливості поглинати шоки ліквідності на грошовому ринку. Скорочення часу призводить до меншого ступеня свободи банків, роблячи їх попит на ліквідність менш чутливим і нееластичним до мінливих ставок міжбанківського ринку. Це пояснюється відсутністю у банків аби якого іншого вибору, ніж виконання резервних вимог за рахунок ліквідності, яка пропонується грошовим ринком за визначеною ціною.

Таким чином, обмеження, які накладаються на банки параметрами системи резервних вимог можуть бути змодельовані як такі, що носять циклічний характер в стані робочих балансів банків протягом періоду резервування. Такий підхід дозволяє банкам у відповідь на поведінку поточної відсоткової ставки і очікуваної майбутньої відсоткової ставки грошового ринку реалізовувати конкретні стратегії, які передбачають щоденне підтримання резервів на рівні вищому, або нижчому за необхідний. Надалі, в контексті очікувань по проценту протягом періоду, що залишився, банки можуть бути мотивованими притримувати повне виконання резервних вимог до кінця періоду резервування саме з метою скорочення часу впливу “неявного податку”, яким вважається невинагороджувана система обов’язкових резервних вимог.

В останній день періоду резервування рівень обов'язкових резервів буде повністю визначатися накопиченою раніше резервною позицією, що й визначає прийняття банками рішень та застосування певних заходів щодо виконання необхідного рівня \bar{R} .

В моделі накопичена резервна позиція розраховується за формулою (2.3), яка після незначних перетворень набуває вигляду:

$$S_t^{(2)} = \sum_{j=1}^t R_j - t \times \bar{R} \quad (2.22)$$

При цьому зауважимо, що відхилення резервної позиції t-го дня ($S_t^{(1)}$) від середнього рівня \bar{R} , регламентованого системою обов'язкового резервування, розраховане за формулами (2.2, 2.19) є ніщо інше, як щоденна зміна у накопленій резервній позиції банків:

$$S_t^{(1)} = R_t - \bar{R} = \Delta S_t^{(2)} \quad (2.23)$$

Компонент $\Delta S_t^{(2)}$ може бути сприйнятий як інформаційний параметр для коригування похибки (визначення і усунення відхилення) резервної позиції t-го дня. При цьому значущість помилки, що обумовлює наявність наступних відхилень, може бути оцінена через визначення накопиченої резервної позиції попереднього дня ($S_{t-1}^{(2)}$) з урахуванням параметру значущості коригування помилки (α_s), цінність (або значення) якого зростає наприкінці періоду резервування.

На відміну від зростаючої з часом (в межах періоду резервування) важливості механізму коригування помилки у резервній позиції банків, значущість очікуваних змінних (очікуваних ставок), про які мова йшла раніше, втрачає сенс у визначенні попиту на резерви. Це твердження може бути оформлене через застосування параметрів, що змінюються в часі, цінність яких залежить від положення в межах періоду резервування (s):

$$\Delta S_t^{(2)} = -\alpha_s S_{t-1}^{(2)} - \eta_s (or_t - E_t \bar{or}) \quad (2.24)$$

де $\frac{\partial \alpha}{\partial s} > 0$; $\frac{\partial \eta}{\partial s} < 0$; $\alpha_T = 1$; $\eta_T = 0$.

Формула (2.24) може бути трансформована з тим, щоб ізолювати компонент очікування стосовно майбутньої відсоткової ставки. Тоді ми отримуємо наступний вигляд попереднього рівняння:

$$\Delta S_t^{(2)} = -\alpha_s S_{t-1}^{(2)} - \eta_s (or_t - rr) + \eta_s (E_t \overline{or} - rr) \quad (2.25)$$

При підстановці формул (2.25) та (2.20) у формулу (2.19) і розв'язанні відносно $(or_t - rr)$, отримуємо:

$$(or_t - rr) = \varepsilon_s AF_t^{ne} + \pi_s S_{t-1}^{(2)} + \rho_s (E_t \overline{or} - rr), \quad (2.26)$$

де $\varepsilon_s, \pi_s, \rho_s$ – коефіцієнти при незалежних досліджуваних змінних:

$$\varepsilon_s = \frac{1}{(\eta_s + \beta)}; \quad \pi_s = \frac{-\alpha_s}{(\eta_s + \beta)}; \quad \rho_s = \frac{\eta_s}{(\eta_s + \beta)}.$$

or_t – поточний рівень міжбанківської ставки “овернайт”;

rr – цільова ставка рефінансування за регулярними операціями;

AF_t^{ne} – відхилення автономних факторів t -го дня від очікуваного середнього рівня протягом періоду резервування;

$S_{t-1}^{(2)}$ – накопичена резервна позиція попереднього дня;

$E_t or$ – очікуваний рівень міжбанківської ставки “овернайт” на частину періоду резервування, що залишилася;

α_s – параметр значущості коригування помилки резервної позиції t -го дня (визначення і усунення відхилення);

η_s – параметр буферної функції попиту на резерви в межах періоду резервування;

β – параметр регулювання ліквідності через операції точного настроювання.

Формула (2.26) є зменшеною формою рівняння для визначення ставки овернайт. Три змінні, що входять до її складу, обумовлюють відхилення

овернайт від ставки за регулярними операціями з рефінансування в результаті дії наступних чинників: несподіваних автономних факторів, накопленої резервної позиції попереднього дня і очікувань стосовно майбутньої ставки міжбанківського ринку. Вагомість цих трьох змінних у визначенні попиту на резерви варіюється протягом періоду резервування. Отже, ці три змінні можуть робити внесок у мінливість ставок грошового ринку (а отже й стану ліквідності), і повинні бути нейтралізовані діями Національного банку, якщо їх волатильність перевищує припустимий рівень.

При цьому, Національний банк має два механізми для нейтралізації впливу цих факторів на ставку міжбанківського ринку. Ці механізми представлені через два структурних параметри у знаменнику скороченої форми рівняння (2.26): 1) параметр буферної функції попиту на резерви (η), 2) параметр регулювання ліквідності через операції точного настроювання (β). Чим вищим буде значення цих параметрів, тим нижчим виявиться шок (удар) від дії дестабілізуючих факторів на ставку овернайт.

Висновки до другого розділу

1. Дії монетарної влади на тактичному рівні реалізації монетарної політики – в певному розумінні рівні “мікро-”, які окреслюються змістом операційних заходів – визначаються впливом факторів (чинників), що формують зовнішнє середовище управління ліквідністю.

2. Міжбанківський ринок виступає в ролі індикатора стану ліквідності банківської системи. Налагоджене функціонування міжбанківського ринку, являючи собою основу сучасної банківської системи, полегшує банкам доступ до короткострокових ресурсів, сприяє збільшенню обсягу і кількості угод, знижує необхідність підтримання додаткових резервів, дозволяючи банкам працювати більш ефективно і з меншими втратами.

3. Ринок міжбанківського кредитного ресурсу поступово може перетворитися на відокремлений сегмент грошового ринку, мотивом роботи банків в якому є не стільки потреба вирішення проблем короткострокової ліквідності, скільки проведення арбітражу із надлишковою ліквідністю, незадіяною за тими чи іншими обставинами у процесі кредитування реального сектора економіки.

4. Ринок міжбанківського кредиту України не є чутливим до заходів грошово-кредитної політики монетарної влади. Саме тому вирішення проблеми підвищення чутливості міжбанківського кредиту до заходів грошово-кредитної політики монетарної влади необхідно шукати не тільки у вдосконалення стратегії і тактики урегулювання попиту на банківську ліквідність, але й в усуненні дезорганізуючого впливу зовнішніх факторів на стан міжбанку, а саме результату неузгодженості дій окремих органів в частині управління державними коштами.

6. Зменшення мінливості (волативності) ставок міжбанківського ринку кредитних ресурсів є не тільки головною метою управління ліквідністю грошового ринку, але й важливою передумовою формування ефективного комунікаційного сигнального механізму, що має сприяти підвищенню чутливості міжбанківського кредиту до заходів грошово-кредитної політики монетарної влади.

7. Для ефективного регулювання ліквідності банків, виконання функції кредитора останньої інстанції Національний банк України з урахуванням поточної ситуації на грошово-кредитному ринку застосовує такі інструменти: операції рефінансування (постійно діюча лінія рефінансування для надання банкам кредитів овернайт, кредити рефінансування строком до 14 днів та до 365 днів, операції прямого репо); надання стабілізаційного кредиту; депозитні операції (укладення депозитних договорів, емісія депозитних сертифікатів Національного банку, операції зворотного репо); операції на відкритому ринку з державними цінними паперами.

8. Незалежно від домінуючого застосування того чи іншого підходу, а також незалежно від обраного центральним банком типу менеджменту ліквідності (пасивного чи активного), важливою передумовою зменшення нестійкості процентних ставок грошового ринку є точний *прогноз змін у стані ліквідності ринку, а також розумінні поведінки ставок грошового ринку.*

9. Головним і визначальним джерелом попиту на ліквідність з боку банків, а отже й фактором, який, в першу чергу, повинен обумовлювати поведінку ставок міжбанківського ринку, є (виходячи із теоретичних засад) система обов'язкових резервних вимог

10. Передумовою впровадженню передового світового досвіду в частині реформування *резервних вимог як складової механізму управління ліквідністю* повинно бути створення умов для стабілізації грошово-кредитного ринку через: оптимізацію структури міжбанківських кредитів за строками на користь короткострокових; підвищення дисципліни комерційних банків щодо формування обов'язкових резервів; підвищення контрольованості операцій на міжбанківському ринку кредитного ресурсу з метою підвищення ефективності регулювання ліквідності банків шляхом оперативного відстеження потоків кредитних ресурсів, мінімізації витрат банків, усунення спекулятивного попиту на кредитні ресурси, подальшого зниження вартості ресурсів для реального сектора економіки; налагодження сигнального механізму грошово-кредитної політики, посилюючи інформаційну складову короткострокових ставок грошового ринку, надання більш вагомому статусу ринковим механізмам монетарного впливу, а саме операціям з рефінансування.

11. З метою удосконалення методичних засад управління ліквідністю грошового ринку у роботі запропонований системний підхід до прогнозування динаміки короткострокових ставок грошового ринку (відхилення овернайт від ставки за регулярними операціями з рефінансування) через побудову розширеної моделі грошового ринку за

методикою, поширеною серед центральних банків країн ЄС, яка враховує коло визначених факторів, дестабілізуючих стан ринку (несподіваних автономних факторів, накопленої резервної позиції і очікувань щодо майбутньої ставки міжбанківського ринку) у форматі операційної структури монетарної політики.

© Костюк О.В.

РОЗДІЛ 3

РЕАЛІЗАЦІЯ МЕХАНІЗМУ УПРАВЛІННЯ ЛІКВІДНІСТЮ ГРОШОВОГО РИНКУ В УМОВАХ ПЕРЕХІДНОЇ ЕКОНОМІКИ

3.1. Апробація моделі попиту на банківську ліквідність як основи процесу управління ліквідністю грошового ринку

У розділі 2 даної дисертаційної роботи були викладені концептуальні підходи до процесу моделювання та прогнозування поведінки ставок грошового ринку, як операційної цілі монетарної політики, обумовленої банківським попитом на ліквідність у діючому форматі її пропозиції (існуючої операційної структури НБУ та автономних джерел). Відокремлення в моделі чинників дестабілізуючого характеру від тих, що можуть нейтралізувати цей негативний для ставок грошового ринку вплив, надає монетарній владі можливість за результатами оцінки параметрів моделі не тільки сформулювати ставлення до більш-менш впливових факторів, але й вибудувати чітку стратегію щодо їх нейтралізації.

Оцінити запропоновану до використання модель можна за допомогою інструментарію економетричного аналізу, відтворивши зменшену форму рівняння для визначення впливу на ставку овернайт окреслених факторів (див. формулу 2.26) у вигляді багатofакторної лагової регресивної моделі, яка дозволяє за допомогою фактору часу перетворити існуючу статичну модель на динамічну. Вибір на користь включення до моделі не лише поточних, а й затриманих (лагових) значень лівої і правої частин рівняння (незалежної і залежної змінних) пояснюється припущенням існування інерційності у залежності мінливості ставки овернайт від дії окреслених факторів. На нашу думку, затриманий вплив на залежну змінну можуть

чинити попередні очікування учасників ринку стосовно майбутніх процентних ставок на міжбанківському ринку кредитних ресурсів, а також попередні значення самої залежної змінної – відхилення ставки овернайт від ставки за головними операціями з рефінансування. Такий підхід надасть можливість оцінити та відобразити не тільки миттєву, але й затриману зміну досліджуваної залежності у часі.

