

НЕКОТОРЫЕ АСПЕКТЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ЭКОНОМИКИ

А. ДЗЮБЛЮК,
доцент, кандидат экономических наук
(Тернополь)

Одним из наиболее гибких и действенных инструментов реализации денежно-кредитной политики, которые могут применяться в рыночных условиях хозяйствования, являются операции на открытом рынке по купле-продаже центральным банком ценных бумаг с целью влияния на ресурсную базу коммерческих банков. Осуществляемые центробанком операции по купле-продаже ценных бумаг из собственного портфеля непосредственно сказываются на кредитных возможностях банковской системы в целом. Так, при проведении ограничительной денежно-кредитной политики центральный банк, с одной стороны, продает на рынке ценные бумаги (то есть уменьшает собственный портфель), списывая соответствующие суммы денежных средств с резервных или корреспондентских счетов покупающих эти бумаги коммерческих банков. С другой, экспансивная расширительная монетарная политика предполагает покупку центробанком ценных бумаг у коммерческих банков, что повышает величину их ресурсной базы и позволяет увеличить объем кредитных операций, стимулируя тем самым оживление хозяйственной конъюнктуры (см. рис.).



**Механизм денежно-кредитного регулирования
посредством операций на открытом рынке**

Таким образом, объем ценных бумаг, находящихся в распоряжении центрального банка, непосредственно коррелирует с кредитными возможностями коммерческих банков, поскольку операции на открытом рынке определяют распределение индивидуальных портфелей активов банковских учреждений. При этом объектом отмеченных операций могут служить государственные обязательства, облигации местных органов власти, казначейские векселя, беспроцентные казначейские обязательства и другие первоклассные ценные бумаги, перечень которых определяется центральным банком. Как правило, основным объектом операций центральных банков на открытом рынке в развитых странах выступают государственные долговые обязательства — облигации.

Впервые данный метод денежно-кредитного регулирования начал применяться в 20-е годы в США, а в 30-е — и в Великобритании, что было обусловлено высоким уровнем развития рынка ценных бумаг в этих странах. В настоящее время операции на открытом рынке осуществляются центральными банками практически всех развитых стран (Германии, Франции, Италии, Канады, Японии и др.), а наиболее широко применяются в США, где они составляют основу регулятивной деятельности федеральной резервной системы и могут достигать в отдельные периоды 4/5 ее годового оборота. Политика открытого рынка остается также главным инструментом регулирования и для Банка Англии, в то время как другие монетарные рычаги используются на нерегулярной основе. В целом тенденции в развитии механизма реализации денежно-кредитной политики в развитых странах указывают на то, что операции на открытом рынке постепенно занимают ведущие позиции среди всех регулятивных инструментов, используемых центральными банками этих стран.

Необходимо отметить, что механизм данных операций предусматривает их осуществление именно на вторичном фондовом рынке. Иными словами, приобретение центральным банком ценных бумаг непосредственно у эмитента (то есть соответствующее участие на первичном рынке) имеет лишь одностороннюю, экспансивную направленность, которая может и не совпадать с установленными в данный период целями регулирования. Поэтому в некоторых странах возможности осуществления центральным банком операций с государственными ценными бумагами на первичном рынке ограничены в законодательном порядке.

Активное применение операций на открытом рынке центральными банками развитых стран обусловлено рядом преимуществ данного инструмента денежно-кредитного регулирования, которые можно было бы, на наш взгляд, сформулировать в виде следующих основных моментов.

Во-первых, речь идет о возможностях центробанка осуществлять данные операции непосредственно после принятия решений по достижению тех или иных тактических целей денежно-кредитной политики (например, ограничение или расширение денежной массы), то есть достаточно оперативно, поскольку периодичность операций определяется самим центральным банком.

Во-вторых, объемы осуществляемых операций зависят от величины портфеля ценных бумаг в центробанке (при их продаже) или же намеченной величины увеличения резервов коммерческих банков (при покупке облигаций). В этом отношении операции на открытом рынке можно считать хорошо контролируемым инструментом с совершенно прогнозируемыми результатами.

