

Ф. І. Шпиг, канд. екон. наук,
Акціонерний поштово-пенсійний банк «Аваль»
О. В. Костюк, викладач,
Українська академія банківської справи

УПРАВЛІННЯ ЛІКВІДНІСТЮ ГРОШОВОГО РИНКУ У РОЗВИНУТИХ КРАЇНАХ

У статті досліджується досвід управління ліквідністю грошового ринку в розвинутих країнах, визначаються основні риси найпоширеніших у світі стратегій, спільною рисою яких є зменшення ролі стандартних механізмів рефінансування.

Сучасні міжнародні економічні відносини характеризуються посиленням відкритості національних економік. Тому управління ліквідністю грошового ринку вимагає від монетарної влади комплексного підходу, який передбачає використання центральними банками не окремих інструментів грошово-кредитної політики, а низки дієвих важелів, використовуючи які монетарна влада змогла б вчасно реагувати на зміну ситуації на грошовому ринку.

Трансформаційні та структурні зміни на грошових ринках розвинутих країн за останнє десятиріччя сприяли тому, що чутливість грошового ринку підвищилась, а разом з тим посилилась і чутливість основних економічних процесів у країнах до заходів грошово-кредитної політики.

Отже, індивідуальний підхід центрального банку щодо розробки та реалізації стратегічних і тактичних рівнів монетарної політики, які відповідали б умовам функціонування грошового ринку країни, є одним із проблемних питань.

Комплексні підходи центральних банків розвинутих країн щодо вибору інструментарію монетарної політики досить схожі. Це стандартні механізми рефінансування, дисконтна політика, регламентація резервних вимог, операції на відкритому ринку. Специфіку ж монетарних заходів центральних банків формує вибір окремих параметрів у форматі того чи іншого монетарного інструменту.

Найбільший інтерес в цьому аспекті представляють операції центральних банків на відкритому ринку як найадекватніший інструмент характерові ринкових відносин суб'єктів господарювання. Цей інструмент вже давно займає головне місце в арсеналі монетарних заходів центральних банків розвинутих країн і не потребує особливої аргументації. Інтерес представляють окремі параметри стратегії операцій на від-

критому ринку, що демонструються провідними центральними банками світу, а саме: Федеральною резервною системою (ФРС), Європейським центральним банком (ЄЦБ) та банком Японії.

До основних параметрів, за якими розрізняються операції центральних банків на відкритому ринку, відносяться частота проведення аукціонів рефінансування, строк, на який надається (чи абсорбується) ліквідність, коло учасників, допущених до аукціону, тип угод, що укладаються на ринку, тощо [1].

Частота проведення аукціонів відкритого ринку (РЕПО, аутрайт) є тактичним параметром і залежить насамперед від тих операційних завдань, які встановлює монетарна влада у контексті грошово-кредитної політики. Наприклад, орієнтація на ринкову відсоткову ставку (інформаційний сигнал відносно поведінки міжбанківського ринку), коливання якої повинно відбуватися на рівні регламентованої центральним банком (цільова ставка на федеральні фонди ФРС, *federal funds rate*), потребує оперативного втручання центрального банку у ділову активність на відкритому ринку як його учасника. Відсутність тактичної цілі при таргетуванні, наприклад, інфляційних показників (ЄЦБ) дозволяє центральному банку здійснювати «шліфування» ліквідності за рахунок дещо інших параметрів цього інструменту [1].

Практика свідчить, що частота проведення операцій на відкритому ринку є найбільшою у Японії. Центральний банк Японії протягом 1998–2002 рр. організовував усередньому близько 2 аукціонів РЕПО щодня. Активність ФРС дещо менша: протягом зазначеного періоду часу федеративна резервна система щодобово вдавалася до організації 1,07 аукціону РЕПО.

За цим показником ЄЦБ займає третю сходинку, демонструючи частоту проведення аукціонів рефінансування раз на тиждень.

Усі три банки демонструють різне бачення щодо строків надання ліквідності за операціями на відритому ринку. Структуру позик за строками, які надаються ФРС, ЄЦБ та банком Японії на аукціонах РЕПО ілюструє рис. 1.

З метою забезпечення більшої контролюваності активності учасників грошового ринку, центральні банки розвинутих країн прагнуть звужити коло учасників аукціонів РЕПО.

У Сполучених Штатах ФРС покладається на 25 первинних ділерів. До списку первинних ділерів входять комерційні банки та небанківські фінансово-кредитні заклади, фінансовий стан яких не викликає сумніву. Головним завданням первинних ділерів є акумулювання заявок від депозитних установ на отримання ліквідності та подальше формування власної заявки до ФРС, яка організує аукціон РЕПО [2].