Оскільки запропонована до розв'язання лагова модель містить кілька лагів, оцінка її методом найменших квадратів хоча й можлива в принципі, але ускладнена на практиці, тому що може призвести до проблеми мультиколінеарності. Як відомо, за наявності мультиколінеарності, метод найменших квадратів дає хоча й незміщені, але вкрай неточні оцінки. Отже для різних лагових коефіцієнтів потрібно зробити ще декілька попередніх припущень.

Отже, наступне припущення стосується значень параметрів ε_i , π_i , ρ_i при незалежних змінних, які у межах досліджуваного періоду (періоду резервування) також можуть змінюватися лінійно або нелінійно. Застосування моделі Койка із припущенням геометрично прогресуючого зменшення значень коефіцієнтів при віддаленні у минуле фактично накладає обмеження щодо можливої нелінійної залежності. Однак, оскільки ми не маємо достовірної інформації щодо вигляду залежності значень кожного із коефіцієнтів у часі, то альтернативним є підхід Ш. Альмона, що припускає можливість апроксимації коефіцієнтів незалежних змінних поліномом другого ступеня від (t/T) , тривалості лагу. По-перше, такий підхід надає можливість дослідити нелінійну залежність коефіцієнтів у часі, не виключаючи також і вірогідності існування лінійної залежності, по-друге, надає можливість розрізнити короткостроковий та довгостроковий вплив на залежну змінну $(or_t - rr)$ незалежних параметрів протягом періоду резервування, тобто відобразити зміну досліджуваної залежності у часі через апроксимацію коефіцієнтів незалежних змінних поліномом другого ступеня від (t/T) , по-третє, вирішує проблему оцінки даного рівняння методом

найменших квадратів, оскільки передбачає введення деяких математичних перетворень, через які досліджується залежність $(or_i - rr)$ від штучно створених змінних, а не від початкових.

Вираження коефіцієнтів ε_i , π_i , ρ_i як функції від (t/T) фактично обумовлене припущенням існуванням нелінійної функціональної залежності значень цих коефіцієнтів у часі, що в свою чергу буде свідчити про зміну впливу відповідних параметрів на залежну змінну протягом досліджуваного періоду, тобто зміну дієвості окреслених раніше факторів на мінливість ставки за короткостроковими ресурсами на міжбанківському ринку протягом періоду резервування.

Отже, оцінюване динамічне рівняння набуде наступного вигляду:

$$\begin{aligned} (or - rr)_n = & a_0 + \left(\varepsilon_0 + \varepsilon_1 \left(\frac{t}{T} \right) + \varepsilon_2 \left(\frac{t}{T} \right)^2 \right) AF_n^{ne} + \left(\pi_0 + \pi_1 \left(\frac{t}{T} \right) + \pi_2 \left(\frac{t}{T} \right)^2 \right) AR_{n-1} + \\ & + \left(\rho_{00} + \rho_{01} \left(\frac{t}{T} \right) + \rho_{02} \left(\frac{t}{T} \right)^2 \right) (E\overline{or} - rr)_n + \delta_0 (or - rr)_{n-1} + \\ & + \left(\rho_{10} + \rho_{11} \left(\frac{t}{T} \right) + \rho_{12} \left(\frac{t}{T} \right)^2 \right) (E\overline{or} - rr)_{n-1} + \varepsilon_n \end{aligned} \quad (3.1)$$

Така форма рівняння дозволяє, з одного боку, як вже зазначалося вище, відстежити й відобразити зміну впливу окреслених факторів на відхилення ставки овернайт від ставки за головними операціями з рефінансування в часових межах періоду резервування за рахунок апроксимації коефіцієнтів при всіх незалежних змінних поліномом другого ступеня від (t/T) , з іншого боку, позначити вплив на досліджувану залежну змінну $(or - rr)_n$ попередніх значень незалежної змінної $(E\overline{or} - rr)_{n-1}$ та самої залежної змінної $(or - rr)_{n-1}$.

Оцінка даного рівняння в рамках даної роботи здійснювалася на основі щотижневих даних за параметрами $(or - rr)_n$, AR_n , AF_n^{ne} протягом періоду 01:2002 – 04:2004. При цьому, якщо виходити із часової характеристики досліджуваного параметру, то, безумовно, коректніше було б оперувати саме

щоденними даними. Однак, якщо достовірність і прозорість даних щодо динаміки ставки овернайт є абсолютно реальною, то отримання офіційних даних щодо накопленої резервної позиції вітчизняних банків, тим паче на щоденній основі, є неможливим за відсутності практики розповсюдження подібної інформації. Отже непряма оцінка параметру AR_n була здійснена на основі даних щодо накопленої резервної позиції таких крупних українських системних банків як “Аваль”, “ПромінвестБанк” та “ПриватБанк” із припущенням вірогідності загальної тенденції у всій вітчизняній банківській системі. Вибір цих банків пояснюється більшою доступністю інформації та тим фактом, що саме ці банки є найбільшими учасниками грошового Загальна (приблизна) оцінка відносного рівня накопленої резервної позиції банків протягом періоду резервування наведена на рис. 3.1.

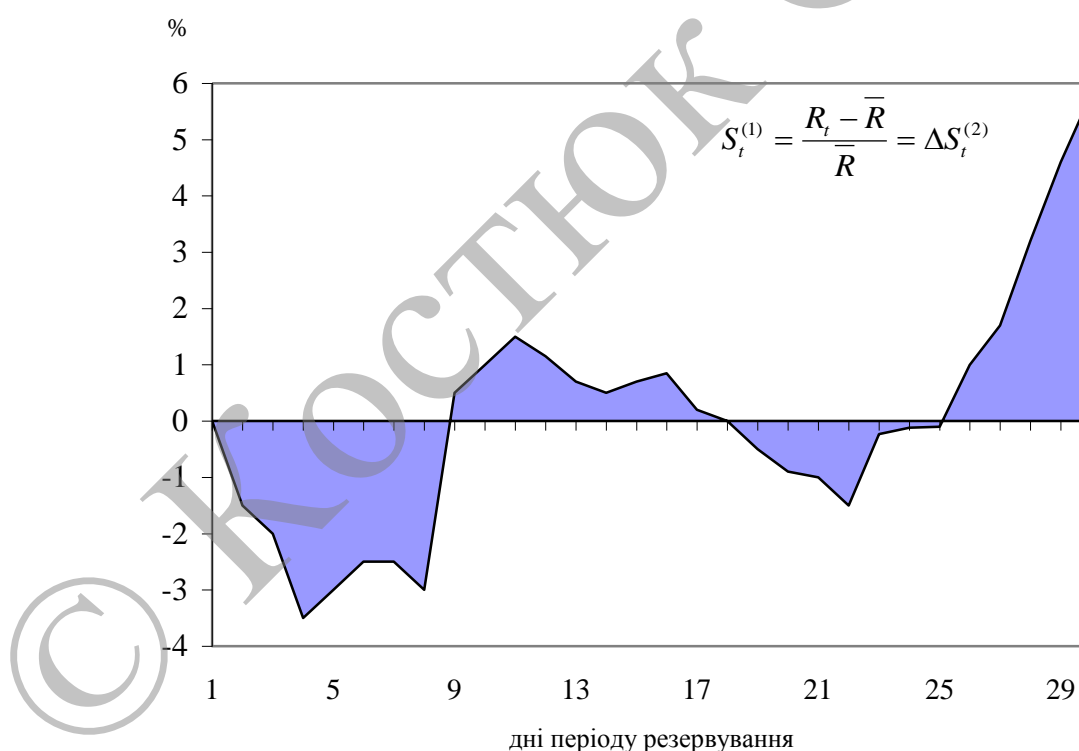


Рис. 3.1. Відхилення щоденної резервної позиції від середнього рівня

Графік засвідчує, що протягом певної частини періоду резервування резервна позиція дійсно підтримується у стані дефіциту, який анулюється (перекривається надлишком) наприкінці періоду резервування, що й

обумовлює зростання ставок за кредитними ресурсами на вітчизняному міжбанківському ринку. Це може свідчити про намагання банків уникати сплати “неявного податку”, обумовленого самою системою резервування.

Оцінка очікуваної зміни процентної ставки овернайт в даній моделі здійснювалася через використання довших за терміном ставок міжбанківського ринку кредитних ресурсів, а саме 7-ми та 14-ти денних.

Дієвість автономних факторів може бути оцінена через два альтернативних підходи: 1) з позиції балансу центрального банку, а саме через зміну (збільшення/зменшення) в окремих його статтях на щотижневій основі; 2) виходячи із припущення, що кількість ліквідності, яка поставляється Національним банком у межах регулярних операцій, повністю відповідає усередненому впливу автономних факторів, і нейтралізує його. Припускаємо, що результати економетричних розрахунків можуть і не бути чутливими до застосування альтернативних підходів у визначенні компонента автономних факторів, але, на нашу думку, перший підхід повинен дати кращі результати.

Стосовно використання у моделі поліноміального лагу зазначимо, що така конструкція моделі дозволяє враховувати зміну ступеня впливу параметрів моделі на залежну змінну. У випадку, якщо статистично значимими виявляться тільки коефіцієнти нульового рівня (індексовані як “0”, “00” або “10”) поліному при незалежних змінних, гіпотеза про періодичність впливу змінної на овернайт протягом періоду резервування може бути повністю відхилена. Якщо значимими виявляються коефіцієнти першого рівня (індексовані як “1”, “01” або “11”) поліному – вплив даної незалежної змінної на залежну протягом періоду резервування варіюється у лінійній залежності. І врешті-решт, значимість коефіцієнтів другого порядку (індексованих як “2”, “02”, “12”) поліному буде свідчити щодо непропорційної зміни впливу параметру на залежну змінну протягом періоду резервування.

Після збору необхідних даних за результатами спостереження було розраховано структурні параметри багатofакторної моделі. У таблиці 3.1, 3.2

наведені результати економетричних розрахунків, а саме: 1) оцінені параметри динамічного рівняння, що дозволяє зробити висновок щодо значимості дії різних факторів щодо коливання ставки овернайт навколо рівня офіційної ставки рефінансування протягом періоду резервування; 2) оцінений вклад визначених факторів у мінливість ставки овернайт навколо офіційної ставки рефінансування за регулярними операціями.

Таблиця 3.1
Параметри динамічного рівняння для ставки овернайт

Залежна змінна (Depend Variable): $(or - rr)$			
Період обсервації (Sample period): 01:2002 – 04:2004			
Рівняння для оцінки:			
$(or - rr)_n = \left(\varepsilon_0 + \varepsilon_1 \left(\frac{t}{T} \right) + \varepsilon_2 \left(\frac{t}{T} \right)^2 \right) AF_n^{ne} + \left(\pi_0 + \pi_1 \left(\frac{t}{T} \right) + \pi_2 \left(\frac{t}{T} \right)^2 \right) AR_{n-1} +$ $+ \left(\rho_{00} + \rho_{01} \left(\frac{t}{T} \right) + \rho_{02} \left(\frac{t}{T} \right)^2 \right) (E\overline{or} - rr)_n + \delta_0 (or - rr)_{n-1} +$ $+ \left(\rho_{10} + \rho_{11} \left(\frac{t}{T} \right) + \rho_{12} \left(\frac{t}{T} \right)^2 \right) (E\overline{or} - rr)_{n-1} + \varepsilon_n$			
$\varepsilon_0=0,017$ (2,9)	$\rho_{00}=0,54$ (2,47)	$\pi_0=0,00$	$\delta_0=0,82$ (35,8)
$\varepsilon_1=0,196$ (3,7)	$\rho_{01}=1,95$ (3,25)	$\pi_1=0,17$ (0,9)	
$\varepsilon_2=-0,186$ (-3,1)	$\rho_{02}=-1,23$ (-3,2)	$\pi_2=-0,43$ (-1,2)	
	$\rho_{10}=-0,67$ (-9,6)		
	$\rho_{11}=2,89$ (6,8)		
	$\rho_{12}=-1,96$ (-3,4)		
R^2 (R-squared)	0,79	F-statistic	42,7
σ_ε	0,07	Durbin-Watson stat	1,89
Sum squared resid	1, 73		

Таблиця 3.2

Оцінка вкладу детермінантів у мінливість ставки овернайт навколо офіційної ставки рефінансування за регулярними операціями

Зміст оцінки	$(or - rr)$	$\bar{\varepsilon}AF_n^{ne}$	$\bar{\pi}AR$	$\bar{\rho}(Eor - rr)$	Залишки (Residuals)	Коефіцієнт коваріації
Абсолютне значення структурних компонентів моделі	0,045	0,0049 5	0,000 9	0,03375	0,0112 5	- 0,00585
Оцінка вкладу детермінантів у варіацію $(or - rr)$, %	100	11	2	75	25	-13

Як свідчать результати розрахунків, всі із визначених детермінантів змінюють силу свого впливу на мінливість ставки овернайт із часом в межах періоду резервування. Значимість коефіцієнтів першого порядку поліному при таких змінних, як $(Eor - rr)$ та AF_n^{ne} свідчить про варіювання впливу даних незалежних змінних на залежну у лінійній залежності протягом першої половини періоду резервування. Непропорційність зміни впливу на залежну змінну протягом другої половини періоду резервування є значимою з боку всіх чинників, особливо від AR_n .

