

УДК 338.242

Володимир ЛАНОВИЙ

АНАЛІЗ ОПЕРАЦІЙ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ НА ВІДКРИТОМУ РИНКУ

Проаналізовано ефекти здійснення Національним банком України операцій на відкритому ринку з I кварталу 2010 року до I кварталу 2015 року. Запропоновано удосконалений підхід до аналізу обсягів здійснення операцій відкритого ринку, який ґрунтується на визначенні середньоденного значення обсягів операцій Національного банку України на противагу абсолютним значенням обсягів операцій. За результатами дослідження встановлено місце цих операцій в інструментарії Національного банку України та визначено ефективність їх застосування при досягненні цілей монетарної політики.

Ключові слова: інструменти грошово-кредитної політики, банківська система, міжбанківський кредитний ринок, операції відкритого ринку, операції з рефінансування, депозитні сертифікати Національного банку України.

Владимир ЛАНОВОЙ

Анализ операций Национального банка Украины на открытом рынке

Изучены изменения к бюджетному законодательству Украины, которые внесены в части проведения реформы местного самоуправления и совершенствования его финансового обеспечения. Проанализирован зарубежный опыт мобилизации налога на прибыль предприятий в государственный и местные бюджеты, а также определены возможности его адаптации к отечественной практике. Рассмотрены неблагоприятные факторы налогообложения прибыли предприятий на местном уровне. Обоснованы теоретические и практические подходы к распределению этого налога между разными уровнями бюджетной системы.

Ключевые слова: инструменты денежно-кредитной политики, банковская система, межбанковской кредитный рынок, операции открытого рынка, операции по рефинансированию, депозитные сертификаты Национального банка Украины.

Volodymyr LANOVYI

Analysis of operations of the National Bank of Ukraine on the open market

Introduction. *By carrying out openmarket operations the National Bank of Ukraine directly affect the key indicators that characterize the banking system: its liquidity and interest rates.*

Purpose. According to the agreed with international financial institutions goals, for the purpose of reforming its activities, the National Bank of Ukraine took the responsibility to transfer to the regime that is based on price stability – inflation targeting in 2015.

Methods. This article is to carry out analysis of the current trends in NBU's openmarket operations for further estimation of their effectiveness and determination of main directions of their improvement.

Results According to the analysis' results one can state that outright transactions with the government bonds continue to dominate among operational instruments of NBU's monetary policy. It allowed the NBU to increase capital ratio of Ukrainian lending market and ensured money's secure. In addition, since 2012, the amounts and maturities of the tender refinancing operations dramatically increased, which were in fact alternative to the central bank's operations of bond purchase. For urgent purposes of current situation improvement NBU used large-scale mobilization operations. Such alternation of large amounts of refinancing and deposit operations caused destabilization of normal (market) resource allocation and balanced supply and demand for commercial loans.

Conclusion. It can be noted that during the research Ukrainian central bank failed to achieve the main monetary policy objectives. In many cases it was the result of non-comprehensive approach when for specific non-market liquidity providing operations the balance of demand and supply on monetary assets was undermined and extensive interference in market processes were conducted.

Keywords: monetary policy instruments, the banking system, the interbank lending market, open market operations, refinancing operations, certificates of deposit of the National Bank of Ukraine.

JEL Classification: E43, E52, E58, G10.

Постановка проблеми. Відповідно до поставлених цілей, узгоджених з міжнародними фінансовими організаціями, з метою реформування своєї діяльності, Національний банк України взяв на себе обов'язок перейти до режиму інфляційного тергетування у 2015 р. Як вже було доведено провідними світовими фахівцями з монетарного регулювання, такий режим, окрім іншого, передбачає провідну роль операцій відкритого ринку за реалізації центральним банком монетарної політики.