У Японії кількість учасників аукціонів РЕПО також досить обмежена. Залежно від строку надання кредиту, в аукціонах РЕПО може брати участь від 30 до 50 учасників. Серед них – комерційні банки, фінансові компанії, інвестиційні групи та так звані тяньші (фонди грошового ринку). Усі вони повинні мати рахунок у банку Японії та представляти собою потужних гравців грошового ринку [3].

На відміну від ФРС та банку Японії, ЄЦБ дозволяє брати участь в аукціонах РЕПО близько 2500 учасникам за умови їх відповідності резервним вимогам ЄЦБ. Слід зазначити, що та-

ка кількість учасників пояснюється бажанням ЄЦБ лібералізувати саму процедуру надання ліквідності та сприяти рівномірному розподілу її серед депозитних установ [4].

Відкритим залишається питання щодо ефективності такого підходу ЄЦБ, оскільки на пропозицію ЄЦБ взяти участь в аукціонах РЕПО, адресовану депозитним установам, протягом 2001 р. відгукнулося близько 600, тобто лише 23% від потенційно можливих.

Можливо саме це пояснює більшу волативність грошового ринку Європи, ніж США та Японії. Так, у 2000–2001 рр. стандартне відхилення за процентною ставкою однодобового кредиту на міжбанківському ринку Європи становило 0,39%, у той час як у США цей показник дорівнював 0,27%, а в Японії – 0,16%.

Таким чином, в умовах глобалізації міжнародних фінансових ринків, зростання мобільності міжнародного інвестиційного капіталу та підвищення ступеня відкритості національних економік монетарна влада набуває можливість ефективніше управляти ліквідністю грошового ринку, віддаючи перевагу створенню ринку первинних ділерів або обмежуючи коло учасників аукціонів найпотужнішими фінансово-кредитними закладами. Останні володіють достатньою інформацією про поточний стан та перспективи розвитку грошового ринку і спроможні її використати таким чином, щоб вчасно задовольнити попит інших учасників грошового ринку.

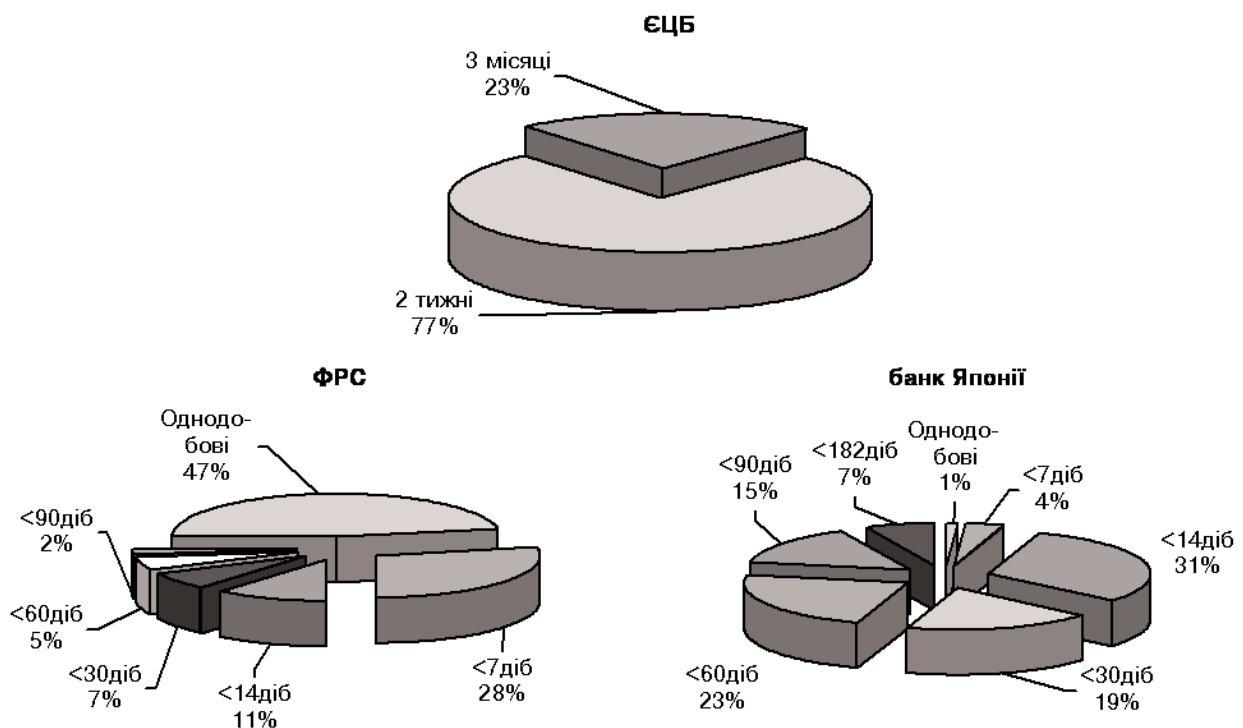


Рис. 1. Структура позик за строками, наданих на аукціонах репо ФРС, ЄЦБ та банком Японії