На рис. 3.2 ілюстровано внесок кожного з дестабілізуючих факторів (автономних факторів, розміру накопленої резервної позиції попереднього дня та очікувань учасників грошового ринку щодо майбутніх змін ставки овернайт) до спреду між ставкою за регулярними операціями з рефінансування та ринковою ставкою овернайт. Це співвідношення впливу дестабілізуючих факторів є усередненим для періоду резервування. Тобто, не

виключається ситуація, в якій протягом того чи іншого періоду резервування в межах досліджуваного проміжку (відрізку) часу питома вага кожного чинника у визначенні мінливості овернайт могла змінюватися. Однак, середнє співвідношення залишається приблизно на визначеному рівні.

Оцінка динамічного рівняння запропонованої до використання моделі грошового ринку надала можливість:

- 1) розрахувати параметри зменшеної форми рівняння. Оцінена модель представлена наступною формулою:

$$(or_t - rr) = 0,07 AF_t^{ne} - 0,038 S_{t-1}^{(2)} + 0,68(E_t \bar{or} - rr), \quad (3.2)$$

- де or_t – поточний рівень міжбанківської ставки “овернайт”;
- rr – цільова ставка рефінансування за регулярними операціями;
- AF_t^{ne} – відхилення автономних факторів t -го дня від очікуваного середнього рівня протягом періоду резервування;
- $S_{t-1}^{(2)}$ – накопичена резервна позиція попереднього дня;
- $E_t or$ – очікуваний рівень міжбанківської ставки “овернайт” на частину періоду резервування, що залишилася;

- 2) змоделювати та оцінити параметри моделі у випадку відсутності одного із механізмів нейтралізації впливу дестабілізуючих факторів на ставку міжбанківського ринку – операцій з рефінансування, або резервних вимог із функцією буфера для ставки овернайт (таблиця 3.3).

Таблиця 3.3

Результати розрахунку параметрів зменшеної форми рівняння

Зміст розрахунку	Параметри рівняння					
	$\bar{\varepsilon}$	$\bar{\pi}$	$\bar{\rho}$	α	β	η
1	2	3	4	5	6	7
Значення параметрів зменшеної форми рівняння	0,07	-0,038	0,68	0,61	7,7	10,76

Продовження таблиці 3.3

1	2	3	4	5	6	7
Значення параметрів зменшеної форми рівняння у випадку відсутності постійно діючої лінії рефінансування на умовах овернайт, $\beta = 0$	0,119	-0,063	1,15	-	0	-
Параметри зменшеної форми рівняння у випадку відсутності системи обов'язкового резервування, $\eta = 0$	0,127	-0,093	1,656	-	-	0

Висновки, що дозволяють зробити результати оцінки моделі, досить сподівані й очевидні.

По-перше, очікування учасників ринку стосовно майбутніх процентних ставок на міжбанківському ринку кредитних ресурсів залишаються головною детермінантою у визначенні мінливості ставки овернайт навколо ключової ставки монетарної політики, що ставить перед монетарною владою завданням формування засад комунікаційної політики, створення сигнального механізму через налагодження каналів комунікацій, що є передумовою оперативного управління операційними змінними монетарної політики.

По-друге, у порівнянні із попереднім чинником, вплив автономних факторів на мінливість ставки овернайт в умовах діючої системи резервних вимог і функціонуючого механізму рефінансування є менш відчутним. Це підтверджує важливість даних інструментів у нівелюванні дії зазначеного дестабілізуючого фактора, і, у цілому, їх значимість у виконанні поставленої задачі – урегулюванні стану ліквідності грошового ринку. Однак, це також не виключає необхідності формування зваженої і конструктивної політики у відносинах із Міністерством фінансів.

По-третє, вплив накопленої резервної позиції є більш відчутним наприкінці періоду резервування, що підтверджує гіпотезу про зникнення буферної функції резервних вимог по закінченні періоду резервування, і

свідчить про необхідність більшої активності монетарної влади в частині застосування постійно діючого механізму рефінансування саме наприкінці періоду резервування. Саме тому, вельми важливим висновком також вважаємо *необхідність регламентації монетарною владою таких параметрів системи обов'язкового резервування, у форматі яких ефективно могла б реалізовуватися буферна функція резервних вимог, як одного із механізмів нейтралізації впливу дестабілізуючих факторів на ставки міжбанківського ринку.*

Висновки стосовно важливості і необхідності регламентації оптимальних параметрів системи обов'язкового резервування, як джерела попиту на ресурси та механізму нейтралізації впливу дестабілізуючих факторів на ставки ринку міжбанківського кредитного ресурсу, дають підстави запропонувати застосування комплексу заходів, які *сприятимуть* вирішенню зазначених раніше проблем функціонування грошового ринку, а саме: відокремленості розвитку міжбанківського ринку кредитних ресурсів, присутності надлишкової ліквідності, надмірної мінливості ставок грошового ринку, як операційної цілі монетарної політики, нечутливості міжбанківського ринку до заходів грошово-кредитної політики.

3.2. Шляхи оптимізації політики НБУ на підвищення ефективності управління ліквідністю грошового ринку

Можна стверджувати, що ключова роль ринкових очікувань учасників ринку у визначенні мінливості короткострокових ставок міжбанківського ринку стала наслідком наявності у банківській системі надмірної кількості ліквідності, що обумовлює відсутність реальної потреби (інколи у поєднанні з фізичною неможливістю) банків у рефінансуванні НБУ, а отже й перспективи контролю з боку монетарної влади через рефінансування за ставкою овернайт, як операційною ціллю. Шоки ліквідності, зумовлені

здебільшого дією автономних факторів, незалежних від НБУ, також призводять до значної і неконтрольованої мінливості короткострокових ставок. Як наслідок, короткострокові ставки вітчизняного грошового ринку здебільшого знаходяться за межами коридору відсоткових ставок, офіційно встановлених НБУ, зводячи нанівець сигнальну функцію офіційної ставки.

За результатами оцінки моделі, зроблений висновок, що головною детермінантою у визначенні мінливості ставки овернайт навколо ключової ставки монетарної політики залишаються очікування учасників ринку щодо майбутніх процентних ставок на міжбанківському ринку, що ставить перед монетарною владою завданням формування засад комунікаційної політики.

Отже, з метою підвищення ефективності управління ліквідністю грошового ринку необхідно наступне.

1. Створити умови, за яких банки будуть відчувати потребу у рефінансуванні, тобто сприяти створенню структурного дефіциту ліквідності у банківській системі через:
 - зменшення обсягів емісії через валютний ринок;
 - застосування стерилізаційних заходів;
 - реформування формату системи обов'язкового резервування як джерела попиту на ресурси.
2. Забезпечити підвищення якісної складової процесу управління ліквідністю через формування засад комунікаційної політики.
3. Заохочувати банки до удосконалення якості прогнозування та ретельного планування власної ліквідності, що сприятиме стабільності ставок міжбанківського ринку.
4. Створити відповідні умов для реалізації Національним банком потенціалу інструментарію з регулювання ліквідності ринку (мова йде про розбудову розвинутого фондового ринку з достатнім ступенем ліквідності та ефективною системою котирування цінних паперів для забезпечення можливості у повному обсязі використовувати наявні інструменти грошово-кредитної політики).

При цьому, у сегменті міжбанківських відносин індикаторами успіху запропонованих заходів мають бути:

- домінування у структурі міжбанківських кредитів короткострокових запозичень;
- збільшення чутливості процентної ставки на ринку міжбанківських кредитів до заходів монетарної політики Національного банку України;
- відсутність не виправдано високого спреда між процентними ставками за міжбанківськими кредитними ресурсами та головними ставками монетарної політики (ставками рефінансування) Національного банку України;
- зменшення мінливості балансу резервів комерційних банків протягом періоду дотримання резервних вимог;
- зменшення надмірної мінливості ставок міжбанківського ринку;
- зв'язування надмірної ліквідності банківської системи.

На нашу думку, вирішення проблем управління ліквідністю грошового ринку саме в сегменті міжбанківських відносин повинно сприяти підвищенню ефективності монетарної політики в цілому.

Політика обов'язкових резервів Національного банку України протягом останніх років віддзеркалювала його настрої відносно ситуації на грошовому ринку. М'яка грошово-кредитна політика 1999-2003 років супроводжувалася помітними змінами норми обов'язкового резервування у бік їх зменшення на диференційованій основі. Це мало позитивний вплив на ліквідність банківської системи, проте поступово призвело до:

- зростання фактичного коефіцієнту резервування з 12 до 23 %, що фактично було результатом невизначеності комерційних банків щодо майбутньої інфляції;
- зменшення позитивної кореляції між нормою обов'язкового резервування та процентною ставкою за кредитами на міжбанківському ринку (коефіцієнт кореляції протягом 1998-1999 рр. дорівнював 0,635, за період з 2000 по 2002 рр. – 0,238).

Виникнення проблеми надмірної ліквідності банківської системи, яка тяжіла над ціновою стабільністю на фоні значної мінливості ставок міжбанківського ринку кредитних ресурсів протягом 2004 року, зумовило поступові зміни політики НБУ в частині обов'язкового резервування на користь більш жорстких умов (підвищення норми резервування, зміни у порядку обов'язкового резервування, які передбачали перехід банків на щоденне резервування, перспектива уніфікації ставок). Не можна не погодитися із необхідністю формування більш жорстких вимог до банків з метою покращення дисциплінованості, прозорості угод останніх, підвищення контрольованості та ефективності управління ліквідністю з боку НБУ, що в підсумку повинно сприяти і гарантувати непохитність цінової стабільності та протистояння монетарній інфляції. Однак, далеко не всі запроваджені з метою досягнення стерилізаційного ефекту заходи реально сприяли підтриманню (якщо не розширенню та підсиленню) буферної функції резервних вимог, як головної функції останніх у процесі управління ліквідністю грошового ринку. Більше того, оскільки зміна резервних вимог впливає на грошовий мультиплікатор, ефект від таких дій на грошову масу міг перевершити всі очікування. Отже, передбачуваний стерилізаційний ефект від змін у параметрах системи резервування міг мати досить не прогнозовані наслідки в частині поведінки ставок грошового ринку.

Саме тому, у рамках запропонованих автором підходів до реформування параметрів системи обов'язкового резервування (рис.3.2), як механізму нейтралізації впливу дестабілізуючих факторів, робиться наголос на тому, що завданням першого етапу є реструктуризація міжбанківських кредитів за строками на користь однодобових, що може бути досягнуто через зменшення часового лагу між початком періодів нарахування та дотримання резервних вимог (застосування напівлагової системи). Це сприятиме: 1) актуалізації проблеми виконання резервних вимог; 2) збільшенню дисциплінованості комерційних банків, 3) підвищенню залежності банків від рефінансування.



Рис. 3.2. Концепція реформування системи обов'язкового резервування

Як зазначалося раніше, зменшення проміжку часу між початком періоду нарахування резервних вимог та початком періоду дотримання резервних вимог повинно дисциплінувати комерційні банки. Проблема дотримання резервних вимог набере набагато більшої актуальності для комерційних банків. В результаті, комерційні банки будуть набагато частіше звертатися до ресурсів НБУ, що сприятиме вирішенню проблеми залежності банків від рефінансування, або до міжбанку з метою вдоволення резервним вимогам НБУ, що призведе до реструктуризації міжбанківських кредитів за строками на користь короткострокових запозичень.

Перспективність запропонованого кроку можна довести на прикладі Банку Колумбії, який у 1997 році реформував 14-ти денну повнолагову систему розрахунку та дотримання резервних вимог у систему з мінімальним дводенним лагом. В результаті досить жорстких змін у політиці обов'язкового резервування структура міжбанківських кредитів за строками притерпіла кардинальних змін. Так, якщо у 1994 р. питома вага міжбанківських кредитів овернайт становила близько 2,4 %, то на початку 1998 р. частка однодобових запозичень вже дорівнювала 84 %.