Національний банк України, здійснюючи операції відкритого ринку, безпосередньо впливає на ключові показники, що характеризують стан банківської системи: ліквідність та процентні ставки. Різні інструменти операційного регулювання грошо-

во-кредитного ринку Національного банку більшою або меншою мірою впливають на ставки міжбанківського ринку, пропозицію кредитних ресурсів та курс національної грошової одиниці відносно іноземних валют. Зазначені вище змінні впливають на роздрібні ставки на фінансовому ринку, інвестиції, заощадження, споживання, чистий експорт і, як наслідок, на темпи зростання ВВП, інфляцію, рівень безробіття та платіжний баланс.

Таким чином, аналіз здійснення НБУ операцій відкритого ринку, з метою визначення їх місця в операційному інструментарії провадження монетарної політики та подальшого визначення необхідних напрямків вдосконалення їх складу та механізмів проведення, набуває особливої актуальності.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Вивченню проблематики монетарного регулювання шляхом здійснення операцій на відкритому ринку присвячені наукові праці таких відомих вітчизняних та зарубіжних вчених, як: У. Біндсейл, А. Бонара, С. Грей, Р. Дерксен, Н. Дурнбоз, Т. Коуен, Р. МакДональд, Р. МакКогрін, Р. Мерфі, Ф. Мішкін, В. Міщенко, С. Моїсєєв, К. Найборг, А. Сомик, А. Табарок, Н. Талбот, С. Фулвілер, А. Шейо, А. Шочтер. Крім того, численні роботи на тему практичного використання операцій відкритого ринку пропонують наукові центри провідних світових центробанків та міжнародних фінансових організацій.

Постановка завдання. Метою статті є аналіз сучасних тенденцій здійснення Національним банком України операцій на відкритому ринку для подальшої оцінки їх ефективності та основних напрямів вдосконалення.

Виклад основного матеріалу. Відповідно до Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України [4] до інструментарію грошово-кредитної політики Національного банку України належать: 1) операції з регулювання ліквідності банків, в т. ч: тендер кредитів рефінансування; операції прямого та зворотного репо; операції купівлі-продажу державних облігацій України; емісія власних боргових зобов'язань; постійна діюча лінія рефінансування для надання банкам кредитів овернайт; 2) нормативи обов'язкового резервування.

До операцій відкритого ринку Національного банку України, відповідно до їх сутності, будемо відносити: операції купівлі-продажу цінних паперів, операції прямого та зворотного репо, емісію депозитних сертифікатів НБУ (за винятком депозитних сертифікатів овернайт), а також тендер кредитів рефінансування.

Операції репо та прямі операції купівлі-продажу цінних паперів України, на відміну від тендеру кредитів рефінансування, здійснюють

НБУ через укладання двосторонніх договорів з ініціативи суб'єктів ринку за необхідності та нерегулярно.

Впродовж останніх 4-х років обсяг операцій під забезпечення (кредити овернайт під забезпечення, операції репо та тендер кредитів рефінансування) має постійну тенденцію до зростання [2]. Наявність забезпечення за операціями НБУ насамперед, означає зменшення їх ризикованості для регулятора ринку, оскільки, здійснюючи операції відкритого ринку, центробанк завжди бере на себе ризик невиконання контрагентами своїх зобов'язань за такими операціями. Це спричинено тим, що НБУ як кредитор останньої інстанції надає рефінансування, зокрема ненадійним банкам. Таким банкам, можливо, відмовляють у наданні кредитних ресурсів на міжбанківському кредитному ринку. Збитки НБУ, які можуть бути спричинені такими діями контрагентів, неодмінно негативно впливають на баланс центробанку, спричиняючи зменшення його капіталу. Такий негативний ефект нівелюється переважним використанням НБУ забезпечених операцій з рефінансування.

Незважаючи на значне зростання обсягу зворотних операцій (операцій прямого/зворотного репо та тендерів з надання кредитів рефінансування) Національного банку України, питома вага прямих операцій купівлі-продажу цінних паперів України все ще залишається на високому рівні (рис. 1, 2). Основною причиною значних обсягів викупу НБУ цінних паперів на відкритому ринку є підтримання структурної ліквідності банків України з метою розширення грошової пропозиції, що спрямовуватиметься на задоволення нагальних державних потреб (фінансування Нафтогазу та ФГВФО шляхом монетизації ОВДП з його власності переважно протягом 2013–2015 рр.), а також фінансування потреб Уряду шляхом участі на аукціонах з розміщення ОВДП (у 2010–2013 рр.).

