

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ

ЛАНОВИЙ ВОЛОДИМИР ВОЛОДИМИРОВИЧ

УДК 336.713:[336.77+336.74](043.3)

**ДІЯЛЬНІСТЬ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ НА
ВІДКРИТОМУ РИНКУ ЯК ІНСТРУМЕНТ
ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Автореферат дисертації
на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Суми – 2016

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана в Українській академії банківської справи.

Науковий керівник – доктор економічних наук, доцент *Савченко Тарас Григорович*, Українська академія банківської справи, декан обліково-фінансового факультету.

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор *Береславська Олена Іванівна*, Національний університет Державної податкової служби України, завідувач кафедри банківської справи та фінансового моніторингу;

кандидат економічних наук *Бублик Євген Олександрович*, Державна установа «Інститут економіки та прогнозування НАН України», старший науковий співробітник відділу грошово-кредитних відносин.

Захист дисертації відбудеться 25 березня 2016 р. о 14 год. на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 55.081.01 Української академії банківської справи за адресою: 40000, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57, зала засідань вченої ради.

З дисертацією можна ознайомитись у бібліотеці Української академії банківської справи за адресою: 40000, м. Суми, вул. Покровська, 9/1.

Автореферат розісланий 24 лютого 2016 р.

В. о. вченого секретаря
спеціалізованої вченої ради,
доктор економічних наук, професор

Ф. О. Журавка

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми дослідження. У Національному банку України (далі – НБУ) протягом останніх років відбуваються істотні структурно-організаційні та функціональні зміни, спрямовані на концептуальне реформування монетарного регулювання в ході впровадження режиму інфляційного таргетування. У зв'язку з цим оновлюється інструментарій монетарної політики НБУ, основою якого мають стати операції відкритого ринку (далі – ОВР). Про пріоритетність таких операцій свідчить досвід їх застосування центральними банками економічно розвинутих країн світу. Діяльність центрального банку на відкритому ринку на відміну від інших інструментів грошово-кредитної політики (далі – ГКП) реалізовується виключно на ринкових принципах. Так, ОВР ініціюються центральним банком після оцінки ситуації на грошовому ринку та прийняття рішення про втручання у ринкові процеси непрямым (неадміністративним) способом, використовуючи лише ринкові механізми та виступаючи перед комерційним банком рівноправним контрагентом, при цьому ставлячи за мету регулювання показників банківської системи (процентних ставок, ліквідності тощо). У процесі розробки спеціальних механізмів використання ОВР центральні банки керуються визначеними операційними цілями ГКП, які спрямовані на досягнення проміжних орієнтирів, що, у свою чергу, розробляються з метою забезпечення цільових значень інфляції. Розробка НБУ комплексної моделі монетарного регулювання на основі ОВР, яка б враховувала взаємозв'язок між цільовою функцією центрального банку та механізмами його діяльності на відкритому ринку, а також ґрунтувалася б на найкращих зарубіжних практиках здійснення ОВР на сьогодні є ключовою складовою успішного переходу центрального банку України до якісно нового рівня реалізації ГКП.

Діяльність центральних банків на відкритому ринку досліджували такі зарубіжні науковці, співробітники центральних банків та міжнародних організацій: У. Біндсейл (U. Bindseil), М. Вудфорд (M. Woodford), С. Грей (S. Gray), М. Деверо (M. Devereux), К. Найборг (K. Nyborg), Н. Талбот (N. Talbot), С. Фулвілер (S. Fullwiler), А. Шайу (A. Chailloux), А. Шехтер (A. Schaechter). Серед вітчизняних науковців окремі аспекти даної проблематики вивчали, зокрема, Б. П. Адамик, О. І. Береславська, Є. О. Бублик, С. М. Козьменко, М. І. Макаренко, В. І. Міщенко, М. Ф. Пуховкіна, Т. Г. Савченко, А. В. Сомик та інші.

Разом з тим, узагальнюючи результати наукових досліджень у цьому напрямі, можемо констатувати, що подальшого вивчення потребують теоретичні та прикладні питання щодо уточнення сутності та класифікації ОВР; структурування основних цілей та принципів діяльності центрального банку на відкритому ринку; удосконалення механізмів здійснення ОВР; обґрунтування значення діяльності на відкритому ринку при здійсненні НБУ грошово-кредитного регулювання; оцінки впливу ОВР на грошово-кредитний ринок України; розвитку інструментарію діяльності НБУ на відкритому ринку та підвищення його ефектив-

ності. Таким чином, важливість дослідження вказаної проблематики та недостатній рівень її науково-методичного обґрунтування обумовлює вибір теми та завдань дисертації, а також визначає її актуальність, теоретичну і практичну значущість.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота узгоджується з пріоритетними напрямами наукових досліджень Української академії банківської справи. Зокрема, до звіту за темою «Розвиток механізму функціонування банківської системи України під впливом іноземного капіталу» (номер державної реєстрації 0107U0123112) увійшли висновки дисертанта щодо запровадження єдиного порядку вартісної оцінки фондових активів на базі принципів встановлення справедливої ціни та використання стандартизованих генеральних договорів при укладенні угод на фондовому ринку; за темою «Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні» (номер держ. реєстрації 0102U006965) – щодо механізмів та процедур, які використовуються під час здійснення зворотних операцій центральними банками економічно розвинутих країн світу з метою регулювання грошового ринку.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є розвиток теоретичних положень, науково-методичних підходів та практичних рекомендацій щодо діяльності НБУ на відкритому ринку в контексті реалізації грошово-кредитної політики.

Поставлена мета зумовила необхідність вирішення таких завдань:

- визначити сутність ОВР та систематизувати ознаки їх класифікації;
- сформулювати основні принципи діяльності центральних банків на відкритому ринку на основі узагальнення міжнародного досвіду здійснення ОВР;
- дослідити взаємозв'язок між цілями ГКП та специфікою діяльності центрального банку на відкритому ринку;
- проаналізувати сучасні тенденції діяльності НБУ на відкритому ринку та визначити місце ОВР в його операційному інструментарії;
- обґрунтувати напрями впливу ОВР на основні макроекономічні змінні та оцінити рівень цього впливу на стан банківської системи України;
- розробити комплексну модель реалізації ГКП НБУ на основі ОВР;
- обґрунтувати напрями удосконалення механізмів та процедур проведення ОВР.

Об'єктом дослідження є економічні відносини, що виникають у процесі діяльності центральних банків на відкритому ринку при здійсненні монетарної політики.

Предметом дослідження є теоретичні засади та науково-методичне забезпечення діяльності НБУ на відкритому ринку як інструменту ГКП.

Методи дослідження. Методологічну основу дисертаційної роботи становлять фундаментальні положення економічної теорії, сучасні концепції управління банківською системою та організації грошово-кредитних ринків, а також наукові праці, присвячені проблемам формування та реалізації ГКП.

У процесі дослідження використовувалися методи логічного узагальнення та наукової абстракції – при систематизації теоретичних основ здійснення центрального банком ОВР та уточненні категоріального апарату; порівняльного аналізу – при дослідженні механізмів здійснення ОВР; індукції та дедукції – при встановленні причинно-наслідкових зв'язків та напрямів впливу ОВР на основні макроекономічні змінні; статистичного аналізу – при дослідженні діяльності НБУ на відкритому ринку та визначенні місця ОВР в операційному інструментарії НБУ; кореляційно-регресійного аналізу – при оцінюванні впливу ОВР на показники, що характеризують стан банківської системи, динаміку грошової маси; головних компонент – при експертному коригуванні факторів рівняння загальної цінової динаміки; векторних авторегресій – при визначенні чинників інфляції товарів та послуг, які реалізуються на конкурентних ринках; параметричного дослідження – при побудові кривої безкупонної дохідності; системно-структурного аналізу – при обґрунтуванні пропозицій щодо вдосконалення організаційних засад діяльності НБУ на відкритому ринку. Економіко-математичне моделювання проведено за допомогою економетричних пакетів Statistica 10 та EViews 7.

Інформаційно-фактологічною базою дослідження є законодавчі та нормативно-правові акти, що регламентують діяльність центрального банку та інших суб'єктів грошового ринку, офіційні дані Кабінету Міністрів України, НБУ, Державної служби статистики України, Європейського центрального банку, Світового банку, Міжнародного валютного фонду, аналітичні матеріали центральних банків різних країн світу та міжнародних організацій, наукові публікації та монографічні дослідження вітчизняних та зарубіжних авторів, присвячені проблемам розробки та реалізації ГКП в аспекті діяльності центрального банку на відкритому ринку.

Наукова новизна результатів дослідження полягає в розвитку теоретичних положень, науково-методичних підходів та практичних рекомендацій щодо діяльності центральних банків на відкритому ринку у контексті реалізації ГКП.