Стосовно типу угод РЕПО, що застосовуються у світовій практиці, найцікавішими та поширеними є такі: 1) угоди з доставкою; 2) угоди з утриманням у кастодія (custody), тобто зберігача.

У випадку, коли відповідно до умов угоди право власності на цінні папери переходить до покупця, то таку угоду прийнято називати *угодою з доставкою*. Якщо в результаті угоди РЕПО право власності на цінні папери залишається у їхнього продавця, а цінні папери зберігаються у кастодія (третьої особи), то така угода має назву *«зі зберіганням у кастодія»*. Якщо після закінчення строку дії угоди продавець цінних паперів не буде спроможним сплатити відсотки за кредитом, то право власності на цінні папери автоматично переходить до покупця.

Угода із зберіганням у кастодія є тристоронньою і має деякі переваги як для продавця, так і для покупця цінних паперів. Так, продавець отримує можливість провести заміну тих цінних паперів, які знаходяться на рахунку кастодія, у випадку зростання їхньої ліквідності іншими цінними паперами, менш ліквідними. Таким чином, продавець отримує нагоду для здійснення ефективного управління портфелем цінних паперів, а покупець — додаткові відсотки, які сплачує продавець за заміну цінних паперів на рахунку кастодія. Зазвичай, прибуток продавця від продажу ліквідних цінних паперів на вторинному ринку покриває його витрати за послуги кастодія.

У розвинутих країнах послуги кастодія становлять близько 1,5–4% від номінальної вартості цінних паперів, що утримуються на рахунку [5]. У країнах, де поширені угоди з утриманням на рахунку кастодія, саме центральні банки ініціювали їхній розвиток. Виступаючи у ролі продавця, центральний банк мав змогу використовувати в операціях на відкритому

ринку ліквідніші цінні папери, що забезпечує ефективно проведення таких операцій.

Угоди РЕПО з утриманням цінних паперів на рахунку кастодія дуже поширені у США, де федеральна резервна система укладає саме на таких умовах понад 75% угод РЕПО (40 млрд. дол.). Уповноваженим кастодієм у Сполучених Штатах є Нью-йоркський банк.

Саме завдяки широкому використанню ФРС угод РЕПО з утриманням цінних паперів на рахунку кастодія вторинний ринок державних цінних паперів в США є ліквіднішим, ніж у Європі [6].

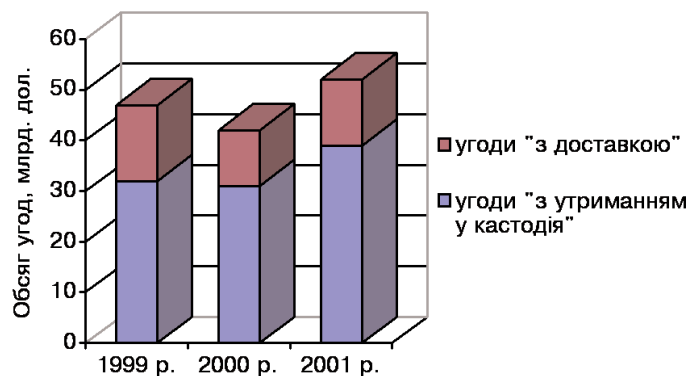
Порівняльну структуру угод РЕПО ФРС та ЄЦБ ілюструє на рис. 2.

Помітна різниця у застосуванні ФРС та ЄЦБ операцій на відкритому ринку як інструменту управління ліквідністю грошового ринку обумовлюється різною чутливістю грошового ринку до заходів грошово-кредитної політики у США та Європі. Так, протягом 2001 р. коефіцієнт кореляції між процентною ставкою РЕПО ЄЦБ та вартістю однодобового кредиту на міжбанківському ринку Європи дорівнював 0,682, у США цей показник становив 0,791, що є свідченням ефективнішого управління ліквідністю грошового ринку.