Окрім цього, зменшення лагу позитивно позначилося й на розвитку операцій на відкритому ринку Банку Колумбії. Так, якщо у 1994 р. обсяг операцій репо трохи перевищував позначку у 7 млрд. дол., а структура

запозичень на 92 % була представлена 15-ти та 30-ти денними угодами репо, то на початку 1998р. загальний обсяг операцій становив близько 113,4 млрд. дол. із домінуванням у структурі запозичень однодобових кредитів (82,87 %).

Практика центральних банків країн з перехідною економікою (Польща, Словаччина, Угорщина, Чехія) свідчить, що зменшення лагу на першому етапі може призводити до зростання мінливості ринку міжбанківських кредитів, тому черговий крок повинен полягати у зменшенні тривалості періоду нарахування та дотримання резервних вимог, що має сприяти зменшенню мінливості реструктуризованого ринку міжбанківських кредитів через підвищення якості менеджменту ліквідності самими комерційними банками, удосконалення системи короткострокового прогнозування. Обрання у якості об'єкту реформування часових, а не кількісних параметрів системи резервування ставить за мету збереження вкрай важливої для управління ліквідністю грошового ринку функції системи резервування – функції буфера для короткострокових ставок грошового ринку.

Реалізація подібних заходів Банком Малайзії на початку 90-х рр. в частині зменшення періоду нарахування та дотримання резервних вимог з одного місяця до 14 днів, призвела до падіння мінливості процентної ставки за однодобовими кредитами на ринку овернайт з 1,2 (показник стандартного відхилення) до 0,3, що відповідає рівню розвинутих країн світу.

Країни з перехідною економікою ще в середині 90-х рр. активно використовували зменшення періоду нарахування та дотримання резервних вимог з метою зменшення мінливості ринку міжбанківського кредиту. Так, у березні 1996 р Банку Словаччини за допомогою зменшення періодів нарахування та дотримання резервних вимог з одного місяця до двох тижнів вдалося зменшити мінливість ринку міжбанківського кредиту з 11,92 до 4,26 (показник стандартного відхилення за процентною ставкою міжбанківського кредиту). Банк Угорщини у червні того ж року вдався до зменшення періодів нарахування та дотримання з одного місяця до двох тижнів. Це майже

миттєво призвело до стабілізації ринку міжбанківського кредиту, свідченням чого було зменшення показника стандартного відхилення з 10,04 до 3,12.

Майже одночасне зменшення періодів нарахування та дотримання резервних вимог Банками Словаччини та Угорщини не є випадковістю, адже саме 1993-1997 рр. були позначені помітним впливом зарубіжного інвестиційного капіталу до країн з перехідною економікою. Активна стерилізація центральними банками інвестиційних потоків спричинила різке зростання грошової маси, що уявляло загрозу для стабільного розвитку ринку міжбанківського кредиту.

Саме тому Банки Словаччини та Угорщини через три роки після початку зазначеної тенденції були вимушені вгамовувати стихійні сплески попиту та пропозиції на ринку міжбанківських кредитів за допомогою зменшення періодів нарахування та дотримання резервних вимог.

Результативність зменшення періодів нарахування та дотримання резервних вимог також доведено також у розвинутих країнах світу. Як свідчить рис.3.4, використання Банком Англії шестимісячного періоду нарахування та дотримання резервних вимог супроводжується помітною мінливістю ставок міжбанківського ринку. Стандартне відхилення за процентною ставкою кредиту на міжбанківському ринку Великобританії за період з 2000 по 2001 рр. дорівнювало 1,012.

Застосування Європейським центральним банком місячного періоду нарахування та дотримання резервних вимог супроводжується значно меншою мінливістю на міжбанківському ринку. Показник стандартного відхилення за зазначений період часу дорівнював лише 0,236.

Треба зазначити, що в практиці НБУ вже мали місце підходи щодо реформування часових параметрів системи обов'язкового резервування (квітень 2002 року) в частині зменшення періодів нарахування та дотримання резервних вимог з двох тижнів до 10 діб. Протягом наступних двох місяців показник стандартного відхилення за процентною ставкою міжбанківського кредиту зменшився з 7,3 до 5,8. Але при цьому, відносної стабілізації ринку

міжбанківського кредиту України Національному банку України вдалося досягти за неоптимальної структури міжбанківських кредитів за строками, де домінуюче положення займали довгострокові запозичення, що не виключало можливості дестабілізації ринку в майбутньому.

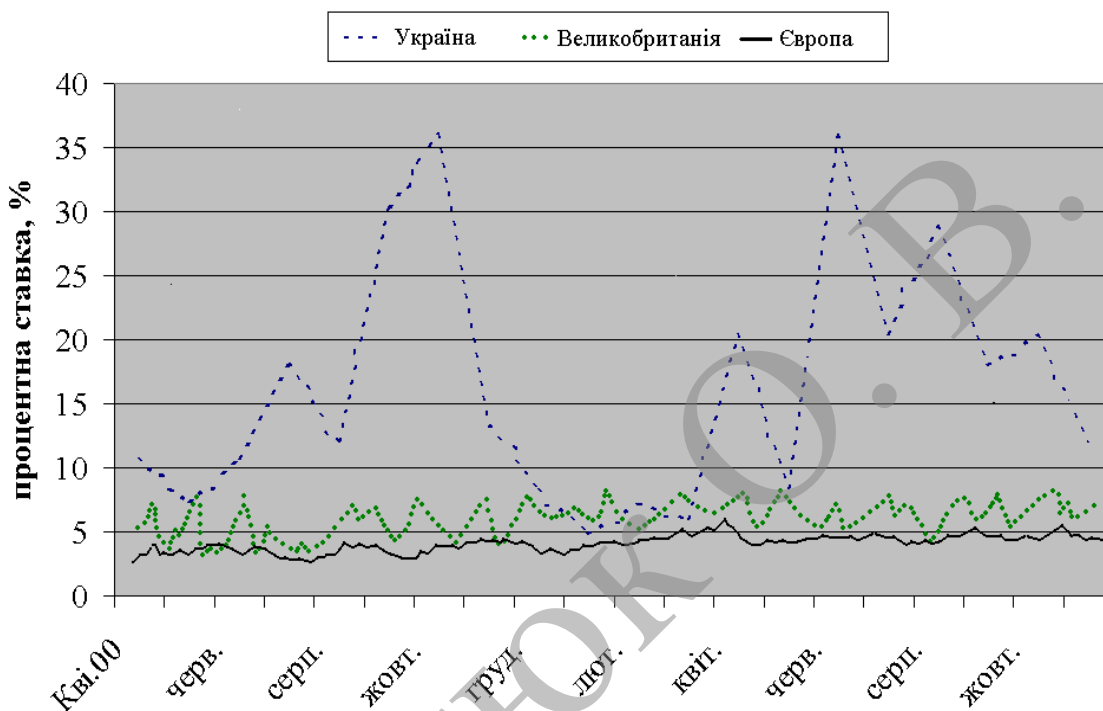


Рис. 3.3. Процентні ставки на ринках міжбанківського кредиту України, Великобританії та Європейського Союзу у 2000 році

Очевидно, що послідовність двох заходів політики резервних вимог має бути досить чіткою. Саме така послідовність заходів із реформування політики резервних вимог може сприяти підвищенню якості управління короткостроковими ставками грошового ринку в умовах надмірної ліквідності банківської системи. При цьому застосування подібних заходів може бути чітко регламентовано у часі, тобто запроваджуватися на певний період.

Підвищення дисциплінованості комерційних банків, як результат перших двох заходів із реформування політики резервних вимог має відбуватися на фоні збільшення довіри комерційних банків до монетарної влади у частині потенційної можливості та ефективності їх рефінансування.

У зв'язку з вищевикладеним, важливого значення набуває володіння Національним банком чіткою стратегією щодо застосування монетарного інструментарію у комунікаційному форматі з метою формування прозорого інформаційного простору для учасників ринку.

Маючи в арсеналі сучасний і досконалий інструментарій з рефінансування комерційних банків (постійно діючу лінію рефінансування для надання банкам кредитів овернайт, кредити рефінансування строком до 14 днів та до 365 днів, операції прямого репо), Національний банк України повинен володіти чіткою стратегією щодо його застосування у *комунікаційному форматі* з метою формування прозорого інформаційного простору для учасників ринку, та нівелювання впливу інфляційних очікувань ринку.

Враховуючи той факт, що ринкові очікування щодо майбутньої короткострокової ставки більшою мірою впливають на результативність операцій ринкового формату із часовими параметрами більшими за добу (кількісних та процентних тендерів, операцій прямого та зворотного репо), то саме процентні ставки за цими угодами є носіями певної інформаційної множини щодо майбутніх інфляційних змін та напрямку монетарної політики – на відміну від твердження про інформаційний потенціал облікової ставки, а отже й пов'язаної з нею ставки рефінансування за кредитами овернайт (межа відхилення ставки за кредитами від облікової ставки чітко регламентована). Більше того, навіть за такої розгалуженої системи інструментів НБУ, роль облікової ставки вважається досить слабкою, оскільки кількість та обсяг операцій, що здійснюються Національним банком за ставками, які мають зв'язок з обліковою ставкою (постійно діюча лінія рефінансування для надання кредитів овернайт), є обмеженими. При визначенні ж ставок за операціями на відкритому ринку крім облікової ставки НБУ враховує ставку на міжбанківському ринку кредитних ресурсів та дохідність за державними цінними паперами.

В якості концептуальної основи розбудови комунікаційного механізму регулювання ліквідності ринку шляхом рефінансування виступає концепція інформаційної асиметричності ринку (рис. 3.4), відповідно до якої учасники ринку завжди володіють різною за обсягами та якістю інформацією про стан та перспективи розвитку грошового ринку, що перешкоджає ефективному управлінню ліквідністю з боку центрального банку. Саме тому, вибір типу аукціонів з постачання ліквідності повинен залежати від ступеня інформаційної асиметричності ринку.

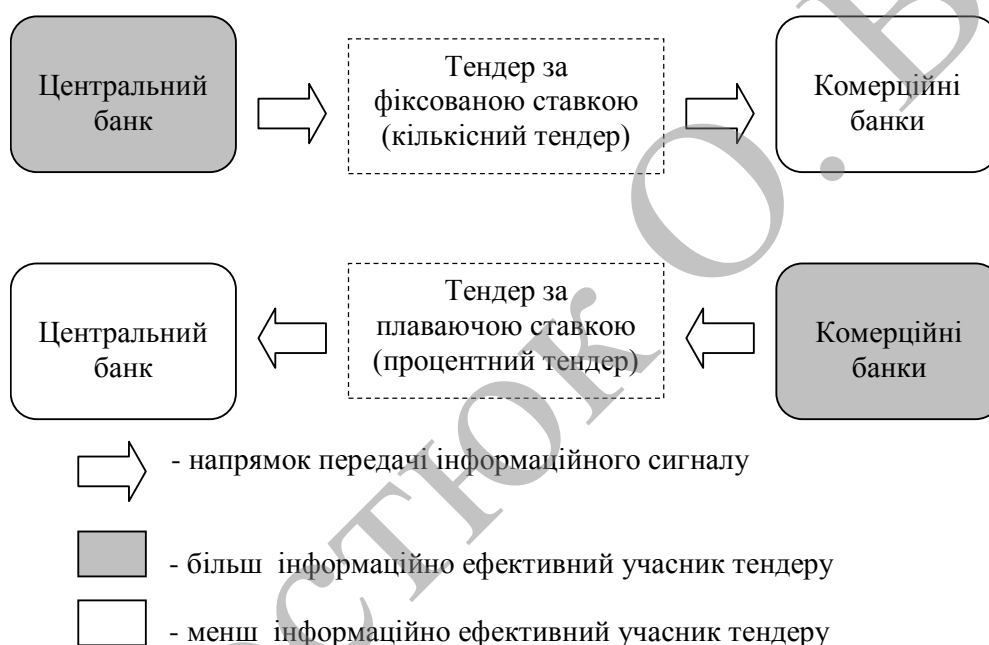


Рис. 3.4. Загальні підходи до вибору типу аукціонів з постачання ліквідності в умовах інформаційної асиметричності ринку

Відповідно до концепції інформаційної асиметричності ринку учасники аукціонів, у якості яких виступають центральний банк та комерційні банки, завжди володіють різною за обсягами та якістю інформацією про стан та перспективи розвитку грошового ринку. Асиметричність інформації призводить до негативних наслідків розвитку грошового ринку та перешкоджає ефективному управлінню ліквідністю з боку центрального банку. Саме тому, вибір типу аукціонів з постачання ліквідності, у певному розумінні, повинен залежати від того, наскільки центральний банк,

реалізуючі засади монетарної політики, є лояльним до інформаційного потенціалу ринку, або наскільки ринкові очікування потребують корекції з боку центрального банку.