Найбільш вагомими науковими результатами дослідження є такі:

вперше:

- запропоновано науково-методичний підхід (у межах комплексної моделі розвитку ГКП НБУ) до формування оптимального інструментарію ГКП НБУ, який передбачає використання ОВР як ключового інструменту монетарного регулювання та реалізується шляхом: визначення іманентних характеристик ключових видів діяльності центрального банку на відкритому ринку; обґрунтування основних факторів впливу на інфляцію; з'ясування взаємозв'язку між операційними (проміжними) цілями монетарної політики та інструментарієм їх досягнення; детермінації та формалізації процедур реалізації спеціальних механізмів ОВР. На основі врахування зазначених аспектів діяльності центрального банку на відкритому ринку, які розглянуті у їх взаємозв'язку в межах цілісної моделі розвитку ГКП НБУ, обґрунтовано напрями удосконалення існуючих та способи запровадження нових механізмів здійснення НБУ ОВР, а також визначено організаційно-методичні умови підвищення ефективності їх проведення;

удосконалено:

- методичний інструментарій оцінки впливу засобів ГКП НБУ на основні процентні ставки грошово-кредитного ринку України шляхом побудови відповідних кореляційно-регресійних моделей. Результати розрахунків засвідчили про відсутність міцного і стабільного взаємозв'язку між більшістю ринкових операцій НБУ та ставками міжбанківського і роздрібного сегментів грошового ринку, що обумовлено недостатньою ефективністю монетарних каналів та інструментів ГКП;

- науково-методичний підхід до обґрунтування ієрархії цілей монетарної політики на основі дослідження взаємозв'язків між цілями та інструментами їх досягнення. Шляхом аналізу компонентів показника загальної цінової динаміки обґрунтовано доцільність використання ОВР як ключового інструменту ГКП в Україні, а також визначено специфічні процедури застосування окремих операцій центральних банків на відкритому ринку, які обумовлюються особливостями їх впливу на операційні та проміжні цілі монетарної політики;

- операційні процедури діяльності НБУ на відкритому ринку шляхом обґрунтування доцільності використання єдиного порядку вартісної оцінки боргових цінних паперів України, який ґрунтується на застосуванні методики Свенсона, а також передбачає вдосконалення механізмів та процедур проведення НБУ зворотних операцій з цінними паперами та впровадження елементів зниження ризикувості здійснення таких операцій;

набули подальшого розвитку:

- теоретичні засади діяльності центрального банку на відкритому ринку на основі розвитку типологізації принципів діяльності центральних банків із виокремленням специфічних принципів діяльності на відкритому ринку. Це дало змогу сформулювати теоретичне підґрунтя для поглиблення розуміння економічної природи діяльності центральних банків на відкритому ринку;

- ознаки класифікації ОВР шляхом їх доповнення такими характеристиками: напрям операції (абсорбування/постачання ліквідності), забезпеченість активами (забезпечена/незабезпечена), валюта, обсяг якої регулюється (національна/іноземна), процедури, які використовуються (тендерна/двостороння основа), об'єкт регулювання (ліквідність банківської системи/окремого банку/міжбанківські процентні ставки). Обґрунтовано недоречність використання таких ознак, як спосіб визначення обсягів операції, спосіб встановлення процентних ставок та особи ініціатора укладення угоди, оскільки вони суперечать принципам діяльності центральних банків на відкритому ринку. Сформований перелік ознак класифікації ОВР дає змогу вдосконалити трактування змісту поняття «операції відкритого ринку»;

- визначення поняття «операції відкритого ринку» як прямих та зворотних операцій з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, які здійснює центральний банк на ринкових принципах у чіткому взаємозв'язку із цільовою функцією монетарної політики з метою забезпечення рівноваги грошового ринку, оптимізації обсягів та структури ліквідності банківської системи, а також

управління короткостроковими процентними ставками міжбанківського кредитного ринку. Такий підхід поглиблює зміст поняття «операції відкритого ринку» на основі врахування ринкової природи цих операцій та уточнення їх економічної сутності шляхом застосування обґрунтованих у роботі принципів та ознак класифікації ОВР, а також дає змогу уточнити перелік операцій центрального банку, які належать до ОВР.

Практичне значення отриманих результатів полягає у впровадженні розроблених методичних рекомендацій у практику монетарного регулювання НБУ та їх використання комерційними банками.

Висновки та рекомендації дисертанта щодо використання механізму рефінансування банків під забезпечення пулу активів були впроваджені у діяльність Національного банку України (довідка від 13.05.2015 № 40-04009/32267) при вдосконаленні інструментів регулювання грошово-кредитного ринку України; методичні підходи до оцінки впливу ОВР на кон'юнктуру грошово-кредитного ринку України – у діяльність Апарату Ради НБУ (довідка від 01.09.2015 № 10-00009/62250) при аналізі ефективності впровадження НБУ монетарної політики; методичні підходи до оцінки цінних паперів за справедливою вартістю – у діяльність ПАТ «Державний експортно-імпортний банк України» (довідка від 06.07.2015 № 012-00/4642) при вдосконаленні оцінки його портфеля цінних паперів.

Одержані дисертантом наукові результати використовуються у навчальному процесі Української академії банківської справи при викладанні дисциплін: «Банківська система», «Діяльність банків на фінансових ринках», «Фінансовий ринок» (акт від 18.06.2015).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є завершеною науковою роботою. Наукові положення, висновки, рекомендації і пропозиції, які розроблені в ході дослідження і виносяться на захист, одержані автором самостійно і відображені в опублікованих працях. Результати, опубліковані дисертантом у співавторстві, використані у дисертаційній роботі лише в межах його особистого внеску.

Апробація результатів дослідження. Основні положення дослідження доповідалися, обговорювалися і отримали схвальну оцінку на міжнародних науково-практичних конференціях, зокрема таких: «Міжнародна банківська конференція: теорія і практика» (м. Суми, 2015, 2012 рр.), «Інституційні засади функціонування економіки в умовах трансформації» (м. Нюрнберг, Німеччина, 2014 р.), «Підприємницька діяльність в Україні: проблеми розвитку та регулювання» (м. Київ, 2014 р.), «Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики» (м. Харків, 2013 р.), «Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків» (м. Черкаси, 2012 р.).

Публікації. Основні положення та висновки дисертації опубліковано у 13 наукових працях загальним обсягом 6,29 друк. арк., з яких особисто автору належить 5,49 друк. арк., у тому числі: підрозділ у колективній монографії, 6 статей у

наукових фахових виданнях України (з них 2 – у виданнях, що уключені до міжнародних наукометричних баз); 1 стаття у зарубіжному науковому виданні; 5 публікацій у збірниках тез доповідей конференцій.

Структура і зміст роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Повний обсяг дисертації становить 241 сторінку друкованого тексту, що включає 177 сторінок основного тексту, 19 таблиць, 30 рисунків, 24 додатки, список використаних джерел зі 167 найменувань.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У першому розділі «**Теоретичні основи діяльності центрального банку на відкритому ринку**» визначено сутність ОВР та систематизовано ознаки їх класифікації; типологізовано принципи діяльності центральних банків на відкритому ринку; узагальнено міжнародний досвід здійснення ОВР .

У роботі обґрунтовано доцільність класифікації ОВР за такими основними ознаками: умови та предмет угод, строковість, склад контрагентів, напрям операції, забезпеченість операції, валюта та обсяг операції, процедура та об'єкт регулювання. На основі такої класифікації уточнено трактування поняття «операції відкритого ринку» шляхом узагальнення міжнародної практики їх проведення та доповнення переліку характеристик цих операцій тими, що дають змогу встановити зв'язок між ключовими ознаками класифікації ОВР та інструментами їх реалізації. Новизна такого підходу також полягає у визначенні переліку інструментів здійснення ОВР на основі економічної сутності цих операцій, що у свою чергу обумовлюється базовими та специфічними принципами діяльності центробанків на відкритому ринку. У більшості інших досліджень автори беруть за основу нормативно визначений перелік ОВР і намагаються пояснити їх економічний зміст.

Застосування вказаного вище підходу дає підстави для уточнення переліку ОВР, до яких віднесено: 1) прямі операції з цінними паперами (outright transactions) – їх купівля або продаж; 2) зворотні операції з цінними паперами (reverse transactions) – операції прямого/зворотного репо, рефінансування банків під заставу цінних паперів або кредитування цінними паперами; 3) операції валютного свопу (FX swap transactions); 4) випуск власних боргових зобов'язань; 5) розміщення депозитів комерційними банками у центральному банку. Треба зауважити, що щоденні зворотні операції з цінними паперами, операції валютного свопу, випуску власних боргових зобов'язань центрального банку та розміщення комерційними банками депозитів у ньому терміном овернайт, відповідно до їх економічного змісту, необхідно відносити до механізмів постійної дії (standing facilities), що формують «коридор» для міжбанківських процентних ставок за умови функціонування режиму інфляційного таргетування та діють за принципом «дисконтного вікна».

У роботі визначено базові принципи діяльності центральних банків на відкритому ринку: тотожності (еквівалентності), досягнення фінансової стабільності, зворотності операцій, відкритості (транспарентності), своєчасності (вчасності, актуальності), довірчого партнерства, позитивізму. У роботі також виокремлено специфічні для діяльності центрального банку на відкритому ринку принципи, які доповнюють вищезазначений їх перелік. Це, зокрема, пріоритетність ринкового впливу, ефективність застосування ОВР, поліпшення (оптимізація) структури грошово-кредитних ринків та ринків цінних паперів, недискримінації. Порушення вищеперелічених принципів може спричиняти певні дисторсії грошово-кредитної системи, значно знижувати ефективність інструментів ГКП та порушувати трансмісійний механізм монетарної політики.