Окрім операцій на відкритому ринку, центральні банки провідних країн світу вдаються до використання так званих стандартних механізмів кредитування (standing facilities). В Європі ці механізми відомі як ломбардні кредити, механізми граничного та депозитного рефінансування, а у США та Японії — як дисконтні позики.

Варто зазначити, що основна мета застосування стандартних механізмів кредитування є спільною для ФРС, ЄЦБ та банку Японії. Вона полягає у наданні депозитним установам мож-

Обсяг операцій ФРС на відкритому ринку



Обсяг операцій ЄЦБ на відкритому ринку

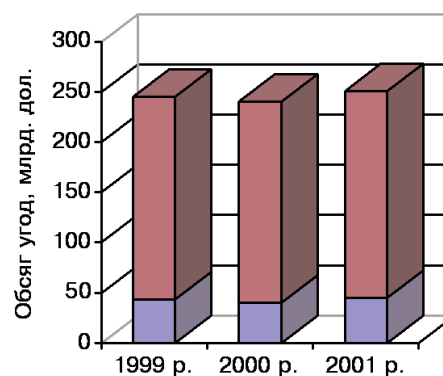


Рис. 2. Структура та обсяги операцій ФРС та ЄЦБ на відкритому ринку

ливості задовольняти резервні вимоги монетарної влади. Тому зазвичай строк надання ліквідності за стандартними механізмами не перевищує однієї доби. Отримати ліквідність мають право усі установи, які відповідають резервним вимогам та мають у своєму розпорядженні відповідні цінні папери.

Процедури надання кредитів центральними банками розвинутих країн помітно відрізняються. У Сполучених Штатах, окрім стандартних дисконтних позик строком на одну добу, ФРС надає також сезонні позики. Одержати сезонну позику можуть невеликі депозитні установи, які не мають можливості через невеликий розмір пасивів ефективно конкурувати з потужними депозитними установами. Тим комерційним банкам, які мають довгострокові проблеми з ліквідністю, ФРС надає кредити за розширеною програмою кредитування.

Зазначимо, що попит на дисконтні позики у США помітно знизився протягом 1992–1993 рр. через банківську кризу. Не зважаючи на те, що ліквідність була конче необхідною для комерційних банків США, вони не намагалися стати у чергу біля дисконтного вікна. Лише наприкінці 1993 р. ФРС знайшла пояснення такої досить парадоксальній поведінці комерційних банків. Комерційні банки не прагнули одержати дисконтні позики, тому що звернення комерційного банку за допомогою до дисконтного вікна розцінювалася клієнтами банку як погіршення його фінансового стану. Аналітики вважають цей період закінченням ери домінування дисконтних позик в історії монетарної політики ФРС [1].

Стандартні механізми рефінансування, аналогічні до тих, які використовуються ФРС, застосовуються і в Японії. Банк Японії, окрім надання одnodобових облікових кредитів, основна мета яких полягає у знятті напруги на ринку обов'язкових резервів, надає позики зі строком погашення до п'яти діб, що пояснюється бажанням банку Японії на стандартних умовах сприяти вирішенню проблем депозитних установ з короткостроковою ліквідністю.

У Євросистемі стандартні механізми рефінансування відзначаються більшим лібералізмом, який, можливо, негативно позначається на дисципліні депозитних установ щодо власної поведінки на ринку резервів.

У Європі депозитні установи можуть отримати позику, яка називається ломбардною, не тільки за власним бажанням, а й на вимогу

центрального банку країни. Центральний банк може автоматично, без повідомлення депозитної установи, надати їй ломбардну позику, якщо за результатами операцій наприкінці доби на рахунку депозитної установи у центральному банку наявна нестача коштів. У такому випадку рахунок депозитної установи автоматично поповнюється за рахунок надання центральним банком ломбардної позики. Таким чином, кожна депозитна установа, яка має рахунок у центральному банку має досить високий ступінь свободи щодо визначення напрямку та обсягу використання пасивів. У будь-якому випадку центральний банк допоможе депозитній установі поповнити рахунок, автоматично надавши їй ломбардну позику.

Механізм граничного рефінансування, який ЄЦБ може запропонувати центральним банкам системи, представляє собою кредити овернайт за найвищою ставкою, що встановилася впродовж денних торгів на аукціоні. Депозитне рефінансування надає можливість центральним банкам вкладати зайву ліквідність на рахунок в ЄЦБ за найнижчою ставкою, що склалася у процесі денних торгів.

У Сполучених Штатах та Японії кожна депозитна установа повинна бути дисциплінованою щодо використання коштів портфелю пасивів, з тим, щоб, окрім отримання прибутку, мати можливість вчасно акумулювати ресурси на рахунку у центральному банку.