У роботі зазначено, що наявність у ринковому середовищі невизначеності щодо перспектив інфляції обумовлює впливовість очікувань щодо майбутньої вартості грошового ресурсу на грошовому ринку як дестабілізуючого фактору, і вимагає від центрального банку заходів з корегування поведінки учасників ринку і поінформування щодо майбутніх тенденцій через проведення аукціонів за фіксованою ставкою, завчасне повідомлення або зміна якої є потужним і сталим інформаційним сигналом.

У випадку, коли центральний банк потребує додаткової інформації про реальний стан попиту на грошовий ресурс, доцільно вдаватися до проведення аукціонів за плаваючою ставкою. Зростання ставки за головними операціями з рефінансування у процесі проведення тендеру вище за офіційно діючу є інформаційним сигналом, адресованим центральному банку з боку інформаційно ефективних учасників ринку щодо поточних тенденцій. У довгостроковій перспективі це сприятиме підвищенню ступеня саморегульованості ринку та чутливості до заходів грошово-кредитної політики.

Раціональним буде вважатися коливання процентних ставок за операціями на відкритому ринку навколо ключової базової ставки (як правило це ставка за операціями репо терміном від 7 до 14 діб) у межах коридору офіційно регламентованих відсоткових ставок – ставки за постійно діючою лінією рефінансування для надання банкам кредитів овернайт та депозитною ставкою.

Центральні банки окремих країн доволі цікаво враховують концепцію асиметричності ринку, організовуючи торги на відкритому ринку. Центральним Банком Південної Кореї запроваджена практика генерації інформаційного сигналу тільки з боку тих учасників, які формують попит на ліквідність, тобто у межах операцій з постачання ліквідності – операцій

прямого репо, які проводяться виключно за плаваючою ставкою. Процес абсорбції ліквідності центральним банком через операції зворотного репо відбувається у форматі корегування поведінки учасників ринку і поінформування щодо майбутніх тенденцій через проведення аукціонів за фіксованою ставкою.

Банк Польщі застосовує як голландські аукціони за фіксованою ставкою, так й американські аукціони за плаваючою ставкою. При цьому, вибір типу аукціону Банком не залежить від того, для здійснення яких операцій, прямого або зворотного репо, аукціон проводиться. Аукціони за фіксованою ставкою використовуються у випадку впевненості Банку щодо майбутнього рівня інфляції та відсутності такої впевненості у комерційних банків. Якщо має місце протилежна ситуація, то Банк вдається до проведення американського аукціону за плаваючою ставкою.

Деякі центральні банки (Банк Мексики, Банк Бразилії, Банк Ізраїлю) використовують тільки американські аукціони за плаваючою ставкою. Пояснення цьому лежить не у площині інформаційної ефективності учасників аукціонів, а у площині наявного інструментарію монетарної політики. Усі зазначені банки сигналізують учасникам грошового ринку про майбутні зміни інфляційних тенденцій не за допомогою операцій на відкритому ринку, а за допомогою зміни облікової ставки (Ізраїль, Бразилія), чи запланованого обсягу резервів, що мають бути акумульовані протягом доби в центральному банку (Мексика).

Формування засад комунікаційної політики на основі концепції інформаційної асиметричності ринку повинно виходити із ідентифікації останньої у відносинах центрального та комерційних банків через: 1) кореляційний аналіз таких параметрів, як ставка рефінансування – інфляція, ставки за міжбанківськими кредитними ресурсами – інфляція; 2) оцінку стандартних відхилень за міжбанківськими ставками; 3) аналіз спреду між процентними ставками за кредитами та депозитами; 4) порівняльний аналіз темпів зростання обсягів депозитів та кредитів, які залучаються та надаються

комерційними банками. Такий підхід надає можливість чітко сформулювати завдання етапів реалізації комунікаційної політики та визначитися із її процедурними елементами (рис. 3.5).

Розбудова і реалізація комунікаційної політики щодо організації операцій на відкритому ринку (операцій з рефінансування комерційних банків) повинні сприяти формуванню прозорого інформаційного простору для учасників. Вирішення цієї задачі зводиться до формулювання завдань у межах окремих етапів.

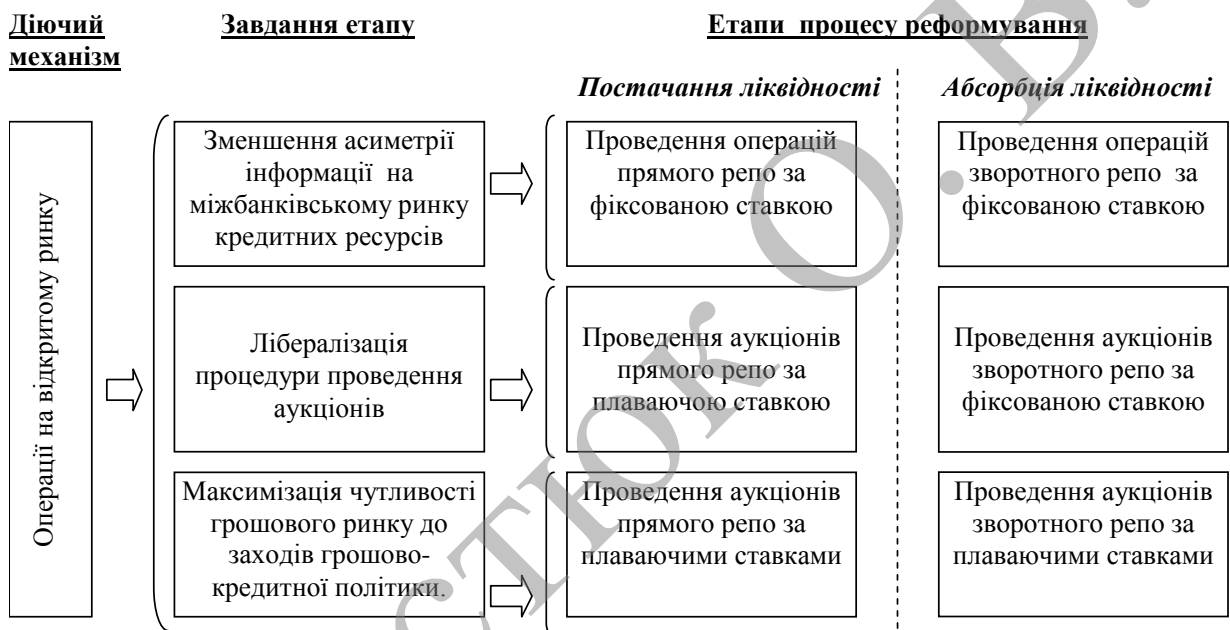


Рис. 3.5. Основи комунікаційної політики та її процедурні елементи щодо організації операцій на відкритому ринку в умовах інформаційної асиметричності грошового ринку

Вирішення проблеми асиметрії інформації у відносинах між центральним банком та комерційними банками є завданням першого етапу. Збільшення інформаційної ефективності комерційних банків на цьому етапі має бути досягнуто завдяки проведенню операцій відкритого ринку виключно за фіксованими ставками, які повинні виконати функцію інформаційного сигналу, адресованого комерційним банкам щодо інфляційних тенденцій.

Основною засадою успішної реалізації поставленої мети повинен стати потужний інформаційний сигнал, адресований центральним банком комерційним банкам у вигляді фіксованої ставки рефінансування.

Як свідчить зарубіжний досвід, на першому етапі реалізації даної політики центральному банку не варто часто змінювати ставку рефінансування. Досить часті зміни ставки погіршують ефективність її інформаційної функції. Особливо слід уникати протилежних змін ставки рефінансування, інакше рівень довіри комерційних банків до інформаційних повідомлень центрального банку значно впаде.

Свідченням поступового зменшення асиметрії інформації на міжбанківському ринку кредитних ресурсів повинно стати зменшення спреду між ставками рефінансування та міжбанківського кредиту, поступове зменшення показника стандартного відхилення ставки міжбанківського кредиту.

Другий етап комунікаційної стратегії передбачає поступову лібералізацію процедури проведення аукціонів репо.

Відмінністю цього етапу від попереднього є те, що вартість кредитних ресурсів, наданих через аукціони, встановлюється з боку попиту на ліквідність. Так, абсорбція центральним банком надлишкової ліквідності банківської системи через проведення зворотного репо за фіксованою ставкою є відтворенням інформаційного сигналу учасникам грошового ринку відносно майбутньої інфляції. Постачання (збільшення) центральним банком ліквідності банківської системи через аукціони прямого репо на цьому етапі повинно відбуватися за плаваючою ставкою, яку пропонуватимуть комерційні банки, як сторона, що формує попит. Але обмеження щодо рівня ставки (“не нижче за...”), яке може вводити центральний банк, є не тільки регулятивною міркою, але й засобом коригування попиту та зустрічного інформування банків.

Саме запровадження такого підходу до організації аукціонів репо є першим кроком до лібералізації процедури проведення операцій відкритого

ринку, що є необхідною передумовою для успішної реалізації наступного етапу комунікаційної політики.

На третьому етапі реалізації стратегії центральний банк повинен віддати перевагу проведенню операцій з рефінансування виключно за плаваючою ставкою, надаючи відносинам із комерційними банками формату, який відповідає принципам функціонування ринкового механізму.

Завданням третього етапу реалізації комунікаційної політики є формування передумов для сприяти збільшення кореляції між динамікою ставок міжбанківського ринку кредитного ресурсу та інфляційним показником, що є відтворенням зв'язку операційних та проміжних цілей монетарної політики.

Запропонований багатоетапний підхід до розбудови та реалізації комунікаційної політики в частині організації операцій на відкритому ринку, формування сигнального механізму через налагодження каналів комунікацій є передумовою оперативного управління операційними змінними монетарної політики, та новими горизонтами у формуванні прозорого інформаційного простору для учасників ринку та нівелювання впливу інфляційних очікувань.

Висновки до третього розділу

1. Оцінка запропонованої до використання моделі поведінки короткострокової ставки міжбанківського ринку у форматі існуючої операційної структури монетарної політики Національного банку України надала можливість визначити силу впливу дестабілізуючих факторів (співвідношення впливу є усередненим для періоду резервування) на ринкову ставку овернайт та оцінити потенціал монетарного інструментарію щодо нівелювання їх дії.
2. За результатами оцінки моделі зроблений висновок, що головною детермінантою у визначенні мінливості ставки овернайт навколо ключової ставки монетарної політики залишаються очікування учасників ринку

стосовно майбутніх процентних ставок на міжбанківському ринку кредитних ресурсів, що ставить перед монетарною владою завданням формування ефективної комунікаційної стратегії.

3. Національний банк України повинен володіти чіткою стратегією щодо застосування монетарного інструментарію з рефінансування комерційних банків у комунікаційному форматі з метою формування прозорого інформаційного простору для учасників ринку та нівелювання впливу інфляційних очікувань ринку.
4. Відповідно до зазначеного, у пункті 3.2 запропоновані основи комунікаційної політики та її процедурні елементи щодо організації операцій на відкритому ринку, які передбачають підходи центрального банку до вибору типу аукціонів з постачання ліквідності залежно від ступеня інформаційної асиметричності ринку;
5. Ключова роль ринкових очікувань учасників ринку у визначенні мінливості короткострокових ставок міжбанківського ринку стала наслідком наявності у банківській системі надмірної кількості ліквідності, що обумовлює відсутність реальної потреби (інколи у поєднанні з фізичною неможливістю) банків у рефінансуванні НБУ, а отже й перспективи контролю з боку монетарної влади через рефінансування за ставкою овернайт, як операційною ціллю.
6. Відповідно до зазначеного, з метою підвищення ефективності управління ліквідністю грошового ринку запропоновано: 1) сприяти створенню структурного дефіциту ліквідності у банківській системі через зменшення обсягів емісії через валютний ринок, застосування стерилізаційних заходів; 2) реформувати параметри системи обов'язкового резервування як джерела попиту на ресурси; 3) забезпечити підвищення якісної складової процесу управління ліквідністю через формування комунікаційної стратегії; 4) заохочувати банки до удосконалення якості прогнозування та ретельного планування власної ліквідності.