Діяльність центральних банків на відкритому ринку має спрямовуватися на досягнення певної системи цілей. Встановлено, що цілі монетарної політики центральних банків тісно пов'язані з властивими їм операційними інструментами. З практичної точки зору ключовими завданнями діяльності центрального банку на відкритому ринку є досягнення індикаторів операційних цілей його діяльності, які встановлюються з огляду на проміжні орієнтири. У роботі досліджено критерії, виходячи з яких визначаються проміжні та операційні цілі. Критерій «передбачуваність впливу проміжної цілі на головну та операційної – на проміжну» є вирішальним, оскільки у випадку, коли монетарний орган здатний однаково точно та швидко визначити рівень процентних ставок за міжбанківськими кредитами та величину грошових агрегатів при умові, що обидві цілі можуть однаково легко регулюватися ним за допомогою наявного інструментарію, його вибір повинен бути зроблений на користь цілі, яка є більш передбачуваною щодо її впливу на проміжну ціль. Забезпечення виконання останньої групи цілей є передумовою досягнення основної цілі ГКП – цінової стабільності.

За результатами дослідження практики використання 15 центральними банками механізмів ОВР (рисунок 1) автором встановлено два основних їх типи: «застава пулу активів» (pool-pledge technique) та «репо з прив'язкою до забезпечення» (repo-earmarking). Обґрунтовано спільні та відмінні риси цих типів операцій. Досліджено спеціальні механізми здійснення зворотних операцій, серед яких виділено два, які найчастіше використовуються у міжнародній практиці, – тендери з фіксованою та зі змінною ставками процентів. Визначено, що вибір механізмів впливає, принаймні, на: 1) ставку, за якою учасники залучають ресурси; 2) ставки трансакцій на міжбанківському ринку в результаті розміщення центральним банком грошових коштів на тендерних торгах.

У другому розділі «**Аналіз розвитку операцій відкритого ринку як інструменту грошово-кредитної політики в Україні**» досліджено сучасні тенденції діяльності НБУ на відкритому ринку та визначено місце ОВР в операційному інструментарії НБУ; обґрунтовано напрями впливу ОВР на основні макроекономічні показники та оцінено силу цього впливу на стан банківської системи України.

1.	Центральні банки Австралії, Бразилії, країн єврозони, Канади, Індії, Швейцарії, Японії, Кореї, Мексики, Англії, США, Сінгапуру, Швеції, Росії та України активно використовують операції репо та інші <i>зворотні операції</i> , як кредитні, так і депозитні, переважно на аукціонній основі*:	<p>Причина: зворотні ОВР здатні швидко амортизувати неочікувані зміни ліквідності ринку, здебільшого мають короткостроковий характер.</p> <p>*Разом зі зворотними операціями, які належать до ОВР, майже всі центральні банки використовують постійно діючі механізми овернайт на щоденній основі.</p> <p>**залежить від інструментів</p>																																																																																				
	<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">Країна</th> <th colspan="4">Частота/термін використання</th> </tr> <tr> <th>Щодня</th> <th>Щотижня</th> <th>Щомісяця</th> <th>За необхідності (нерегулярно)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Австралія</td> <td>від 1 дня до 6 місяців</td> <td>–</td> <td>–</td> <td>–</td> </tr> <tr> <td>Бразилія</td> <td>від 1 до 30 р. д.</td> <td>5 і 7 місяців</td> <td>–</td> <td>–</td> </tr> <tr> <td>Країни єврозони</td> <td>–</td> <td>1 тиждень</td> <td>3 місяці</td> <td>різний**</td> </tr> <tr> <td>Канада</td> <td>–</td> <td>–</td> <td>–</td> <td>овернайт</td> </tr> <tr> <td>Індія</td> <td>овернайт</td> <td>–</td> <td>–</td> <td>–</td> </tr> <tr> <td>Швейцарія</td> <td>1 тиждень</td> <td>–</td> <td>–</td> <td>овернайт</td> </tr> <tr> <td>Японія</td> <td>від 1 дня до 4 місяців</td> <td>–</td> <td>–</td> <td>–</td> </tr> <tr> <td>Корея</td> <td>–</td> <td>–</td> <td>–</td> <td>до 91 дня</td> </tr> <tr> <td>Мексика</td> <td>від 1 до 25 днів</td> <td>–</td> <td>–</td> <td>–</td> </tr> <tr> <td>Англія</td> <td>–</td> <td>1 тиждень</td> <td>3, 6, 9 та 12 місяців</td> <td>овернайт</td> </tr> <tr> <td>США</td> <td>від 1 до 14 днів</td> <td>до 65 робочих днів</td> <td>–</td> <td>–</td> </tr> <tr> <td>Сінгапур</td> <td>до 1 року</td> <td>–</td> <td>–</td> <td>–</td> </tr> <tr> <td>Швеція</td> <td>–</td> <td>1 тиждень</td> <td>–</td> <td>–</td> </tr> <tr> <td>Росія</td> <td>овернайт</td> <td>1 тиждень</td> <td>3 місяці</td> <td>–</td> </tr> <tr> <td>Україна</td> <td>–</td> <td>до 90 днів</td> <td>–</td> <td>до 90 днів</td> </tr> </tbody> </table>		Країна	Частота/термін використання				Щодня	Щотижня	Щомісяця	За необхідності (нерегулярно)	Австралія	від 1 дня до 6 місяців	–	–	–	Бразилія	від 1 до 30 р. д.	5 і 7 місяців	–	–	Країни єврозони	–	1 тиждень	3 місяці	різний**	Канада	–	–	–	овернайт	Індія	овернайт	–	–	–	Швейцарія	1 тиждень	–	–	овернайт	Японія	від 1 дня до 4 місяців	–	–	–	Корея	–	–	–	до 91 дня	Мексика	від 1 до 25 днів	–	–	–	Англія	–	1 тиждень	3, 6, 9 та 12 місяців	овернайт	США	від 1 до 14 днів	до 65 робочих днів	–	–	Сінгапур	до 1 року	–	–	–	Швеція	–	1 тиждень	–	–	Росія	овернайт	1 тиждень	3 місяці	–	Україна	–	до 90 днів	–	до 90 днів
Країна	Частота/термін використання																																																																																					
	Щодня		Щотижня	Щомісяця	За необхідності (нерегулярно)																																																																																	
Австралія	від 1 дня до 6 місяців		–	–	–																																																																																	
Бразилія	від 1 до 30 р. д.		5 і 7 місяців	–	–																																																																																	
Країни єврозони	–		1 тиждень	3 місяці	різний**																																																																																	
Канада	–		–	–	овернайт																																																																																	
Індія	овернайт		–	–	–																																																																																	
Швейцарія	1 тиждень		–	–	овернайт																																																																																	
Японія	від 1 дня до 4 місяців		–	–	–																																																																																	
Корея	–		–	–	до 91 дня																																																																																	
Мексика	від 1 до 25 днів		–	–	–																																																																																	
Англія	–		1 тиждень	3, 6, 9 та 12 місяців	овернайт																																																																																	
США	від 1 до 14 днів	до 65 робочих днів	–	–																																																																																		
Сінгапур	до 1 року	–	–	–																																																																																		
Швеція	–	1 тиждень	–	–																																																																																		
Росія	овернайт	1 тиждень	3 місяці	–																																																																																		
Україна	–	до 90 днів	–	до 90 днів																																																																																		
2.	Прямі операції купівлі/продажу цінних паперів використовуються центральними банками світу нерегулярно, за необхідності.	Мета: структурне регулювання фінансового ринку; операції миттєві, а отже, не мають зворотного характеру.																																																																																				
3.	Частина центральних банків відносять операції валютного свопу до ОВР: Австралія, Нова Зеландія, країни єврозони, Швейцарія та Сінгапур.	Банк Росії відносить такі операції до постійно діючих механізмів та проводить їх щоденно з терміном овернайт.																																																																																				
4.	Центральні банки країн, перед якими стоїть завдання стерилізації значних обсягів надлишкової ліквідності з метою мінімізації впливу на їх баланс та міжнародні резерви, використовують такі інструменти абсорбуючої дії:	<ul style="list-style-type: none"> • випуск власних боргових цінних паперів (країни єврозони, Швейцарія, Японія, Сінгапур, Корея, Росія та Україна); • аукціони з розміщення урядових боргових цінних паперів (Індія, Ізраїль). 																																																																																				
5.	<p>Центральні банки США, Англії, країн єврозони та Японії використовують механізм <i>Term Auction Facility</i> (TAF).</p> <p>Суть такого механізму полягає у постачанні комерційним банкам інвалютної ліквідності, отриманої за міжнародними договорами валютного свопу, під забезпечення цінних паперів шляхом проведення зворотних операцій на внутрішньому ринку.</p>	<p>Приклад реалізації механізму TAF між ФРС США та ЄЦБ</p>																																																																																				
6.	У країнах ЄС має місце конвергенція в бік використання механізму «застави пулу активів» (pool-pledge technique).	Інші ж країни, такі як США, Росія, Японія, Австралія тощо, у своїх зворотних операціях використовують механізм «репо з прив'язкою до забезпечення» (repo-earmarking).																																																																																				

Рисунок 1 – Досвід здійснення ОВР центральними банками країн світу

З метою встановлення місця ОВР в операційному інструментарії НБУ визначено динаміку їх частки в загальному обсязі активних та пасивних операцій НБУ у 2010-2015 роках (рисунок 2). Встановлено, що частка ОВР у структурі операцій з абсорбування ліквідності знизилася зі 100% (до травня 2013 року включно) до середнього значення у 14,7% (червень 2013 – березень 2015 років) та досягла свого мінімального значення у березні 2014 року (0,03%). Це обумовлено запровадженням НБУ інструменту постійної дії з розміщення депозитних

сертифікатів овернайт. У структурі операцій з постачання ліквідності середня частка ОВР за період дослідження дорівнювала приблизно 79,1%. Із них 57,7% становили операції з купівлі цінних паперів, 28,6% – операції прямого репо та 13,7% – кредити, надані на тендерах із рефінансування банків.