В-третьих, в случае допущения ошибки при осуществлении операций (если, скажем, ситуация на денежном рынке была неверно спрогнозирована) центральный банк может сравнительно легко ее исправить, прибегнув к противоположным действиям. Данное преимущество определяется гибкостью самого механизма операций на открытом рынке. Например, в случае чрезмерного ограничения денежной массы и кредитных возможностей коммерческих банков центральный банк может сравните-

льно легко исправить ситуацию, выкупив определенное количество облигаций у банковских учреждений страны, а в случае противоположных тенденций в экономике — выполнить обратные действия.

Преимущества операций на открытом рынке (оперативность, контролируемость, гибкость) в системе мер по реализации монетарной политики указывают на необходимость их активного развития и в Украине в качестве важного макроэкономического инструмента регулирования экономики.

На сегодняшний день данный вид операций не получил еще признания как основной рычаг влияния центрального банка нашей страны на ход макроэкономических процессов и кредитное обеспечение хозяйства. В Законе Украины «О Национальном банке Украины» и Основных направлениях денежно-кредитной политики на 1999 г. к «инструментам регулирования денежно-кредитного рынка» отнесено «проведение операций на кредитном, валютном и фондовом рынках». Однако в настоящее время такую деятельность Национального банка Украины объективно еще нельзя причислить к операциям на открытом рынке в рассмотренном нами классическом определении этого понятия, даже вопреки тому, что ст. 8 Закона Украины «О банках и банковской деятельности» указывает на возможность осуществления Национальным банком купли-продажи выпускаемых государством ценных бумаг, которые отнесены к основным средствам денежно-кредитной политики. При этом в роли объектов этих операций выступают не только казначейские обязательства, но и собственные обязательства НБУ (депозитные сертификаты), коммерческие векселя, другие ценные бумаги и долговые обязательства. Отсутствие конкретизации в отношении последних, низкий уровень развития корпоративных ценных бумаг (в плане как капитализации, так и инфраструктуры), а также мировой опыт реализации денежно-кредитной политики центральными банками в развитых странах указывают на приоритетность использования именно государственных долговых обязательств в качестве основного объекта осуществления регулятивных мер посредством операций на открытом рынке.

Рынок облигаций внутреннего государственного займа (ОВГЗ), начало функционирования которого приходится на март 1995 г., в течение четырех последующих лет развивался в направлении наращивания объемов продаж облигаций и привлечения денежных ресурсов на покрытие бюджетного дефицита, происходившего посредством аукционов, организацию которых обеспечивал Национальный банк Украины (см. табл.).

Аукционы Национального банка Украины по размещению облигаций внутреннего государственного займа*

	Г о д ы				
	1995	1996	1997	1998	1999**
Число проведенных аукционов	28	285	591	539	16
Количество размещенных облигаций (тыс. шт.)	294,0	31474,1	105087,6	114747,6	6598,2
Сумма денежных средств, привлеченных в бюджет (млн. грн.)	304,0	3062,9	8321,8	7923,7	500,8
Темпы роста объемов привлеченных ресурсов (%)	—	9311	272	95	6,3
Средневзвешенная доходность по облигациям (%)	85,59	70,93	32,76	54,83	29,49

* См.: «Бюллетень НБУ».

** Данные за I полугодие

Особый динамизм развития рынка ОВГЗ среди всех сегментов фондового рынка Украины характеризуется ростом его капитализации (по номиналу находящихся в обращении облигаций). Данные тенденции были обусловлены переходом от покрытия дефицита государственного бюджета за счет прямых кредитов НБУ к практике привлечения внутренних и внешних заимствований. Так, в 1995 г. за счет выпуска ОВГЗ было профинансировано 8% бюджетно-

го дефицита, в 1996 г. — 39, а в 1997 г. — 71%. Это стало одним из важных

элементов формирования антиинфляционной направленности экономической политики Правительства и Национального банка.

Вместе с тем в развитии рынка государственных долговых обязательств нашей страны с самого начала его создания прослеживался целый ряд отрицательных моментов.