7. Також за результатами оцінки моделі зроблений висновок, що вплив накопленої резервної позиції на динаміку міжбанківської ставки овернайт є більш відчутним наприкінці періоду резервування, що підтверджує гіпотезу про зникнення буферної функції резервних вимог по закінченні періоду резервування, і свідчить про необхідність більшої активності монетарної влади щодо рефінансування комерційних банків саме наприкінці періоду резервування.
8. Існує необхідність регламентації монетарною владою таких параметрів системи обов'язкового резервування, у форматі яких ефективно могла бути реалізована буферна функція резервних вимог, як одного із механізмів нейтралізації впливу дестабілізуючих факторів на ставки міжбанківського ринку. Відповідно до зазначеного, у пункті 3.2 запропонована концепція реформування системи обов'язкового резервування як складової процесу управління ліквідністю грошового ринку.
9. Вплив автономних факторів на мінливість ставки овернайт в умовах діючої системи резервних вимог і функціонуючого механізму рефінансування є менш відчутним, ніж ринкові очікування. Це підтверджує важливість даних інструментів у нівелюванні дії зазначеного дестабілізуючого фактора, і, у цілому, їх значимість у виконанні поставленої задачі – урегулюванні стану ліквідності грошового ринку.
- 10.3 огляду на те, що негативний вплив коливання залишків коштів на рахунках уряду в НБУ на грошовий ринок в окремі періоди є доволі значним, існує нагальна необхідність застосування заходів з підвищення ефективності регулювання ліквідності грошового ринку через: 1) збільшення частоти операцій Національного банку України з рефінансування комерційних банків; 2) удосконалення системи короткострокового прогнозування ліквідності; 3) формування зваженої і конструктивної політики у відносинах із Міністерством фінансів та казначейством з питань зміни залишків коштів на рахунках уряду в НБУ.

ВИСНОВКИ

Результатом дисертаційної роботи є науково-методичні підходи до вдосконалення процесу управління ліквідністю грошового ринку на основі моделювання попиту на банківські резерви у форматі існуючої операційної структури монетарної політики відповідно до обраного рівня операційної цілі – короткострокової ставки міжбанківського ринку. У дисертації були обґрунтовані наступні основні позиції:

- грошовий ринок, як інституційна складова механізму монетарної трансмісії, представляє собою джерело певної інформаційної множини – сукупності показників, якими керується центральний банк при розробці і реалізації тактичних заходів монетарної політики;
- потенційна можливість центрального банку впливати на процес формування відносин в кожному сегменті грошового ринку з метою урівноваження попиту й пропозиції ліквідності є неоднаковою, що призводить до необхідності обґрунтування обрання певних індикаторів стану збалансованості ринку (операційних цілей), мінливість яких була б покладена в основу прийняття рішень та реалізації заходів щодо урегулювання ліквідності;
- чітке визначення виду операційної цілі полегшує досягнення проміжної і стратегічної цілей монетарної політики через канали монетарної трансмісії;
- обґрунтування вибору операційної цілі повинно виходити із її здатності віддзеркалювати стан збалансованості ринку, доступності для регулювання, та сприйняття її ринком в якості інформаційної складової комунікаційної стратегії монетарної влади;
- збалансування ліквідності відповідно існуючому попиту при даному рівні операційної цілі вимагає від центрального банку аналізу потенціалу всіх можливих джерел ліквідності (контрольованих з боку центрального банку та автономних), та визначення чистої позиції ліквідності – кількості

ліквідності, поставку якої через існуючі механізми (інструментарій) центральний банк повинен забезпечити для даного рівня операційної цілі;

- поведінка короткострокових ставок міжбанківського ринку кредитних ресурсів, які зазвичай виконують роль операційної цілі в профілі монетарної політики центральних банків більшості розвинутих країн, в значною мірою залежить від характеристики джерел формування попиту на ліквідність з боку банків, існуючих альтернативних можливостей задоволення цього попиту, потенційної можливості центрального банку компенсувати незадоволений попит в рамках існуючого механізму та чутливості ринку до заходів монетарного впливу;
- зменшенню нестабільності короткострокових процентних ставок міжбанківського ринку, як операційної цілі, сприяють: 1) існування системи усереднення обсягу обов'язкових резервів; 2) максимально точно визначення і прогнозування чистої позиції ліквідності центрального банку; 3) наявність у центрального банку кола інструментів для створення додаткової ліквідності;
- головною вимогою до операційної структури монетарної політики є здатність наявного інструментарію обслуговувати обрану операційну ціль;
- найефективніші монетарні системи, з точки зору контролю монетарної влади над короткостроковими ставками на міжбанківському ринку, використовують коридор офіційних відсоткових ставок із центральною (базовою) ставкою, за якою центральні банки проводять більшість своїх операцій (переважно операцій репо) з метою наближення до її рівня короткострокових ринкових ставок;
- в умовах зростаючої ролі ринкових очікувань щодо майбутнього рівня відсоткових ставок в рамках формування попиту на резерви, впливу кон'юнктурних факторів немонетарного характеру на мінливість короткострокових ставок грошового ринку, здатність монетарної влади контролювати динаміку обраної операційної цілі, управляючи ліквідністю

грошового ринку, та реалізуючи комунікаційну стратегію, буде означати спроможність контролювати очікування учасників грошового ринку;

- у роботі зроблений висновок, що моделювання та прогнозування поведінки операторів грошового ринку (попиту на ліквідність, обумовленого дією кола певних факторів), а також реалізація механізмів збалансування попиту в умовах існуючих джерел пропозиції та діючої операційної структури становить основу процесу управління ліквідністю грошового ринку;
- вітчизняний ринок міжбанківського кредиту скоріше уявляє собою автономно функціонуючий механізм перерозподілу вільних коштів комерційних банків, ніж інтегрований сегмент грошового ринку України;
- динаміка ставок грошового ринку значною мірою визначається під впливом дії зовнішніх факторів, що обумовлює необхідність чіткого їх визначення, ранжування та оцінки в процесі розробки монетарною владою заходів щодо збалансування ліквідності грошового ринку;
- поведінка учасників ринку міжбанківського кредиту все ще знаходиться під впливом інфляційних очікувань, не зважаючи на успіх Національного банку України у напрямку стабілізації цін на ринку товарів та послуг;
- дефіцит ліквідності, за якого банки звертаються по рефінансування до Національного банку України, не є структурним і прогнозованим, а скоріш за все носить характер “криз ліквідності”, викликаних різким зростанням залишків коштів на рахунках уряду в НБУ, у зв’язку з чим облікова ставка не повною мірою відіграє роль оперативного орієнтира;
- ринок міжбанківського кредиту України не є чутливим до заходів грошово-кредитної політики монетарної влади. Саме тому вирішення проблеми підвищення чутливості міжбанківського кредиту до заходів грошово-кредитної політики монетарної влади необхідно шукати не тільки у вдосконаленні стратегії і тактики урегулювання попиту на

банківську ліквідність, але й в усуненні дезорганізуючого впливу зовнішніх факторів на стан міжбанку;

- незалежно від обраного центральним банком типу менеджменту ліквідності (пасивного чи активного), важливою передумовою зменшення нестійкості процентних ставок грошового ринку є точний прогноз змін у стані ліквідності ринку, а також розумінні поведінки ставок грошового ринку;
- відповідно до зазначеного, у роботі запропоновано підходи до прогнозування динаміки короткострокових ставок грошового ринку, що передбачає побудову відповідної моделі грошового ринку на базі кола визначених факторів, дестабілізуючих стан ринку у форматі операційної структури монетарної політики;
- за результатами оцінки моделі зроблений висновок, що головною детермінантою у визначенні мінливості ставки овернайт навколо ключової ставки монетарної політики НБУ залишаються очікування учасників ринку стосовно майбутніх процентних ставок на міжбанківському ринку кредитних ресурсів, що ставить перед монетарною владою завданням формування ефективної комунікаційної стратегії;
- Національний банк України повинен володіти чіткою стратегією щодо застосування монетарного інструментарію з рефінансування комерційних банків у комунікаційному форматі з метою формування прозорого інформаційного простору для учасників ринку та нівелювання впливу інфляційних очікувань ринку;
- відповідно до зазначеного, у пункті 3.2 запропоновані основи комунікаційної політики та її процедурні елементи щодо організації операцій на відкритому ринку, які передбачають підходи центрального банку до вибору типу аукціонів з постачання ліквідності залежно від ступеня інформаційної асиметричності ринку;

- ключова роль ринкових очікувань учасників ринку у визначенні мінливості короткострокових ставок міжбанківського ринку стала наслідком наявності у банківській системі надмірної кількості ліквідності, що обумовлює відсутність реальної потреби (інколи у поєднанні з фізичною неможливістю) банків у рефінансуванні НБУ, а отже й перспективи контролю з боку монетарної влади через рефінансування за ставкою овернайт, як операційною ціллю;
- відповідно до зазначеного, з метою підвищення ефективності управління ліквідністю грошового ринку запропоновано: 1) сприяти створенню структурного дефіциту ліквідності у банківській системі через зменшення обсягів емісії через валютний ринок, застосування стерилізаційних заходів; 2) реформувати параметри системи обов'язкового резервування як джерела попиту на ресурси; 3) забезпечити підвищення якісної складової процесу управління ліквідністю через формування засад комунікаційної політики; 4) заохочувати банки до удосконалення якості прогнозування та ретельного планування власної ліквідності;
- також за результатами оцінки моделі зроблений висновок, що вплив накопленої резервної позиції на динаміку міжбанківської ставки овернайт є більш відчутним наприкінці періоду резервування, що підтверджує гіпотезу про зникнення буферної функції резервних вимог по закінченні періоду резервування, і свідчить про необхідність більшої активності монетарної влади щодо рефінансування комерційних банків саме наприкінці періоду резервування;
- існує необхідність регламентації монетарною владою таких параметрів системи обов'язкового резервування, у форматі яких ефективно могла бути реалізована буферна функція резервних вимог, як одного із механізмів нейтралізації впливу дестабілізуючих факторів на ставки міжбанківського ринку. Відповідно до зазначеного, у пункті 3.2 запропонована концепція реформування системи обов'язкового

резервування як складової процесу управління ліквідністю грошового ринку;

- вплив автономних факторів на мінливість ставки овернайт в умовах діючої системи резервних вимог і функціонуючого механізму рефінансування є менш відчутним, ніж ринкові очікування. Це підтверджує важливість даних інструментів у нівелюванні дії зазначеного дестабілізуючого фактора, і, у цілому, їх значимість у виконанні поставленої задачі – урегулюванні стану ліквідності грошового ринку;
- з огляду на те, що негативний вплив коливання залишків коштів на рахунках уряду в НБУ на грошовий ринок в окремі періоди є доволі значним, існує нагальна необхідність застосування заходів з підвищення ефективності регулювання ліквідності грошового ринку через: 1) збільшення частоти операцій Національного банку України з рефінансування комерційних банків; 2) удосконалення системи короткострокового прогнозування; 3) формування зваженої і конструктивної політики у відносинах із Міністерством фінансів та казначейством з питань зміни залишків коштів на рахунках уряду в НБУ.



СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Адамик Б. Національний банк і грошово-кредитна політика: Навчальний посібник. – Тернопіль: Карт-бланш, 2002. – 278 с.
2. Адамик Б., Тиркало Р. Передавальний механізм монетарної політики та його значення для ефективності діяльності НБУ // Вісник НБУ. – 1999. – № 7. – С. 6-11.
3. Андрушків Т. Банки як суб'єкти фінансових ринків України: роль і перспективи // Банківська справа. – 1998. – № 2.
4. Барановський О. Банківська система України: сьогодні і завтра // Дзеркало тижня. – 2003. – № 14. – С.12-13.
5. Білан О.М. Дослідження ефекту ліквідності на міжбанківському ринку України // Матеріали науково-практичної конференції “Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування”. – Київ: НБУ, 2002. – С. 139 -146.
6. Бобраков Ю.И. США: центральный банк и экономика. – М.: Наука, 1992.
7. Болгарін І., Махадева Л., Штерн Г. Деякі методологічні аспекти побудови та використання моделі механізму монетарної трансмісії в Україні // Вісник НБУ. – 2000. – № 11. – С. 4-6.
8. Боринець О.Г. Розвиток сучасних грошово-валютних відносин. – К.: Педагогіка, 1997.
9. Брагинский С.В. Монетаризм как экономическая доктрина // Деньги и кредит. – 1992. – № 2.
10. Васюренко О.В. Центральный банк в системе кредитно-финансовых отношений. – Харьков: ХарМос, 1996.
11. Вовчан О.Д. Банківська справа в Україні: стан, проблеми та перспективи розвитку // Фінанси України. – 2003. – № 10. – С.118-126.
12. Волинский Г. Современная банковская система (на примере США) // Бизнес-информ. – 1997. – № 7. – С.53.
13. Гальчинський А.С. Теорія грошей: Навч. посібник. – К.: Основи, 2001.