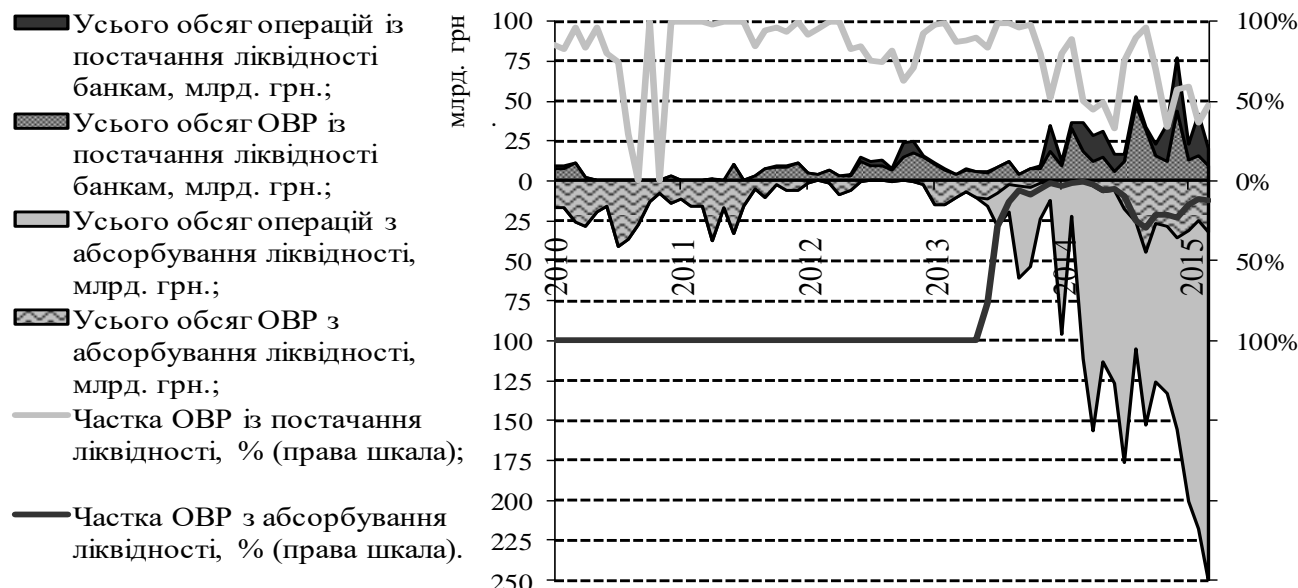


Рисунок 2 – Динаміка обсягів та частки ОВР у структурі операцій НБУ

Оскільки ринкові операції НБУ мають різну строковість, для забезпечення порівнянності їх обсягів дисертантом пропонується використовувати показник середньоденного їх обсягу (таблиця 1). Розрахункові значення цього показника для різних за напрямом дії інструментів (із постачання ліквідності – тендер із рефінансування та пряме репо; з абсорбування ліквідності – розміщення депозитних сертифікатів НБУ та зворотне репо) дали змогу встановити періоди як активного насичення банківської системи України ліквідністю (2012 – 2014 роки), так і переважного абсорбування надлишкової ліквідності НБУ (2010 – 2011 та 2014 – 2015 роки). Варто також звернути увагу на одночасне широке використання інструментів різноспрямованої дії, особливо у 2014 році, що може бути свідченням сегментації банківської системи України на депозитні установи зі структурним профіцитом та дефіцитом ліквідності.

За результатами аналізу основних тенденцій діяльності НБУ на відкритому ринку встановлено, що НБУ: 1) активно використовує операції купівлі цінних паперів на відкритому ринку для підтримання структурної ліквідності банків України з метою розширення грошової пропозиції, що у подальшому переважно спрямовується на задоволення нагальних державних потреб; 2) поступово переходить (починаючи з другої половини 2014 року) на більш прозорі та доступні для ширшого кола банків тендерні процедури при проведенні ОВР із постачання ліквідності під забезпечення цінними паперами; 3) в окремі періоди використовував одночасно операції зі збільшення та скорочення грошово-кредитних засобів в обороті, що було наслідком дестабілізації ситуації на ринку у зв'язку із девальвацією гривні та дефіцитністю кредитних ресурсів економіки.

Таблиця 1 – Середньоденний обсяг операцій НБУ з різними фінансовими інструментами, млрд. грн.

Вид операції	Рік					
	2010	2011	2012	2013	2014	I кв. 2015
Розміщення депозитних сертифікатів НБУ	12,56	7,82	0,52	4,36	9,12	16,54
Тендер із рефінансування	0,03	0,22	7,10	8,01	18,08	2,53
Пряме репо	0,01	1,61	5,26	7,84	4,58	1,13
Зворотне репо	0,09	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00

Для поглиблення вивчення впливу ОВР НБУ на макроекономічну кон'юнктуру сформовано відповідну структурно-логічну схему напрямів впливу ринкових методів ГКП, пов'язаних з ОВР (рефінансування комерційних банків, операції з цінними паперами на відкритому ринку та емісія власних боргових зобов'язань), на інвестиційну активність суб'єктів економіки, промислове виробництво та споживання, безробіття, чистий експорт, з одного боку, та рівень заощаджень фізичних та юридичних осіб, темпи інфляції – з іншого. Цей вплив головним чином спричиняється змінами показників ліквідності банківської системи та динамікою ставок за активними та пасивними операціями комерційних банків.

Структурно-логічна схема напрямів впливу ринкових методів ГКП, пов'язаних з ОВР, на макроекономічну кон'юнктуру, слугувала методологічним підґрунтям для оцінки впливу НБУ на основні параметри грошово-кредитного ринку з використанням кореляційно-регресійного аналізу (рисунок 3). Аналіз проводився на основі щомісячних даних за 2010 – 2013 роки, оскільки протягом цього періоду були відсутні прояви так званих «фінансових криз» з екзогенним порушенням трансмісійного механізму ГКП. На основі кореляційної матриці незалежних змінних зроблено висновок про відсутність мультиколінеарності.

За результатами регресійного аналізу встановлено, що найбільш значимий вплив на процентні ставки на всіх сегментах ринку має зміна ставок за операціями НБУ. Обсяги ж кредитного рефінансування найбільше впливають на зростання процентних ставок на міжбанківському сегменті ринку. При цьому обсяги інших операцій НБУ – мобілізаційних, із купівлі-продажу цінних паперів та гривневих інтервенцій НБУ на валютному ринку – не здійснюють значимого впливу на банківські комерційні процентні ставки. Такі операції, передусім, спрямовуються на структурне коригування фінансового ринку та управління валютною ліквідністю НБУ.

Кореляційний аналіз засвідчив досить щільний зв'язок між усіма основними ставками грошово-кредитного ринку та слабку кореляцію або ж її відсутність між обсягами операцій НБУ з купівлі-продажу цінних паперів, валюти та мобілізаційних операцій, з одного боку, і обсягами роздрібного кредитування банками та залучення ними ринкових депозитів – з іншого. При цьому спостерігався невисокий рівень кореляційної залежності обсягів міжбанківських кредитів та депозитів від обсягів операцій НБУ з рефінансування банків. Причиною цього

може бути той факт, що при акцептуванні заявок учасників тендерів із рефінансування НБУ не керується принципом їх повного задоволення, а тому не має абсолютного впливу на обсяги міжбанківського ринку.