Таким чином, фактори, що визначають ефективність впливу операцій на відкритому ринку на ліквідність ринку грошей, можна розташувати у такій послідовності за ступенем впливу:

1) частота організації аукціонів РЕПО центральним банком. Ефективність операцій на відкритому ринку зростає при умови збільшенні частоти операцій;

2) мінімальний строк надання кредитів на аукціонах РЕПО;

3) обсяги кредитів, наданих на аукціонах РЕПО, повинні зростати.

При активному використанні центральними банками провідних країн світу такого інструменту грошово-кредитної політики, як операції на відкритому ринку, найконсервативніший інструмент (а саме політика резервних вимог) поступово втрачає свою домінуючу роль в управлінні ліквідністю грошового ринку.

Протягом останньої декади ХХ ст. політика резервних вимог у розвинутих країнах значно

пом'якшилася. Свідченням цього є тенденція до зниження норм обов'язкового резервування. Так, на початку 2002 р. норми обов'язкового резервування в Японії були встановлені у межах 0,05–1,2%, у Сполучених Штатах – 2%. Найжорсткіша політика резервування застосовувалася у єврозоні, де норми резервування були на рівні 10%.

На відміну від ЄЦБ, ФРС застосовувала досить своєрідне поєднання лібералізму і жорсткості для реалізації політики резервних вимог. Жорсткістю відзначається чинна в США безлагова система нарахування та дотримання резервних вимог. Ліберальність політики полягає у тому, що ФРС надала можливість депозитним установам формувати обов'язкові резерви з використанням готівки у касі. Таке нововведення було добре сприйняте комерційними банками. На початку 2002 р. близько 35% депозитних установ могли повністю виконати резервні вимоги ФРС лише шляхом використання готівки у касі. Однак, волатильність фактичних обсягів банківських резервів у США помітно вища, ніж у Європі. Так, за результатами 2000 р. показник стандартного відхилення за обсягом обов'язкових резервів у Сполучених Штатах дорівнював 10,66%, у той час як для єврозони цей показник був на рівні лише у 5,45% [7].

Найвища волатильність на ринку обов'язкових резервів була зафіксована у Японії, де показник стандартного відхилення в 2002 р. становив 41,58%. Можливо саме тому, ФРС та банк Японії набагато частіше порівняно з ЄЦБ вдаються до проведення операцій на відкритому ринку, основними рисами яких є саме частота проведення та короткотерміновість надання ліквідності на аукціонах РЕПО.

Таким чином, у розвинутих країнах світу існує два бачення того, якою повинна бути система інструментів управління ліквідністю грошового ринку. ФРС та банк Японії дотриму-

ються однієї позиції щодо цього питання: найефективнішим підходом до управління ліквідністю ринку грошей є комбінація жорсткої політики щодо операцій на відкритому ринку, м'якої політики стосовно резервних вимог та зменшення ролі стандартних механізмів рефінансування.

ЄЦБ застосовує інший підхід, який полягає у застосуванні м'якої політики щодо операцій на відкритому ринку, жорсткої політики резервних вимог, але також підтримує заходи одночасного зменшення значення стандартних механізмів рефінансування комерційних банків.

Жорсткість політики резервних вимог ЄЦБ позитивно позначається на стабільності ринку обов'язкових резервів Європи, але, можливо, цього замало для стабілізації грошового ринку Європи. Помітно нижча активність ЄЦБ порівняно з ФРС та банком Японії у проведенні операцій на відкритому ринку нівелює здобутки політики резервних вимог ЄЦБ, результатом чого є помітно висока волатильність грошового ринку євросистеми.

1. *Borio, Claudio E. V.* The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey // *BIS Economic Paper.* – № 47. – 1999.
2. *Cook, Timothy Q. and LaRoche, Robert K.* Instruments of the Money Market. – Federal Reserve Bank of Richmond, 1993.
3. Япония продолжает банковскую реформу // *Банковская практика за рубежом.* – 1999. – № 7. – С. 32.
4. European Central Bank. The Single Monetary Policy in Stage Three. – November 2000.
5. Implications of repo markets for central banks // *BIS, CGFS, Basle.* – 1999. – 9 March.
6. *Казимагомедов А. А., Ильясов С. М.* Организация денежно-кредитного регулирования. – М.: Финансы и статистика, 2001.
7. *Шустров А. А.* Реформа обязательных резервных требований в США и ее последствия // *Деньги и кредит.* – 1999. – №4. – С. 67–70.

Стаття надійшла до редакції 20.12.2002.