14. Гальчинський А.С. Стабільність гривні та проблеми її забезпечення // Економіка України. – 2004. – № 2. – С.4-11.
15. Геєць В.М. Економічна динаміка та монетарна політика // Збірник матеріалів наукової конференції "Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування". – К.: НБУ. – 2002.– С. 25-51.
16. Гетьман В.П., Килимник Ю.В. Національний банк у системі влади. – К., 1997. – 36 с.
17. Гребеник Н.І. Особливості інструментів монетарної політики Національного банку України // Збірник матеріалів наукової конференції "Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування". – К.: НБУ. – 2002.– С. 25-51.
18. Грей С., Хоггарт Г. Введение в денежно-кредитные операции. – М.: Центр подгот. персонала Банка России, 1998. – 92 с.
19. Грищенко О. Гроші та грошово-кредитна політика: Навч. посібник. – К.: Основи, 1996. – 180 с.
20. Гроші та кредит: Підруч. для ВНЗ / за ред. Савлука М.І. – К., 2002. – 604 с.
21. Грошово-кредитна та банківська статистика // Бюлетень Національного банку України. – 2003. – № 12. – С. 64-145.
22. Грошово-кредитна та банківська статистика // Бюлетень Національного банку України. – 2004. – № 5. – С. 60-156.
23. Дзюблюк О.В. Організація грошово-кредитних відносин суспільства в умовах ринкового реформування економіки. – К.: Полігр. кн., 2000. – 512 с.
24. Долан Э. Дж., Кемпбелл Р. Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика: Пер с англ. / Под ред. В.В.Лукашевича, М.П. Ярцева. – СПб, 1994.
25. Домрачев В.М. Моделі формування монетарної політики. – К.: Вид-во Європ. ун-ту, 2004. – 235 с.
26. Домрачев В.М., Андрійчук В.М., Горбачук В.М. Аналіз монетарної

політики в Україні на базі лінійних моделей // Збірник матеріалів наукової конференції "Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування". – К.: НБУ. – 2002. – 269 с.

27. Дорофєєва Н., Цокол А. Таргетування інфляції у відкритій перехідній економіці // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 11.- С. 9-12.
28. Дорошенко І. Монетарна політика економічного зростання у перехідній економіці. – К.: КНУ ім.. Т.Шевченка, 2001. – 237 с.
29. Дробышевский С.В. Анализ внутренних аспектов денежно-кредитной политики в России в 1992-2001 гг. // Российская экономика: тенденции и перспективы. – М.: ИЭПП, 2001.
30. Жданов В.І. Особливості застосування традиційних теоретичних підходів до визначення рівня відсоткових ставок в Україні // Зб. наук. праць Української академії банківської справи. – Т.7 – С. 112-118.
31. Зіденберг А., Мьоллерс Ф. Взаємодія між грошовою політикою та політикою реформ в Україні // Україна на роздоріжжі: уроки з міжнародного досвіду економічних реформ. – К.: Фенікс, 1998. – С. 54–80.
32. Інструкція про порядок регулювання діяльності банків в Україні, затверджена постановою Правління Національного банку України від 28 серпня 2001 р. № 368 // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. – 2001. – № 10. – С.3-35.
33. Казимагомедов А.А., Ильясов С.М. Организация денежно-кредитного регулирования. – М.: Финансы и статистика, 2001.
34. Квартальні передбачення економіки України /січень 2003р. – Міжнародний центр перспективних досліджень.
35. Кейнс Дж.М. Трактат про грошову реформу. Загальна теорія зайнятості, процента та грошей: Реферат-дайджест. – К.: Асоціація українських банків, 1999. – 189 с.
36. Комплексна програма розвитку банківської системи України на 2003-

- 2005 роки. – К.: Національний банк України, 2003. – 25 с.
37. Кораблін С. Боргова стабільність гривні // Дзеркало тижня. – 2001. – № 46. – С. 1-8.
38. Костіна Н.І. Гроші та грошова політика. – К.: НІОС, 2001. – 224 с.
39. Костіна Н.І., Сучок С.В. Моделювання діяльності Національного банку України методом імовірно-автоматного моделювання // Матеріали науково-практичної конференції „Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування”. – Київ:НБУ. – 2002. – С. 134 -139.
40. Костюк О.В. Проблеми та перспективи розвитку ринку міжбанківського кредиту України // Вісник Української академії банківської справи. – 2002. – № 2(13). – С.56-60.
41. Костюк О.В. Трансформаційні процеси у монетарній політиці центральних банків країн із перехідною економікою //Вісник Української академії банківської справи. – 2003. – № 1. – С.20-24.
42. Костюк О.В. Моделювання поведінки ставок грошового ринку у форматі існуючої операційної структури монетарної політики НБУ // Вісник Української академії банківської справи. – 2004. – № 1 (16). – С.55-62.
43. Кредитна система України і банківські технології: Навчальний посібник: у 3-х кн.. / В.С. Стельмах, А.В. Шаповалов, В.Л.Кротюк та ін.; За заг. ред.. д.е.н., проф. І.В. Сала. – Львів: ЛБІ НБУ, 2002.
44. Кураков Л.П., Тимирясов В.Г., Кураков В.Л. Современные банковские системы. – М.: Гелиос АРВ, 2000.
45. Кричевська Т.О. Довіра до монетарної політики: теорія та використання європейського досвіду // Фінансово-банківська система України у європейському вимірі: Зб. ст. – К.: Вид. дім “Козаки”, 2003. – С. 112-115.
46. Кричевська Т.О. Принципи і фактори формування середньострокової грошово-кредитної стратегії в Україні // Актуальные проблемы и перспективы развития экономики Украины. – Алушта: Таврійський національний університет ім. В. Вернадського, Суспільна організація «Ліга молодих економістів». – Сімферополь, 2003. – 150 с. – С. 5-56.

47. Кричевська Т.О., Лагутін В.Д. Аналіз монетарних стратегій країн Східної та Центральної Європи у контексті стратегічного вибору України // Банківська система в умовах трансформації фінансового ринку України: Зб. наук. праць / За матеріалами Всеукраїнської науково-практичної конференції 21–23 травня 2003 р.. – К.: КНТЕУ, 2003. – С. 15–19.
48. Лагутін В.Д., Кричевська Т.О. Вибір стратегії монетарної політики // Фінанси України. – 2002. – № 3. – С.3-16.
49. Лакшина О.А. Банковские резервы как условие эффективного функционирования кредитной системы // Деньги и кредит. – 1994. – № 7. – С. 53 -59.
50. Лук'яненко І.Г. Теоретичні та практичні аспекти координації монетарної та фіскальної політики в Україні // Збірник матеріалів наукової конференції “Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування”. – К.: НБУ. – 2002.
51. Лютий І.О. Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки: Монографія. – К.: Атіка, 1999. – 240 с.
52. Матеріали круглого столу “Проблеми вибору та визначення оптимальної моделі монетарного устрою в Україні”. – К.: НБУ. – 2003.
53. Міщенко В.І., Кротюк В.Л. Центральні банки: організаційно-правові засади. – К.: Т-во ”Знання”, 2004. – 372с.
54. Міщенко В.І. Організаційно-правові основи діяльності центральних банків. – Суми: Видавництво “Слобожанщина”, 2002. –130 с.
55. Мишкін Ф. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків: Пер. з англ. – К.: Основи., 1998.
56. Намозов О. Информационная асимметрия и монетарная политика в переходной экономике // Материалы НИИ ФЦ, Узбекистан
57. Науменкова С.В. Проблемы сбалансированности денежного рынка Украины. – К.: Наукова думка, 1997.
58. Науменкова С.В. Особенности влияния монетарных трансмиссионных

механизмов на обеспечение воспроизводственных процессов в экономике // Вісник Української академії банківської справи. – 2002. – № 1(12).

59. Національний банк і грошово-кредитна політика: Підручник. / За ред. А.М. Мороза. – К.: КНЕУ, 1999. – 368 с.
60. Національний банк України: Річний звіт. 2004 рік. – К.: НБУ, 2005. – 191 с.
61. Обухов Н. П. Кредитный рынок и денежная политика // Финансы. –1995. – № 2. –С. 21-22.
62. Основні засади грошово-кредитної політики на 2004 рік // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 11. – С. 4-8.
63. Основні показники діяльності банків України на 1 лютого 2004 року // Вісник НБУ. – 2004. – № 3. – С. 67.
64. Остапчук Я.М. Теоретичні засади ринку грошей. – Фінанси України. – 2000. – № 2. – С.104
65. Патрикац Л., Компанієць С. Проблеми вибору та визначення оптимальної моделі монетарного устрою в Україні // Вісник Національного банку України. – 2003. - № 7. – С. 2-7.
66. Петрик О., Половнєв Ю. Проблема вибору цільового показника монетарної політики Національного банку України // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 7. – С. 8-14.
67. Поляков В.П., Московкина Л.А. Структура и функции центральных банков. Зарубежный опыт: Учебное пособие. – М.:ИНФРА-М, 1996. –192 с.
68. Постанова Правління Національного банку України “Про затвердження Положення про порядок визначення та формування обов’язкових резервів для банків України” від 21.04.2004 № 172.
69. Постанова Правління Національного банку України “Про затвердження Положення про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними

операціями банків” від 06.07.2000 № 279.

70. Постанова Правління Національного банку України “Про затвердження Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків шляхом рефінансування, депозитних та інших операцій” від 24.12.2003 № 584.
71. Закон України “Про Національний банк України” від 20.05.99 № 2679-XIV
72. Сало І. Роль економічних теорій грошей, інвестицій і накопичення у стабілізації та розвитку економіки // Вісник НБУ.- 1996.- № 2.- С. 60-63.
73. Симонов В. В. Кредитная система и государственное регулирование // Деньги и кредит. –1992. – № 4. – С. 68-77.
74. Стельмах В.С., Єпіфанов А.О., Гребеник Н.І., Міщенко В.І. Грошово-кредитна політика в Україні / За ред В.І. Міщенка. – 2-ге вид. перероб. і доп. – К.: Т-во "Знання", КОО, 2003. – 421 с.
75. Телеграма НБУ № 14-011/3585-8814 від 28.11.2003
76. Тенденції української економіки, грудень 2002р./ Українсько-європейський консультативний центр (UEPLAC).
77. Терещенко О. Регуляторні можливості центрального банку в оздоровленні фінансів реального сектору економіки // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 1. – С. 4-8.
78. Федулова Л.І. Менеджмент банку та конкурентоспроможність // Формування ринкових відносин в Україні. – 2003. – № 5. – С. 48-50.
79. Фінансовий стан банків України за станом на 01.01.2004 р. // http://www.bank.gov.ua/Bank_supervision/finance_b/01.01.2004.pdf.
80. Формування вартості кредитів у країнах з перехідною економікою та вплив на неї облікової ставки: Інформаційно-аналітичні матеріали / За редакцією к.е.н. О.І. Кіреєва і к.е.н. М.М. Шаповалової – Київ: Центр наукових досліджень НБУ, 2004. – 84 с.
81. Чекмаева Е. Н. Межбанковский кредитный рынок и его регулирование // Деньги и кредит. –1994. –№ 5-6. –С. 68 - 71.

82. Хоггарт Г. Введение в денежно-кредитную политику // Справочники о деятельности центральных банков; № 1. – Лондон: Банк Англии: Центр по изучению деятельности центральных банков, 1996. – 29 с.
83. Циганов С.А. Банківська система України в умовах становлення ринкових відносин: питання теорії і практики: Монографія. – К.: Товариство “Знання” України, 1999. – 2000с.
84. Циганов С.А. Шляхи підвищення ефективності грошово-кредитного регулювання економіки // Фінанси України. – 2000. – № 1. – С.11-19.
85. Циганов С.А.. Монетарна політика та її вплив на макроекономічну стабільність в Україні // Вісник УАБС. – 1998. – №5
86. Чуйко О.В., Костюк О.М. Монетарна політика та ефективність фондових ринків країн з перехідною економікою // Матеріали науково-практичної конференції “Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування” – Київ, НБУ. – 2002.
87. Шевчук В. Вплив монетарної політики на промислове виробництво, інфляцію та реальний обмінний курс в Україні у 1994-2000 роках // Вісник НБУ. – 2001. – № 1. – С. 12-15.
88. Шенаев В.Н., Наумченко О.В. Центральный банк в процессе экономического регулирования. Зарубежный опыт и возможности его использования в России / Серия «Международный банковский бизнес». – М.: Изд-во АО «Консалтбанкир», 1994. – 112 с.
89. Шпиг Ф.І., Костюк О.В. Управління ліквідністю грошового ринку у розвинутих країнах // Актуальні проблеми економіки. – 2003. – № 1 (19). – С.33-37.
90. Шустров А.А. Реформа обязательных резервных требований в США и ее последствия // Деньги и кредит. – 1999. – № 4. – С.67-70.
91. Юхименко П.І. Проблеми монетизації економіки України // Фінанси України. – 2004. – № 7. – С. 11-19.
92. Ющенко В.А., Лисицький В.І. Гроші: розвиток попиту та пропозиції в Україні. - К.: Скарби, 1998.