Во-первых, нереальность заложенных в бюджет параметров относительно получения налоговых поступлений и других обязательных платежей обусловила поддержку соответствующих бюджетных расходов за счет роста внутреннего государственного долга.

Во-вторых, с целью стимулирования привлечения денежных средств в бюджет по выпущенным ОВГЗ устанавливалась сверхвысокая доходность. Так, в отдельные периоды 1997—1998 гг. номинальные ставки по облигациям составляли 40—80% годовых. Естественно, что даже при лучшем уровне рентабельности промышленных предприятий в 3—4% за этот же период неизбежен переток денежных ресурсов из реальной экономики в финансовый сектор.

В-третьих, высокая доходность по облигациям и преимущества в налоговом законодательстве при соответствующих операциях на финансовом рынке для нерезидентов по сравнению с резидентами способствовали привлечению иностранного спекулятивного капитала к финансированию дефицита государственного бюджета, а краткосрочный характер отмеченных вложений — усилению нестабильности не только на рынке государственных долговых обязательств, но и на валютном рынке.

В-четвертых, вследствие высоких темпов наращивания объемов внутреннего государственного долга в условиях экономического спада и отсутствия реальных источников поступления денежных средств в бюджет все большие суммы, привлеченные посредством выпуска ОВГЗ, направляются на погашение обязательств по предыдущим выпускам. В результате сам рынок государственных ценных бумаг становится дефицитообразующим фактором.

В конечном итоге данные моменты заканчиваются невозможностью государства выполнять взятые на себя обязательства по погашению задолженности по облигационным займам. Спекулятивная природа украинского рынка ОВГЗ, при которой Министерству финансов Украины удавалось размещать облигации лишь на короткие сроки (преимущественно — 3—6 мес., а в отдельные периоды — 1,5 — 2 мес.) и с высокой доходностью (на уровне 70% годовых), стала одним из основных факторов финансового кризиса в Украине в 1998 г. За первые 9 месяцев данного года расходы на погашение и обслуживание ОВГЗ составили почти 75% всех доходов госбюджета (а с учетом расходов на обслуживание внешнего долга — 90%). Во II полугодии этого же года Минфин должен был выплачивать 1 млрд. грн. ежемесячно в счет выплат по ОВГЗ.

Как следствие, Правительство было вынуждено пойти на реструктуризацию задолженности по облигационным займам, осуществив их конверсию. В конце августа 1998 г. Министерством финансов Украины были конверсированы принадлежащие резидентам ОВГЗ, выпущенные до 26 августа 1998 г., а также со сроком погашения до 27 августа 1999 г. и ценные бумаги со сроком погашения в 2001—2004 гг. Коммерческими банками обменены на конверсионные облигации свыше 50% краткосрочных ОВГЗ на сумму 1359 млн. грн. По оценкам самого Национального банка Украины, потери краткосрочной ликвидности в связи с конверсией во время кризиса ОВГЗ в КОВГЗ составили 700 млн. грн.

При подобных обстоятельствах реструктуризация внутреннего долга с отсрочкой погашения облигаций на 2 года для нерезидентов и на 3,5—6 лет для резидентов (прежде всего — коммерческих банков) не могла положительно отразиться на доверии как отечественных, так и зарубежных инвесторов к рынку ОВГЗ, что привело, по сути, к его полному разрушению. В

таким же ракурсе следует рассматривать постановление Кабинета Министров от 30 января 1999 г. «О выпуске конверсионных облигаций внутреннего государственного займа 1999 года», согласно которому ОВГЗ с датами погашения со 2 по 28 февраля 1999 г., собственниками которых являются коммерческие банки-резиденты, подлежали фактически принудительной замене на конверсионные облигации с различными сроками погашения в течение 1999 г. Это стало еще одним подтверждением кризисного состояния государственных финансов и еще большего подрыва доверия к эмитированному государством долговым обязательствам.