Етап 1. Формалізація впливу інструментів ГКП методами регресійного аналізу																																																																																											
<p>Метод: багатофакторна лінійно-регресійна модель.</p> <p>Період спостереження: січень 2010 року – грудень 2013 року.</p> <p>Незалежні змінні: X_1 – середньозважена ставка за операціями НБУ; X_2 – обсяги рефінансування банків НБУ (РБ); X_3 – обсяги мобілізаційних операцій НБУ (МО); X_4 – сальдо операцій НБУ з купівлі-продажу цінних паперів (СЦП); X_5 – сальдо валютних інтервенцій НБУ у гривні на міжбанківському ринку (СВІ).</p>			<p>Рівняння регресій для:</p> <ol style="list-style-type: none"> Ставок міжбанківського кредитного ринку України (МКРУ): $y = 0,702 + 0,807 x_1 + 0,434 x_2 - 0,251 x_3$ Ставок міжбанківського депозитного ринку України (МДРУ): $y = 0,924 + 1,092 x_1 + 0,418 x_2 - 0,256 x_3$ Ставок кредитування банками резидентів України, крім депозитних корпорацій (РПК): $y = 12,624 + 0,453 x_1 + 0,142 x_2 + 0,224 x_4$ Ставок залучення банками депозитів від резидентів України, крім депозитних корпорацій (РРД): $y = 6,953 + 0,521 x_1 + 0,138 x_2 + 0,243 x_4$ 																																																																																								
Коефіцієнти та критерії значущості рівнянь регресії																																																																																											
<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">Коефіцієнти</th> <th colspan="4">Регресійна модель для ставок</th> </tr> <tr> <th>МКРУ</th> <th>МДРУ</th> <th>РПК</th> <th>РРД</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Детермінація (R^2)</td> <td>0,716</td> <td>0,695</td> <td>0,780</td> <td>0,623</td> </tr> <tr> <td>F – критерій Фішера</td> <td>36,993</td> <td>33,391</td> <td>51,859</td> <td>24,256</td> </tr> </tbody> </table> <p>Критичне значення критерію Фішера: $F_{кр}(0,05;3;44) = 2,816$</p>		Коефіцієнти	Регресійна модель для ставок				МКРУ	МДРУ	РПК	РРД	Детермінація (R^2)	0,716	0,695	0,780	0,623	F – критерій Фішера	36,993	33,391	51,859	24,256	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="5">Критерії значущості (t-статистика, P-значення, межі довірчих інтервалів)</th> </tr> <tr> <th rowspan="2">Фактори</th> <th colspan="4">Регресійна модель для ставок</th> </tr> <tr> <th>МКРУ</th> <th>МДРУ</th> <th>РПК</th> <th>РРД</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>X_1</td> <td>Знач.</td> <td>Знач.</td> <td>Знач.</td> <td>Знач.</td> </tr> <tr> <td>X_2</td> <td>Знач.</td> <td>Знач.</td> <td>Знач.</td> <td>Знач.</td> </tr> <tr> <td>X_3</td> <td>Незнач.</td> <td>Незнач.</td> <td>Незнач.</td> <td>Незнач.</td> </tr> <tr> <td>X_4</td> <td>Незнач.</td> <td>Незнач.</td> <td>Знач.</td> <td>Знач.</td> </tr> <tr> <td>X_5</td> <td>Знач.</td> <td>Знач.</td> <td>Незнач.</td> <td>Незнач.</td> </tr> </tbody> </table>				Критерії значущості (t-статистика, P-значення, межі довірчих інтервалів)					Фактори	Регресійна модель для ставок				МКРУ	МДРУ	РПК	РРД	X_1	Знач.	Знач.	Знач.	Знач.	X_2	Знач.	Знач.	Знач.	Знач.	X_3	Незнач.	Незнач.	Незнач.	Незнач.	X_4	Незнач.	Незнач.	Знач.	Знач.	X_5	Знач.	Знач.	Незнач.	Незнач.																												
			Коефіцієнти	Регресійна модель для ставок																																																																																							
МКРУ	МДРУ	РПК		РРД																																																																																							
Детермінація (R^2)	0,716	0,695	0,780	0,623																																																																																							
F – критерій Фішера	36,993	33,391	51,859	24,256																																																																																							
Критерії значущості (t-статистика, P-значення, межі довірчих інтервалів)																																																																																											
Фактори	Регресійна модель для ставок																																																																																										
	МКРУ	МДРУ	РПК	РРД																																																																																							
X_1	Знач.	Знач.	Знач.	Знач.																																																																																							
X_2	Знач.	Знач.	Знач.	Знач.																																																																																							
X_3	Незнач.	Незнач.	Незнач.	Незнач.																																																																																							
X_4	Незнач.	Незнач.	Знач.	Знач.																																																																																							
X_5	Знач.	Знач.	Незнач.	Незнач.																																																																																							
Етап 2. Оцінка тісноти взаємозв'язків інструментів ГКП та параметрів ГКР																																																																																											
<table border="1"> <thead> <tr> <th>Ставки</th> <th>НБУ</th> <th>МКРУ</th> <th>МДРУ</th> <th>РПК</th> <th>РРД</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>НБУ</td> <td>–</td> <td>0,7</td> <td>0,7</td> <td>0,7</td> <td>0,7</td> </tr> <tr> <td>МКРУ</td> <td>0,7</td> <td>–</td> <td>1,0</td> <td>0,9</td> <td>0,6</td> </tr> <tr> <td>МДРУ</td> <td>0,7</td> <td>1,0</td> <td>–</td> <td>0,9</td> <td>0,7</td> </tr> <tr> <td>РПК</td> <td>0,7</td> <td>0,9</td> <td>0,9</td> <td>–</td> <td>0,9</td> </tr> <tr> <td>РРД</td> <td>0,7</td> <td>0,6</td> <td>0,7</td> <td>0,9</td> <td>–</td> </tr> </tbody> </table>						Ставки	НБУ	МКРУ	МДРУ	РПК	РРД	НБУ	–	0,7	0,7	0,7	0,7	МКРУ	0,7	–	1,0	0,9	0,6	МДРУ	0,7	1,0	–	0,9	0,7	РПК	0,7	0,9	0,9	–	0,9	РРД	0,7	0,6	0,7	0,9	–	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Обсяги</th> <th>МКРУ</th> <th>МДРУ</th> <th>РПК</th> <th>РРД</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>РБ</td> <td>0,5</td> <td>0,3</td> <td>0,6</td> <td>0,5</td> </tr> <tr> <td>МО</td> <td>-0,2</td> <td>0,2</td> <td>-0,1</td> <td>0,1</td> </tr> <tr> <td>СЦП</td> <td>0,3</td> <td>0,3</td> <td>0,3</td> <td>0,2</td> </tr> <tr> <td>СВІ</td> <td>-0,2</td> <td>-0,2</td> <td>-0,4</td> <td>-0,2</td> </tr> <tr> <td>МКРУ</td> <td>–</td> <td>0,6</td> <td>0,9</td> <td>0,9</td> </tr> <tr> <td>МДРУ</td> <td>0,6</td> <td>–</td> <td>0,8</td> <td>0,9</td> </tr> <tr> <td>РПК</td> <td>0,9</td> <td>0,8</td> <td>–</td> <td>1,0</td> </tr> <tr> <td>РРД</td> <td>0,9</td> <td>0,9</td> <td>1,0</td> <td>–</td> </tr> </tbody> </table>					Обсяги	МКРУ	МДРУ	РПК	РРД	РБ	0,5	0,3	0,6	0,5	МО	-0,2	0,2	-0,1	0,1	СЦП	0,3	0,3	0,3	0,2	СВІ	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	МКРУ	–	0,6	0,9	0,9	МДРУ	0,6	–	0,8	0,9	РПК	0,9	0,8	–	1,0	РРД	0,9	0,9	1,0	–
Ставки	НБУ	МКРУ	МДРУ	РПК	РРД																																																																																						
НБУ	–	0,7	0,7	0,7	0,7																																																																																						
МКРУ	0,7	–	1,0	0,9	0,6																																																																																						
МДРУ	0,7	1,0	–	0,9	0,7																																																																																						
РПК	0,7	0,9	0,9	–	0,9																																																																																						
РРД	0,7	0,6	0,7	0,9	–																																																																																						
Обсяги	МКРУ	МДРУ	РПК	РРД																																																																																							
РБ	0,5	0,3	0,6	0,5																																																																																							
МО	-0,2	0,2	-0,1	0,1																																																																																							
СЦП	0,3	0,3	0,3	0,2																																																																																							
СВІ	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2																																																																																							
МКРУ	–	0,6	0,9	0,9																																																																																							
МДРУ	0,6	–	0,8	0,9																																																																																							
РПК	0,9	0,8	–	1,0																																																																																							
РРД	0,9	0,9	1,0	–																																																																																							

Рисунок 3 – Оцінка впливу інструментів ГКП НБУ на основні параметри грошово-кредитного ринку України

Отримані результати вказують на певну еkleктичність ГКП НБУ, що відзеркалилося у недостатньо ефективному взаємозв'язку між операціями НБУ та показниками міжбанківського та роздрібногo сегментів ринку. У зв'язку з цим постає необхідність розробки комплексної моделі регулювання НБУ грошово-кредитного ринку на основі розвитку ОВР.

У третьому розділі «Розвиток інструментарію грошово-кредитної політики на основі удосконалення діяльності Національного банку України на відкритому ринку» розроблено комплексну модель реалізації ГКП НБУ на основі ОВР, а також обґрунтовано напрями удосконалення механізмів та процедур проведення ОВР.

У роботі запропоновано комплексну модель розвитку ГКП НБУ при переході до режиму інфляційного таргетування, яка ґрунтується на удосконаленні діяльності НБУ на відкритому ринку (рисунок 4). Вона передбачає послідовну реалізацію п'яти етапів: 1) визначення основних факторів впливу на інфляцію; 2) формулювання цілей діяльності НБУ; 3) формування стандартного операційного інструментарію НБУ; 4) вдосконалення механізмів та процедур здійснення зворотних операцій; 5) розвиток організаційно-методичних засад здійснення НБУ ОВР.

Уточнення системи цілей монетарної політики НБУ повинно відбуватися на основі виокремлення ключових факторів, які істотно впливають на інфляційні процеси: грошова маса/ринкові процентні ставки, динаміка цін на імпорتنі товари і послуги, адміністративне регулювання цін, зміна цін на монопольних ринках, динаміка цін на ринках, де в якості платіжного засобу використовується іноземна валюта. Запропонована формула загальної цінової динаміки ($I_{ц}$) (1) дає змогу оптимізувати вибір інструментів ГКП для впливу на неї:

$$I_{ц} = I_{адм} \times \mathcal{C}_{адм} + I_{мон} \times \mathcal{C}_{мон} + I_{імп} \times \mathcal{C}_{імп} + I_{вал} \times \mathcal{C}_{вал} + I_{конк} \times (1 - \mathcal{C}_{адм} - \mathcal{C}_{мон} - \mathcal{C}_{імп} - \mathcal{C}_{вал}), \quad (1)$$

де $I_{адм}$, $I_{мон}$, $I_{імп}$, $I_{вал}$, $I_{конк}$ – індекси динаміки цін, що відповідно встановлюються: адміністративно, на монопольних ринках, на імпорتنі товари і послуги, на товари і послуги, що продаються за іноземну валюту та на конкурентних ринках;

$\mathcal{C}_{адм}$, $\mathcal{C}_{мон}$, $\mathcal{C}_{імп}$, $\mathcal{C}_{вал}$ – частки у загальних обсягах реалізації продукції в Україні товарів і послуг, ціни на які встановлюються адміністративно; які обертаються на монопольних ринках; імпорتنих товарів і послуг; а також таких, що продаються за іноземну валюту.