93. Яременко О.Л. Особливості монетарних процесів в Україні у 2001-2003 роках // Вісник УАБС. – 2004. – №1(16)
94. A Stability-Oriented Monetary Policy Strategy for the ESCB. – ECB: Press release, 2000.
95. Adam K., Billi R. Optimal monetary policy under discretion with a zero bound on nominal interest rates // European Central Bank: Working paper series. – 2004. – № 380. – 43 p.
96. Angeloni, I., V. Caspar and Oreste Tristani. The Monetary Policy Strategy of the ECB. – Macmillan, 1999.
97. Alberto Cabrero, Jose Luis Escriva. Monetary policy execution in Spain: key features and assessment. // Conference papers “Implementation and tactics of monetary policy”. – Vol.3. – BIS, Basle. – 1997.
98. Aspetsberger, A. Open Market Operations in EU Countries // EMI Staff Papers. – № 3.. – 1996.
99. Ball, L. Open Market Operations in Europe. European // Economic Review. – 2001. – № 49. – P. 780-798.
100. Bank of England: The transmission mechanism of monetary policy. – The Monetary Policy Committee, Report , 2000.
101. Barro, Robert J., Gordon, David B.A. Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model // Journal of Political Economy. – 1983. – P.589-610.
102. Batini, N. Repo's procedures by FRS // BIS, Policy Papers. – №3. – August 2001.
103. Bekaert G., Harvey C., and Lundblad C. Equity Market Liberalization in Emerging Markets // Finance and Real Economic Activity. Proceedings of the Twenty-Seventh Annual Economic Policy Conference of the Federal Reserve Bank of St. Louis. – Vol. 85. – № 4. – P. 53-74.
104. Bernanke, Ben S. Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission // Journal of Economic Perspectives. – 1995. – № 4.
105. Bernanke, Ben S., and Alan S. Blinder. The federal funds rate and the channels of monetary transmission // The American Economic Review. –

1992. – № 4. – P. 901-921
106. Branson W. Monetarist and Keynesian Models of the Transmission of Inflation // *The American Economic Review*. – 1975. – № 65. – P.115-119.
107. Borio, Claudio E.V. The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: a survey // *BIS Economic Paper*. – 1999. – № 47.
108. Caspar V., K. Masuch, H. Pill. The ECB's Monetary Policy Strategy: Responding to the Challenges of the Early Years of EMU // Conference "The Functioning of EMU: the Challenge of the Early Years". – Directorate General Economic and Financial Affairs of the European Commission. – 2001.
109. Cecchetti S. Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism . – *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. –1995. – P. 83-97.
110. Cecchetti S. Legal Structure, Financial Structure and Monetary policy transmission. – *Deutsche Bundesbank (ed.), The Monetary Transmission Process*, Palgrave, 2001.
111. Cecchetti, S. Open Market Instruments in Europe. – *Federal Reserve Bank of St.Louis Review*, 2002.
112. Comparing monetary policy operating procedures across the United States, Japan and euro area // *BIS Economic Paper*. – 2001. – №9.
113. Clarida, R., J. Gali and M.Gertler. The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective // *Journal of Economic Literature*. – 1999. – №37(4).
114. Clarida, R. Measuring Money Market Liquidity. – *Federal Reserve Bank of Kansas City*, 1999.
115. Cook, Timothy Q., LaRoche, Robert K. Instruments of the Money Market. – *Federal Reserve Bank of Richmond*, 1993.
116. Council Regulation (EC) (Постанова Ради Європи) №2531/98 від 23 листопада 1998р.
117. Cukierman, A. Money Market Instruments in the USA // *Economic Studies Issue*. – 2002. – № 3.
118. Davies, Haydn. Averaging in a Framework of Zero Reserve Requirements:

- Implication for the Operation of Monetary Policy. – Bank of England, 1998.
119. Davis, D. and C. Holt. *Experimental Economics*. – Princeton University Press., 1993.
120. DeBondt, G.J. *Financial Structure and Monetary Transmission in Europe*. – Cheltenham: Edward Elgar, 2000.
121. Ehrhart, K.M. *Repo Auctions: Experimental Investigation of the Fixed Rate Tender*. – Working Paper University of Karlsruhe, 2000.
122. Escriva, J-L and G. Pagan. *Empirical Assessment of Monetary Policy Instruments and Procedures in EU Countries*. – EMI Staff Papers, 2000.
123. Fuhrer, Jeffrey C. *Inflation-Output Variance Trade-Offs and Optimal Monetary Policy* // *Journal of Money and Credit*. – 2001. – № 29. – P. 214-234.
124. Favero C.A., Giavazzi F., Flabbi, L. *The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Europe: Evidence from Bank's Balance Sheets* // NBER working paper. – 1999. – № 7231.
125. Furfine, Craig. *Interbank Payments and Daily Federal Funds Rate*. – Board of Governors of the Federal Reserve System, 1998.
126. Furfine, C. *Interbank Markets in Emerging Economies* // *Federal Reserve Bank of St.Louis Review*. – November/December, 2002.
127. Gertler, M. *The role of credit market imperfections in the monetary transmission mechanism: arguments and evidences* // *Scandinavian Journal of Economics*. – 1993. – № 1. – P. 43-64.
128. Goodhart, Charles A. E. *Central Bankers and Uncertainty* // *Bank of England Quarterly Bulletin*. – 1999. – № 2. – P. 102-114.
129. Hamilton, James, 1996, *The Daily Market for Federal Funds* // *Journal of Political Economy*. – 1996. – № 104(1) – P. 26-56.
130. Hartmann, P., M. Manna and A. Manzanares. *The Microstructure of the Euro Money Market*. – European Central Bank, 2001.
131. Hey, J., 1991, *Experiments in Economics*. – Oxford: Basil Blackwell, 1991.
132. Heller, D., Y. Lengwiler. *The Auctions of Swiss Government Bonds: Should*

- the Treasury Price Discriminate or Not? // Discussion Paper in Finance and Economics (Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.)). – 1998. – № 11.
133. Hubbard, R. G. Is There a "Credit Channel" for Monetary Policy?. – Federal Reserve Bank of St. Louis, 2000.
134. Implications of repo markets for central banks. – BIS, CGFS, Basle. – 1999.
135. Issing, Otmar, Vitor Caspar, Ignazio Angeloni and Oreste Tristani. Monetary Policy in the Euro Area: Strategy and Decision-Making at the European Central Bank. – Cambridge: Cambridge University Press. – 2001.
136. Jozef Van't Dack. Implementing monetary policy in emerging markets economies: an overview of issues // BIS, Policy Papers. – 1999. – № 5.
137. Kamin, S, Turner, P. The transmission mechanism of monetary policy in emerging market economies: an overview // BIS Policy paper. – 1998. – № 3. – P. 5-65.
138. Kashyap, A.K., Stein, J.C. Monetary policy and credit conditions: evidence from the composition of external finance // American Economic Review. – 1993. – № 1. – P. 78-98.
139. Kashyap, A. K., and J. C. Stein. Monetary Policy and Bank Lending. // Quarterly Journal of Economics. – 1995.
140. King R., Levin R. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right // Quarterly Journal of Economics. – 1993.
141. King, M. Money markets operations in the USA // BIS, Policy Papers. – 2001. – № 2.
142. Kagel, J. and A. Roth. Handbook of Experimental Economics. – Princeton: Princeton University Press, 1995.
143. Krueger, J., K. Kuttner. The Fed Funds Futures Rate as a Predictor of Federal Reserve Policy // Journal of Futures Markets. – 1996. – № 16 (8). – P.865-879.
144. Leland, H. E., D. H. Pyle. Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation // Journal of Finance. – 1977. – № 32. – P. 371–387.

145. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny. Legal Determinants of External Finance // *Journal of Finance*. – 1997. – № 52. – P.1131-1150.
146. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny. Law and Finance // *Journal of Political Economy*. – 1998. – № 92. – P. 40-58.
147. Manna, M., H. Pill, G. Quiros. The Eurosystem's Operational Framework in the context of the ECB's Monetary Policy Strategy. – European Central Bank, 2001.
148. Masson, P. Money Markets in Emerging Countries // *Economic Studies Issue*. – 2000. – № 5.
149. McCallum, B.T. Issues in the Design of Monetary Policy Rules // *Handbook of Macroeconomics*. – vol. I, chapter 23. – Amsterdam: North-Holland, 1999.
150. McCallum, B.T. Analysis of the Monetary Transmission Mechanism, in Deutsche Bundesbank (ed.) // *The Monetary Transmission Process*. – Palgrave, 2001.
151. Mishkin, F.S. The Channels of Monetary Transmission: lessons for the monetary policy // *NBER Working Paper*. – 1996. – № 2054.
152. Nessen, M. Money Market Structures in Europe. Sveriges Riksbank // *Working Paper Series*. – 2001. – № 102.
153. Nautz, D. Optimal Bidding in Multi-Unit Auctions with many Bidders // *Economics Letters*. – 1995. – № 48. – P. 301-306.
154. Nautz, D. How Auctions Reveal Information: A Case Study on German REPO Rates // *Journal of Money, credit, and Banking*. – 1997. – № 29. – P. 17-25.
155. Perez-Quiros, G., Hugo Rodriguez Mendizabal. The daily market for Funds in Europe: Has Something Changed with the EMU? // *ECB Working Paper*. – 2001. – № 67.
156. Poole, W., R. Rasche. Perfecting the Markets Knowledge of Monetary Policy // *Journal of Financial Services Research*. – 2001. – № 18. – P. 255-298.
157. Santillan, J; M. Bayle, C. Thygesen. The impact of the euro on money and

- bond markets. – ECB Occasional Paper Series, July 2000.
158. Siegel, S.S. *Nonparametric Statistics for Behavioral Sciences*. – New York: Wiley, 1956.
159. Soderlind, P., L.E.O. Svensson. *New Techniques to Extract Market Expectations from Financial Instruments // Journal of Monetary Economics*. – 1997. – №40(2). – P. 383-429.
160. Szakály, Dániel and Tóth, Henrik. *Repo Markets, Experiences and Opportunities in Hungary // NBH Occasional Paper*. – 2000. – № 17.
161. *Switch to Variable Tenders, in: Main Refinancing Operations: Some Technical Details*. – ECB Press Release, 2000.
162. Taylor, John B. *Discretion versus Policy Rules in Practice // Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*. – 1999. – № 39. – P.195-214.
163. *The monetary policy of the ECB 2004*. – Frankfurt am Main: ECB, 2004. – 167 p.
164. Tuomas Välimäki. *Bidding in fixed rate tenders: theory and experience with the ECB tenders*. – ISBN 951-686-763-4 (print), 2002. – 45p.
165. Tuomas Välimäki. *Variable rate liquidity tenders*. – ISBN 952-462-011-1, (print), 2002. – 45p.
166. *The Two Pillars of the ECB Monetary Policy Strategy // ECB Monthly Bulletin*. – November, 2000.
167. *The Single Monetary Policy in Stage Three: General Documentation on the Eurosystem monetary policy instruments and procedures*. – European Monetary Institute (EMI), November 2000
168. *The Single Monetary Policy in Stage Three: Specification of the operational framework*. – European Monetary Institute (EMI), January 1997.
169. *The Single Monetary Policy in Stage Three: General Documentation on the Eurosystem monetary policy instruments and procedures* – European Monetary Institute (EMI), November 1997.
170. Ulrike Neyer. *Asymmetric Information and the Transmission Mechanism of Monetary Policy*. – BIS, Basle . – 2002.

171. Verbeek, M. A Guide to Modern Econometrics. – Wiley, 2000. – 400 p.
172. Vestin, D. Money Market Instruments in Germany // Journal of Money, Credit and Banking. – 2001. – № 32.
173. Xie Duo. Analysis of development of China's Money market // Bank of China special report. – 2001. – P. 8-16.
174. Wildasin D. Factor Mobility and Fiscal Policy in the EU: Policy Issues and Analytical Approaches // Economic Policy. – 2000. – № 31. – P. 337-378.
175. Woodford, Michael. Monetary Policy in a World without Money // International Finance. – 2001. – Vol. 3 (2). – P. 229-260.



© КОСТЮК О. В.