Естественно, что в таких условиях говорить о развитии операций на открытом рынке как об активном инструменте денежно-кредитного регулирования весьма проблематично, поскольку сначала должен быть возрожден сам рынок государственных ценных бумаг — прежде всего, в плане восстановления у потенциальных инвесторов доверия к облигациям, что может быть обеспечено только при безусловной гарантии со стороны Министерства финансов Украины своевременной выплаты основного долга и процентов по государственным обязательствам.

Основным условием для достижения данной цели являются изменения в финансовой политике государства. Необходимо внести существенные коррективы в практику формирования расходной части бюджета с учетом того, что при спаде производства не могут расти государственные расходы. Таким образом, должна быть пересмотрена и политика заимствований: каждый выпуск облигаций должен быть взвешенным и сопоставляться с реальными доходами бюджета с тем, чтобы долги в принципе имели источники уплаты процентов и возврата основной суммы.

Понятно, что дефицит государственного бюджета требует наличия механизма его финансирования. В Украине пересмотр политики заимствований следовало бы осуществить в сторону увеличения сроков, на которые размещаются государственные облигации, что должно снизить нагрузку на текущие бюджетные расходы. Кроме того, необходимо осуществить меры по снижению номинальных процентных ставок по облигациям до уровня несколькопроцентного превышения темпов инфляции, что должно компенсироваться абсолютной надежностью государственных ценных бумаг, как это имеет место в промышленно развитых странах.

Кроме рассмотренных мер, направленных на рационализацию политики в сфере государственных заимствований, ключевым условием нормального выпуска гособлигаций является обеспечение их надлежащей ликвидности. А это, в свою очередь, требует наличия хорошо отлаженного вторичного рынка данных фондовых инструментов.

Сама возможность осуществления центральным банком операций на открытом рынке зависит от развития вторичного фондового рынка в стране, которое должно обеспечивать не только надлежащий уровень ликвидности ценных бумаг, свободную торговлю ими, но и установление адекватной курсовой стоимости посредством рыночного механизма соотношения спроса и предложения. Естественно, что развитая инфраструктура такого рынка предусматривает наличие широкой сети дилеров, способных участвовать в регулярных торгах облигациями, поддерживая «двустороннее» движение денежных потоков — как купли, так и продажи в любой момент. К тому же сами коммерческие банки не могут и не должны выступать основными «игроками» на рынке государственных ценных бумаг, поскольку это может стать помехой реализации ими своей основной функции — кредитного обслуживания хозяйства. Центральный банк при осуществлении операций на открытом рынке может иметь дело со специализированными финансовыми посредниками в такой же степени, как и с коммерческими банками, что в целом не скажется на общей тенденции к изменениям кредитных вложений в соответствии с выбранным направлением монетарной политики, ведь сами дилеры в конечном итоге обслу-

живаются банковскими учреждениями, а операции с ценными бумагами влияют на резервы последних.

Практическое создание отмеченных условий деятельности для коммерческих банков в значительной степени зависит от информационной открытости рынка государственных ценных бумаг, что способствует вовлечению в него новых участников. В Украине, где вторичные торги гособлигациями осуществляются как на фондовой секции Украинской межбанковской валютной биржи, так и на внебиржевом рынке, основная масса соглашений приходится именно на последний. В то же время информация о спросе и предложении облигаций на вторичных торгах и о количественных показателях осуществляемых соглашений менее доступна участникам рынка, что вынуждает их ориентироваться в своих действиях на результаты первичных торгов на аукционах Национального банка Украины, информация о которых публикуется регулярно.

В этих условиях децентрализация вторичного рынка гособлигаций в нашей стране, его информационная непрозрачность существенно уменьшают возможности для выполнения данным рынком своей основной функции — обеспечивать надлежащий уровень ликвидности ценных бумаг и безопасность инвестиций. Одним из направлений решения данной проблемы является нормативное урегулирование процесса предоставления информации о торгах ОВГЗ на вторичном рынке.

Кроме того, вместе с задачами по рационализации финансовой политики и совершенствованию организации вторичного рынка государственных ценных бумаг, которые в большей степени находятся в компетенции правительства и органов законодательной власти, для развития операций на открытом рынке как средства денежно-кредитного регулирования определенные меры следовало принять и Национальному банку Украины.