З метою розрахунку загальної динаміки цін автором проаналізовано структуру для розрахунку індексу споживчих цін за міжнародною Класифікацією індивідуального споживання за цілями, яка використовується Державною службою статистики України, з подальшим розподіленням груп товарів і послуг за відповідними категоріями. Виходячи з такого розподілу розраховано складові впливу на інфляцію у формулі (1):

Таблиця 2 – Розрахункові компоненти впливу на інфляцію

Рік	$I_{ц}$	$I_{адм}$	$\mathcal{C}_{адм}$	$I_{мон}$	$\mathcal{C}_{мон}$	$I_{імп}$	$\mathcal{C}_{імп}$	$I_{конк}$	$\mathcal{C}_{конк}$
2013	100,5	101,659	0,151	104,293	0,112	96,537	0,217	100,963	0,520
2014	124,9	135,858	0,146	127,473	0,119	127,391	0,217	120,182	0,518

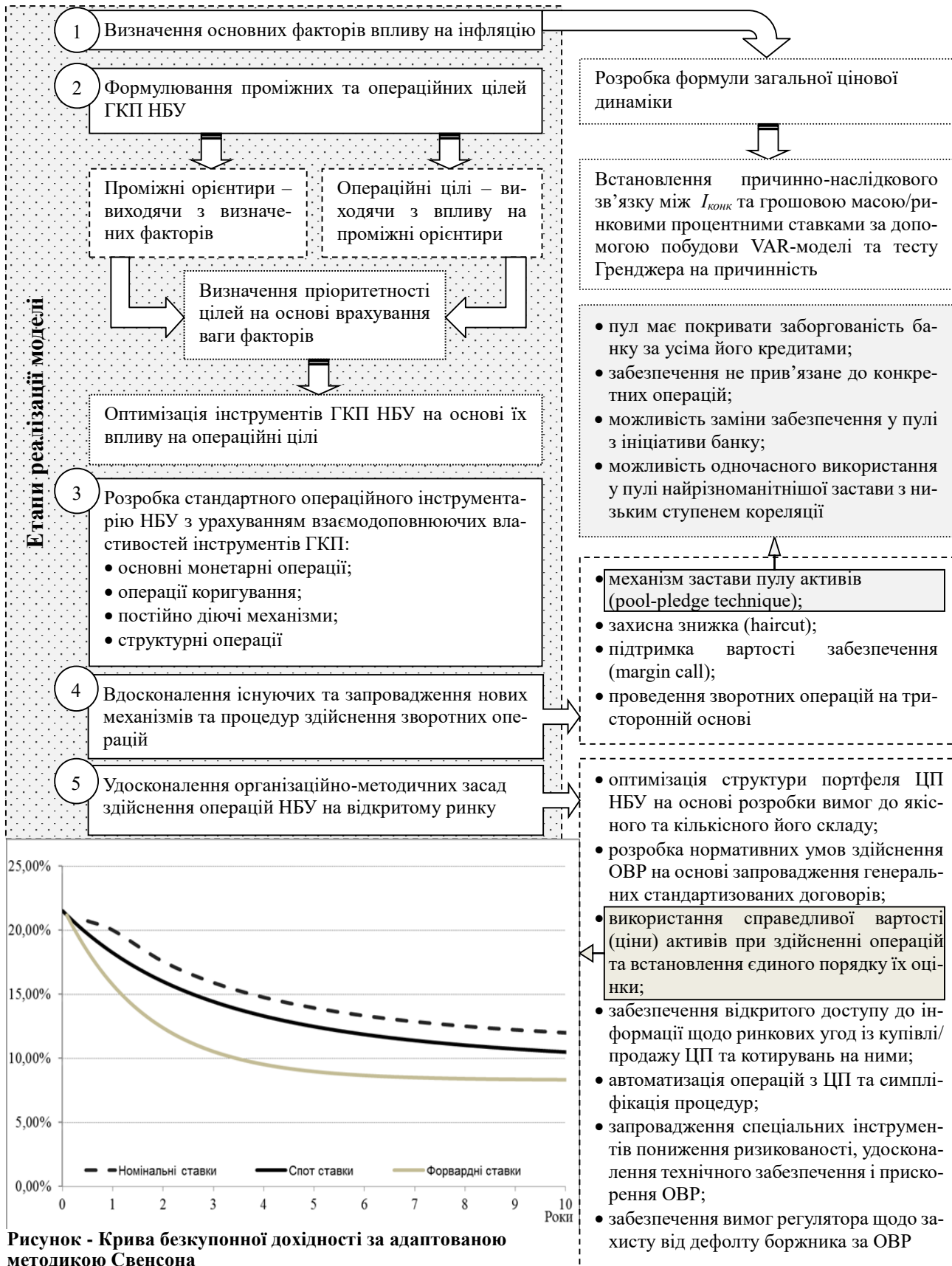


Рисунок - Крива безкупонної дохідності за адаптованою методикою Свенсона

Рисунок 4 – Структурно-логічна модель розвитку ГКП НБУ на основі удосконалення його діяльності на відкритому ринку

Оскільки за допомогою інструментів монетарної політики НБУ впливає, передусім, на інфляційні чинники, що визначають динаміку цін на товари та послуги, що продаються за національну валюту на конкурентних ринках ($I_{\text{конк}}$), а також враховуючи визначальний внесок цього індексу до загальної цінової динаміки ($\mathcal{C}_{\text{конк}}$ становить понад 50%), доцільно дослідити узагальнені показники, які визначають $I_{\text{конк}}$ (вектор y_t). З цією метою автором було побудовано модель векторної авторегресії (VAR-модель) (2) та проведено тест Гренджера на причинність із використанням грошової маси (вектор x_t) та ринкових відсоткових ставок (вектор z_t) як незалежних змінних:

$$y_t = 0,18y_{t-1} - 0,35y_{t-2} - 0,51y_{t-3} + 0,02x_{t-1} - 0,06x_{t-2} + 0,03x_{t-3} - 0,12z_{t-1} + 0,46z_{t-2} + 0,05z_{t-3} + 168,26 \quad (2)$$

За результатами тесту Гренджера встановлено, що зміна ринкових процентних ставок спричиняє інфляцію на конкурентних ринках (Р-значення $< 0,05$; $\chi_n^2 > 7,81$). Для розуміння значущості моделі, а також із метою виключення твердження зворотного було побудовано VAR-модель для вектора ринкових процентних ставок, за результатом тесту Гренджера для якої виключено твердження, що $I_{\text{конк}}$ спричиняє зміни ринкових процентних ставок, та встановлено, що фактором формування динаміки ринкових процентних ставок є грошова маса.

Таким чином, доведено, що при встановленні пріоритетності цілей діяльності НБУ треба виходити з вибору інструментів, які найвагомніше впливають на ринкові процентні ставки.

З урахуванням результатів розрахунків розроблено систему цілей регулятивної діяльності НБУ та встановлено властиві їм інструменти, серед яких провідну роль відіграють ОВР (рисунок 5).

З метою забезпечення ефективного впливу проміжних цілей на основну, а також із метою мінімізації різноспрямованої дії інструментів ГКП на операційні цілі запропоновано методичний підхід до формування пріоритетності цілей, виходячи з суттєвості валютного фактора у формулі загальної цінової динаміки ($I_{\text{ц}}$), а крім того, причинно-наслідкових зв'язків між індексом динаміки цін на конкурентних ринках ($I_{\text{конк}}$), з одного боку, та змінами грошової маси і ринкових процентних ставок, із другого.

Відповідно до розробленої системи цілей ГКП НБУ, обґрунтованої пріоритетності проміжної цілі щодо динаміки ринкових процентних ставок та відповідних їй операційних цілей запропоновано модель регулятивно-операційної діяльності НБУ. В рамках такої моделі обґрунтовано використання синхронних щотижневих короткострокових тендерів із постачання/вилучення ліквідності за системою «американського» аукціону як основного інструменту грошово-кредитного регулювання; односторонніх (кредитних або депозитних) позачергових тендерів під фіксовану процентну ставку як операцій коригування ліквідності банківської системи у періоди між синхронними тендерами; операцій купівлі/про-

дажу ОВДП/валюти на відповідних аукціонах, які проводяться фондовими біржами/НБУ як операцій коригування структурної гривневої/валютної ліквідності банківської системи; системи «коридору» процентних ставок овернайт як інструментів постійної дії. За результатами застосування моделі сформовано вичерпний перелік майбутнього операційного інструментарію ГКП НБУ, який ґрунтується на переважному використанні ОВР.