Проводя такую политику, Национальный банк стал основным собственником пакета государственных ценных бумаг среди всех субъектов рынка (как резидентов, так и нерезидентов), осуществлявших соответствующие инвестиции. Если в 1996 г. около 40% всех размещенных ОВГЗ принадлежало НБУ, то в 1998 г. его доля возросла до 65%. Стоит отметить, что только за январь — август 1998 г. (то есть непосредственно до начала финансового кризиса) Национальный банк приобрел 75% первичного выпуска ОВГЗ. Примечательно, что даже в том случае, когда эмиссия осуществлялась под прирост валютных резервов, она в значительной степени также была связана с ОВГЗ — через их приобретение нерезидентами. Понятно, что подобная направленность эмиссии из-за высокой государственной задолженности и ее короткие сроки формировала существенный инфляционный потенциал, поскольку деньги не перераспределяются от других экономических агентов к государству, а создаются центральным банком по мере роста государственных потребностей на покрытие бюджетного дефицита, что фактически представляет собой то же, что и прямое кредитование правительства, однако оформлено уже надлежащими фондовыми инструментами. Последствия такой политики были совершенно предсказуемы — двукратное увеличение темпов инфляции в 1998 г. (с 10% до 20%) и девальвация национальной валюты (более чем на 80%).

В этой связи важно подчеркнуть следующий момент. Для эффективной организации операций на открытом рынке Национальный банк должен осуществлять активные куплю-продажу ценных бумаг на вторичном рынке. Однако трудности при реализации этой задачи обусловлены прежде всего тем, что НБУ является основным покупателем облигаций на первичном рынке. Таким образом, основной путь к оптимизации эмиссионной деятельности центробанка и эффективному использованию на практике операций на открытом рынке как инструмента денежно-кредитного регулирования заключается в отказе Национального банка от операций по

вложению денежных средств в ОВГЗ на первичном фондовом рынке (или, по крайней мере, существенном ограничении таких операций).

И хотя в принятом 20 мая 1999 г. Законе Украины «О Национальном банке Украины», согласно ст. 54, НБУ запрещено прямо кредитовать правительство, данный запрет следует распространить и на его операции на первичном рынке государственных ценных бумаг. Не следует забывать, что и действующим с 1991 г. Законом Украины «О банках и банковской деятельности» была предусмотрена подобная норма (ст. 14), однако это не стало помехой активному использованию эмиссионного механизма при помощи приобретения центробанком государственных ценных бумаг. Достаточно отметить, что уже на 1 июля 1999 г. портфель принадлежащих Национальному банку ОВГЗ (включая проценты) составил 15 млрд. грн., тогда как общий объем выпущенных в обращение облигаций внутреннего государственного займа — 17 млрд. грн.

Важно обратить внимание и на такой аспект данной проблемы, как заинтересованность самих банковских учреждений в участии в операциях центрального банка на открытом рынке, особенно — в свете отмеченных мер по снижению доходности государственных долговых обязательств. Важным фактором усиления стимулов у коммерческих банков к покупке гособлигаций, следовательно, и развитию операций Национального банка Украины на открытом рынке являются возможности при определении структуры портфеля активов использовать долговые обязательства правительства при формировании первичных и вторичных резервов.

Включение ОВГЗ во вторичные резервы в качестве высоколиквидных активов, которые с минимальной задержкой и с незначительным риском потерь можно превратить в наличность, зависит в конечном итоге от надежности гособлигаций и готовности правительства своевременно рассчитываться по собственным обязательствам. Что же касается первичных резервов, то речь идет не столько об абсолютно ликвидных активах, которые могут быть немедленно использованы для выплат по вкладам или для удовлетворения заявок на кредиты, сколько о разрешении коммерческим банкам зачислять в состав минимальных обязательных резервов определенную часть собственных вложений и ОВГЗ. Следует отметить, что предоставленную Национальным банком разрешения банковским учреждениям зачислять в покрытие обязательных резервов денежные средства, вложенные в приобретенные на аукционах государственные ценные бумаги, уже имело место в ноябре 1997 г., однако позднее эта норма была отменена. Очевидно, что для развития операций на открытом рынке в плане формирования интереса коммерческих банков к приобретению государственных долговых обязательств следует считать целесообразным пересмотр соответствующих решений.

В качестве необходимого условия эффективного осуществления операций на открытом рынке как полноценного инструмента денежно-кредитного регулирования Национальному банку можно было также рассмотреть отдельные аспекты совершенствования самой технологии купли-продажи ценных бумаг. Осуществление данных операций может происходить в рамках фиксации курса или количества ценных бумаг, которые центральный банк выставляет для продажи или проявляет готовность их приобрести в зависимости от направленности денежно-кредитной политики. Так, скажем, реализация экспансивной политики предусматривает активное приобретение центральным банком ценных бумаг у коммерческих банков. С этой целью центробанк может объявить курс, по достижении которого он будет скупать неограниченное количество облигаций, предлагаемых для продажи банковскими учреждениями для пополнения своих резервов. Другой вариант предполагает фиксацию полностью определенного количества ценных бумаг, которые центральный банк проявит готовность приобрести у коммерческих банков независимо от предлагаемой ими цены. При проведении рестрикционной денежно-кредитной политики данные условия приобретают противо-

положное значение: центральный банк либо фиксирует цену, по которой готов продать неограниченное количество государственных долговых обязательств, либо устанавливает общий объем данного вида ценных бумаг, которые он готов реализовать коммерческим банкам независимо от имеющегося на момент продажи рыночного курса.

Следует отметить, что вопреки одинаковому конечному результату, который можно получить при обоих вариантах операций на открытом рынке, в Украине в условиях нестабильности рыночных процентных ставок, следовательно, и значительных курсовых колебаний на рынке государственных ценных бумаг более приемлемым для практического применения представляется второй вариант, предусматривающий фиксацию количественного параметра купли-продажи ценных бумаг. Необходимо подчеркнуть, что только комплексная реализация системы рассмотренных мер может способствовать формированию надлежащих условий по использованию Национальным банком Украины операций на открытом рынке как полноценного инструмента макроэкономического регулирования.

О КРЕДИТНОЙ КООПЕРАЦИИ

В. ГОНЧАРЕНКО,
доцент, кандидат экономических наук
(Полтава)

Более 6 лет идет в Украине процесс возрождения кредитных союзов. После подписания Президентом Указа № 377/93 от 20 сентября 1993 г., которым было утверждено «Временное Положение о кредитных союзах в Украине»¹, началось возрождение этих специфических организаций, призванных решать задачи финансовой самопомощи населения.

Кредитные союзы являются одной из разновидностей кооперативных организаций. От того, как они будут развиваться, в значительной степени зависит, удастся ли возродить в Украине действительно массовое кооперативное движение, то есть деятельность населения по самообеспечению необходимыми товарами и услугами на началах кооперирования.

Дело это для Украины не новое. Первые кооперативы здесь возникли в 60-е годы XIX ст. К концу 20-х годов XX ст. сложилась достаточно дееспособная кооперативная система, которая играла немаловажную роль в экономической, социальной, культурной жизни страны. Но с тех пор кооперативная идея в Украине дважды подвергалась дискредитации: в первый раз в 30-е годы, когда власти ликвидировали все виды кооперативов, оставив потребительские и сельскохозяйственные, со временем переродившиеся в псевдокооперативные формы. Вторая масштабная дискредитация идеи произошла в 80-е годы, когда под видом массового кооперативного движения началось возрождение коллективного предпринимательства. Его инициаторы «не заметили», что во всех странах деятельность кооперативов имеет своей целью не получение прибыли, а предоставление услуг своим членам, которые одновременно являются и собственниками, и клиентами. Кооперативная деятельность — это самооб-

¹ См.: «Діло» № 77 (184), 1993, с. 4.