Рисунок 5 – Система цілей ГКП НБУ та інструменти їх досягнення

На основі вивчення провідного міжнародного досвіду запропоновано основні напрями вдосконалення механізмів та процедур здійснення зворотних операцій НБУ на відкритому ринку. Зокрема обґрунтовано необхідність проведення операцій із застосуванням механізму «застави пулу активів» (pool-pledge technique). Такий механізм доцільно поширити на всі зворотні операції НБУ, які використовуватимуться при застосуванні режиму, який базується на підтриманні стабільних темпів інфляції (постійна лінія підтримання ліквідності банків овернайт та тендер із рефінансування банків). Застосування запропонованого механізму сприятиме нарощуванню обсягів цих операцій через підвищений інтерес до них у комерційних банків, оперативності їх здійснення та поліпшенню технічних процедур. Така процедура здійснення зворотних операцій сприятиме впровадженню інструменту надання НБУ ліквідності в іноземній валюті під заставу пулу активів. Цей інструмент може бути доповненням до існуючих міжнародних договорів валютного свопу, оскільки наразі відсутній механізм поставки іноземної валюти на ринок через існуючі інструменти, а отже, й на практиці такі міжнародні договори не є цілком результативними.

Оскільки наразі НБУ використовує різні методики при оцінці вартості фондових активів і ринкових операцій з ними ми запропонували єдиний порядок вартісної оцінки боргових цінних паперів, який передбачає використання таких

елементів, як ринкова (справедлива) вартість, захисна знижка, первісна маржа, регулярна переоцінка матеріального забезпечення операції, механізм маржинальної вимоги для підтримки вартості забезпечення та інші. Відповідно до схеми обрання джерела інформації та методу оцінки справедливої вартості боргових цінних паперів, а також зважаючи на те, що в Україні досі не сформовано фондовий ринок, на якому можливий їх активний обіг, рекомендуємо використання параметричного методу побудови кривої безкупонної дохідності за методикою Свенсона:

$$SpotRates = \beta_0 + \beta_1 \frac{1 - e^{-m/\tau_1}}{m/\tau_1} + \beta_2 \left(\frac{1 - e^{-m/\tau_1}}{m/\tau_1} - e^{-m/\tau_1} \right) + \beta_3 \left(\frac{1 - e^{-m/\tau_2}}{m/\tau_2} - e^{-m/\tau_2} \right), \quad (3)$$

де $SpotRates$ – безкупонні (спотові) ставки кривої дохідності; m – термін до погашення окремого грошового потоку за цінним папером;

β_0 – довгостроковий фактор кривої дохідності, збільшення якого призводить до переміщення кривої вгору і навпаки;

β_1 – короткостроковий фактор кривої дохідності, який визначає її нахил;

β_2, β_3 – середньострокові фактори кривої дохідності, які визначають форму (або кривизну) кривої дохідності;

τ_1, τ_2 – розрахункові параметри, які відображають динаміку та напрям руху короткострокових та середньострокових процентних ставок;

e – математична константа, що є основою натуральних логарифмів, $e \approx 2,718281828459045$.

Запропонований авторський підхід до налаштування розрахункових параметрів ($\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \tau_1, \tau_2$) кривої безкупонної дохідності дає змогу врахувати специфіку вітчизняного фондового ринку та базується на таких основних постулатах: 1) сукупність угод, які приймаються до розрахунку, має бути очищена від неринкових та «прихованих» угод репо (sell/buy-back repo); 2) оскільки на вітчизняному фондовому ринку майже відсутні боргові цінні папери з нульовою купонною дохідністю (дисконтні), розрахунок процентних ставок спот має здійснюватися з використанням методу мінімізації стандартних відхилень фактичних та розрахункових (модельних) значень дохідності до погашення.

Розраховані за вищенаведеним методом процентні ставки спот для державних облігацій України дають змогу побудувати базову ринкову криву процентних ставок для різних строків до погашення. Такий підхід відкриває можливість оцінити будь-який борговий фондовий актив шляхом додавання до такої кривої певного спреда (risk premia), встановленого експертним методом.

ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне обґрунтування та запропоновано авторське вирішення науково-прикладної задачі, що полягає у визначенні шляхів удосконалення діяльності центрального банку на відкритому ринку як інструменту

реалізації грошово-кредитної політики НБУ в умовах переходу до режиму інфляційного таргетування.

За результатами дисертаційної роботи зроблено такі висновки:

1. Термін «операції відкритого ринку» доцільно визначати на основі врахування ринкової природи цих операцій та уточнення їх економічної сутності шляхом застосування обґрунтованих у роботі принципів та ознак класифікації ОВР.

2. На основі узагальнення доробку зарубіжних та вітчизняних науковців, визначено базові принципи діяльності центральних банків, які набули розвитку на основі виокремлення специфічних для діяльності центрального банку на відкритому ринку положень. Це дало можливість сформулювати перелік основоположних засад функціонування центрального банку, недотримання яких може призвести до зниження ефективності інструментів ГКП в цілому та діяльності центральних банків на відкритому ринку зокрема.

3. Встановлено взаємозв'язки системи цілей діяльності центральних банків зі специфікою здійснення ОВР, що сприяло визначенню властивих операційним цілям набору інструментів ГКП.

4. За результатами аналізу статистичних даних визначено місце ОВР в операційному інструментарії НБУ. Так, частка ОВР в структурі операцій з абсорбування ліквідності знизилася зі 100% (до травня 2013 року включно) до середнього значення у 14,7% (червень 2013 – березень 2015 років). Частка ж ОВР в структурі операцій з постачання ліквідності за період дослідження дорівнювала приблизно 79,1%. Із них 57,7% становили операції з купівлі цінних паперів, 28,6% – операції прямого репо та 13,7% – кредити, надані на тендерах із рефінансування банків.

5. Результати кореляційно-регресійного аналізу свідчать про на еклектичність ГКП НБУ, що знайшло своє відображення у недостатньому взаємозв'язку між операціями НБУ та показниками міжбанківського та роздрібного сегментів грошово-кредитного ринку. Найбільший вплив на процентні ставки на всіх сегментах цього ринку має зміна ставок за операціями НБУ. Проте такі змінні, як обсяги мобілізаційних операцій НБУ та сальдо операцій НБУ з цінними паперами та валютою, мають недостатній вплив та слабку кореляцію з ринковими показниками. Обсяги ж кредитного рефінансування банків спричиняють середній вплив на процентні ставки на міжбанківському сегменті ринку та мають недостатньо високий рівень кореляції зі ставками міжбанківського ринку кредитів та депозитів.

6. На підставі вивчення напрямів впливу ринкових методів ГКП, пов'язаних з ОВР (рефінансування комерційних банків, операції з цінними паперами на відкритому ринку та емісія власних боргових зобов'язань), встановлено, що їх вплив на макроекономічні змінні в Україні головним чином спричиняється змінами показників ліквідності банківської системи та динамікою ставок за активними та пасивними операціями комерційних банків.

7. Розроблено комплексну модель розвитку регулятивної діяльності НБУ, у межах якої запропоновано науково-методичний підхід до використання ОВР як

ключового інструменту монетарної політики. Ця модель включає в себе такі елементи: 1) визначення основних факторів впливу на інфляцію; 2) уточнення проміжних та операційних цілей діяльності НБУ; 3) формування стандартного операційного інструментарію ГКП НБУ; 4) вдосконалення механізмів та процедур здійснення зворотних операцій; 5) оптимізація організаційно-методичного забезпечення здійснення ОВР. У межах цього підходу були обґрунтовані причинно-наслідкові зв'язки між індексом динаміки цін і тарифів, що встановлюються на конкурентних ринках, грошовою масою та ринковими відсотковими ставками. Встановлено, що причиною зростання цін на товари і послуги, що реалізуються на конкурентних ринках, є ринкові процентні ставки, які, в свою чергу, спричиняються динамікою грошової маси.

8. Визначено напрями вдосконалення механізмів та процедур здійснення зворотних операцій НБУ на відкритому ринку та обґрунтовано необхідність проведення таких операцій із застосуванням механізму «застави пулу активів» (pool-pledge technique). Відповідно до цього механізму активи, які використовуються банком-контрагентом об'єднані в пул та не пов'язані зі специфічною трансакцією; операції здійснюються без юридичного переходу права власності на забезпечення; переоцінка забезпечення здійснюється на щоденній основі, а вимога підтримки вартості забезпечення застосовується при суттєвій її зміні.

9. Запропоновано використання єдиного порядку вартісної оцінки боргових цінних паперів України шляхом визначення справедливої ціни з використанням таких елементів, як ринкова (справедлива) вартість, захисна знижка, первісна маржа, регулярна переоцінка матеріального забезпечення операції, механізм підтримки вартості забезпечення та інші. В рамках цього порядку, а також беручи до уваги відсутність активної торгівлі борговими інструментами на фондовому ринку України, рекомендовано використання кривої безкупонної дохідності, побудованої за методикою Свенсона, при оцінюванні боргових цінних паперів України та описано авторський підхід до налаштування параметрів цієї моделі в умовах вітчизняного фондового ринку.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ

Монографії:

1. Лановий В. В. Трансформація режиму монетарної політики в Україні як передумова впровадження монетарних правил / В. В. Лановий // Правила монетарної політики: теоретичні засади та напрями застосування в Україні : монографія / [Козьменко С. М., Савченко Т. Г., Шоломицький Ю. В. та ін.]. / за заг. ред. д-ра екон. наук, професора С. М. Козьменка та д-ра екон. наук, доцента Т. Г. Савченка. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2015. – С. 69-83 (1,05 друк. арк.).

Статті у наукових фахових виданнях

2. Лановий В. В. Якісне оновлення державних фондових інструментів – передумова подолання проблеми ліквідності ринку облігацій / О. А. Дубихвіст, В. В. Лановий // Вісник Національного банку України. – 2012. – №1 (191). –

С. 3-6 (0,54 друк. арк.). Особистий внесок здобувача: обґрунтовано необхідність диверсифікації інструментарію державних цінних паперів (0,27 друк. арк.).

3. Лановий В. В. Операції репо як інструмент здійснення грошово-кредитної політики центрального банку / О. А. Дубихвіст, В. В. Лановий // Вісник Національного банку України. – 2013. – №8 (210). – С. 17-25 (1,06 друк. арк.). Особистий внесок здобувача: обґрунтовано шляхи вдосконалення механізмів здійснення зворотних операцій НБУ (0,53 друк. арк.).
4. Лановий В. В. Операції центрального банку на відкритому ринку: сутність, принципи та цілі / В. В. Лановий // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць. – 2013. – Вип. 37. – С. 116-126 (0,72 друк. арк.).
5. Лановий В. В. Оцінювання ефективності впливу операцій Національного банку України на показники грошового ринку / В. В. Лановий // Актуальні проблеми економіки. – 2014. – № 9 (159). – с. 499-511 (0,79 друк. арк.).
6. Лановий В. В. Методи грошово-кредитної політики як фактор впливу на макроекономічні процеси в Україні / В. В. Лановий // Вісник Університету банківської справи НБУ. – 2014. – № 1. – С. 131-137 (0,76 друк. арк.).
7. Лановий В. В. Аналіз поточних тенденцій здійснення Національним банком України операцій на відкритому ринку / В. В. Лановий // Світ Фінансів. – 2015. – № 2. – С. 19-31 (1,05 друк. арк.).

Статті у зарубіжних наукових виданнях

8. Lanovyi V. Ways to Improve the National Bank's of Ukraine Open Market Operations / V. Lanovyi // Institutional framework of the economy functioning in conditions of transformation: Collection of scientific articles. – 2014. – Volume 2. – pp. 90-92 (0,29 друк. арк.).

Тези доповідей на науково-практичних конференціях

9. Лановий В.В. Основні цілі монетарної політики та операційні цілі діяльності центральних банків світу / В. В. Лановий // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика: Збірник тез доповідей VII Міжнародної науково-практичної конференції (24-25 травня 2012 р.) у 2 томах. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2012. – Т. 2. – С. 107-110 (0,14 друк. арк.).
10. Лановий В. В. Вибір забезпечення за операціями відкритого ринку центрального банку / В. В. Лановий // Збірник тез VII Міжнародної науково-практичної конференції «Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків» (18-19 жовтня 2012 р.). – Черкаси : ЧІБС УБС НБУ, 2012. – С. 110-113 (0,12 друк. арк.).
11. Лановий В. В. Міжнародний досвід координації монетарної та фіскальної політик в частині випуску боргових цінних паперів казначейства та центрального банку / В. В. Лановий // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики: Матеріали I Міжнародної науково-практичної конференції (26-

- 27 вересня 2013 р.). – Х. : ХІБС УБС НБУ, 2013. – С. 257-259 (0,20 друк. арк.).
12. Лановий В. В. Основні шляхи підвищення ефективності регулювання грошово-кредитного ринку України / В. В. Лановий // Підприємницька діяльність в Україні: проблеми розвитку та регулювання: зб. матеріалів VIII Міжнар. наук.-практ. конф., 27 черв. 2014 р. / Ф-т міжнар. економіки і менеджменту ДВНЗ «Київ. нац. екон. ун-т ім. Вадима Гетьмана». – Київ : Наук. парк КНЕУ, 2014. – С. 105-107 (0,15 друк. арк.).
13. Лановий В.В. Управління портфелем боргових цінних паперів України Національного банку України / В. В. Лановий // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика: Збірник тез доповідей X Міжнародної науково-практичної конференції (5 червня 2015 р.). – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2015. – С. 42-44 (0,14 друк. арк.).

АНОТАЦІЯ

Лановий В. В. Діяльність центрального банку на відкритому ринку як інструмент грошово-кредитної політики. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит. – Українська академія банківської справи, Суми, 2016.

У дисертаційній роботі визначено сутність операцій відкритого ринку та систематизовано ознаки їх класифікації; встановлено взаємозв'язок між цілями грошово-кредитної політики та специфічним інструментарієм діяльності центрального банку на відкритому ринку; сформульовано основні принципи діяльності центральних банків на відкритому ринку; узагальнено досвід здійснення операцій відкритого ринку центральними банками країн світу; досліджено альтернативні механізми здійснення операцій відкритого ринку та визначено їх переваги та недоліки; обґрунтовано напрями впливу операцій відкритого ринку на основні макроекономічні змінні та оцінено рівень цього впливу на стан банківської системи України; визначено місце операцій відкритого ринку в операційному інструментарії Національного банку України; обґрунтовано напрями удосконалення діяльності Національного банку України на відкритому ринку; розроблено комплексну модель реалізації грошово-кредитної політики Національного банку України на основі операцій відкритого ринку.

Ключові слова: операції відкритого ринку, Національний банк України, грошово-кредитний ринок, монетарна політика, система цілей діяльності центрального банку.

АННОТАЦИЯ

Лановой В. В. Деятельность центрального банка на открытом рынке как инструмент денежно-кредитной политики. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.08 – Деньги, финансы и кредит. – Украинская академия

банковского дела, Сумы, 2016.

Диссертация посвящена разработке научно-методических подходов и практических рекомендаций по совершенствованию деятельности центрального банка на открытом рынке в контексте реализации денежно-кредитной политики.

На основе работ отечественных и зарубежных ученых автором обобщены недостатки и преимущества операций открытого рынка (далее – ООР) по сравнению с другими инструментами денежно-кредитной политики. Диссертантом усовершенствованы подходы к классификации ООР путём обоснования новых признаков. По результатам исследования диссертантом предложена обобщенная авторская схема признаков классификации ООР.

На основе исследования международного опыта становления системы целей деятельности центральных банков автором установлены их связи со спецификой осуществления ООР, что позволило выявить взаимосвязи целей с присутствующими им операционными инструментами. Установлено, что с практической точки зрения, ключевыми задачами деятельности центрального банка на открытом рынке являются правильная разработка и достижения индикаторов операционных целей его деятельности.

Исследуя механизмы проведения центральными банками обратных операций, автор выявил два основных их типа: «залог пула активов» (pool-pledge technique) и «репо с привязкой к обеспечению» (repo-earmarking). Сделан их сравнительный анализ и обоснованы их основные отличия. На основании изучения ключевых направлений влияния экономических методов денежно-кредитной политики разработаны соответствующие авторские схемы их влияния, в частности связанные с ООР (рефинансирование коммерческих банков, операции с ценными бумагами на открытом рынке и эмиссия собственных долговых обязательств), на макроэкономические показатели в Украине.

В работе на основании статистических данных за 2010-2015 годы с помощью методов корреляционно-регрессионного анализа проведена оценка эффективности влияния ООР на основные параметры денежного рынка и установлены соответствующие связи между показателями, характеризующими ООР и банковскую систему.

Разработана целостная модель развития денежно-кредитной политики при переходе к режиму инфляционного таргетирования. Её особенностью является новый подход к расчету общей динамики цен на основе выделения отдельных влияющих на нее компонент. По результатам разработки модели сформулированы предложения по совершенствованию операционного инструментария денежно-кредитной политики, основанного на преимущественном использовании ООР.

Ключевые слова: операции открытого рынка, Национальный банк Украины, денежно-кредитный рынок, монетарная политика, система целей деятельности центрального банка.

SUMMARY

Lanovyi V. V. The central bank's activity in the open market as an instrument of monetary policy. – Manuscript.

The dissertation for the acquisition of a scientific degree of the candidate of economic sciences in specialty 08.00.08 – Money, finances and credit. – Ukrainian Academy of Banking, Sumy, 2016.

The dissertation research is devoted to the development of scientific and methodological approaches and practical recommendations for improving the National Bank's of Ukraine activity in the open market in the context of monetary policy. The essence of open market operations (OMOs) is defined and their features of classification are systematized. The interrelation between the monetary policy goals and the specifics of OMOs conduction are identified. The fundamental principles of central bank's activity in the open market are formulated. The practices of the world's central banks OMOs conduction are generalized. Alternative mechanisms of OMOs conduction are investigated, their advantages and disadvantages are defined. The directions of the impact of OMOs on key macroeconomic variables are substantiated and the force of this impact on the banking system of Ukraine is evaluated. The place of OMOs in the operational toolkit of the National Bank of Ukraine is defined. Reasonable directions of the improvement of the National Bank's of Ukraine OMOs are substantiated. A comprehensive model of the National Bank of Ukraine monetary policy implementation is developed, which is based mainly on OMOs.

Keywords: open market operations, the National Bank of Ukraine, money market, monetary policy, central bank's goals.

Відповідальний за випуск
доктор економічних наук, доцент
Савченко Тарас Григорович

Підписано до друку 18.02.2016.
Формат 60x90/16. Ум. друк. арк. 1,1. Обл.-вид. арк. 0,9.
Гарнітура Times. Тираж 100 пр.

Віддруковано в міні-типографії ФОП Степенко А.О.
02660, м. Київ, вул. Раскової, 11Б.
тел.: (044) 223-29-39, E-mail: 2238179@ukr.net, www.1-a.com.ua

Свідоцтво про Державну реєстрацію фізичної особи – підприємця
Серія ВОО № 866503