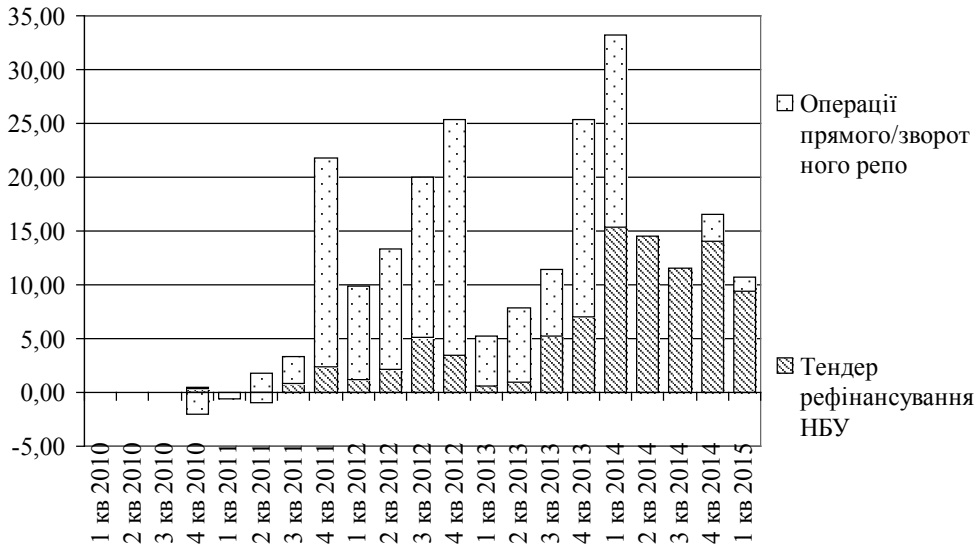


Рис. 1. Квартальні обсяги здійснення НБУ зворотних операцій¹ з цінними паперами України, млрд. грн.

¹ Зворотні операції (reverse transactions) – це операції, за яких центральний банк купує або продає активи на підставі угоди репо або здійснює кредитні операції під забезпечення [8, с. 237].

Примітка: побудовано автором на основі [2].

За даними рис. 1 спостерігаємо, що починаючи з II кварталу 2014 р., простежується тенденція до скорочення операцій прямого репо та зростання обсягів операцій з надання ліквідності банку шляхом проведення тендера з рефінансування, що викликана переходом Національного банку до більш транспарентних та доступних ширшому загалу банківських установ механізмів постачання грошових коштів. Крім того, такий механізм забезпечує більш ефективне розподілення емісійних коштів напряму банкам, у яких є нагальна необхідність отримання додаткової ліквідності для забезпечення безперервного стабільного функціонування на ринку.

Як можна відслідкувати на рис. 1, наприкінці 2010 – в середині 2011 р. Національний банк почав проводити операції зворотного репо. Це рішення обумовлено такими факторами:

- надлишком ліквідності у банківській системі, який сформувався через зна-

чні вливання коштів центробанком у I кварталі 2010 р. шляхом здійснення операцій купівлі цінних паперів;

- значним зростанням ризикованості позичальників як на міжбанківському ринку, так і на ринку роздрібних кредитів і, як наслідок, скороченням таких операцій;
- посиленням комерційними банками заходів зі зниження ризикованості своїх операцій.

З IV кварталу 2011 р., Національний банк не проводив зворотних операцій з цінними паперами з метою абсорбування ліквідності з ринку, а обсяги зворотних операцій з постачання ліквідності значно зросли.

Як свідчать дані рис. 2, сальдо операцій купівлі-продажу цінних паперів Національним банком України у 2010–2012 рр. має постійну тенденцію до збільшення. Вона зумовлена тим, що банківський сектор України вимагав постійного вливання грошових ресурсів для збільшення його

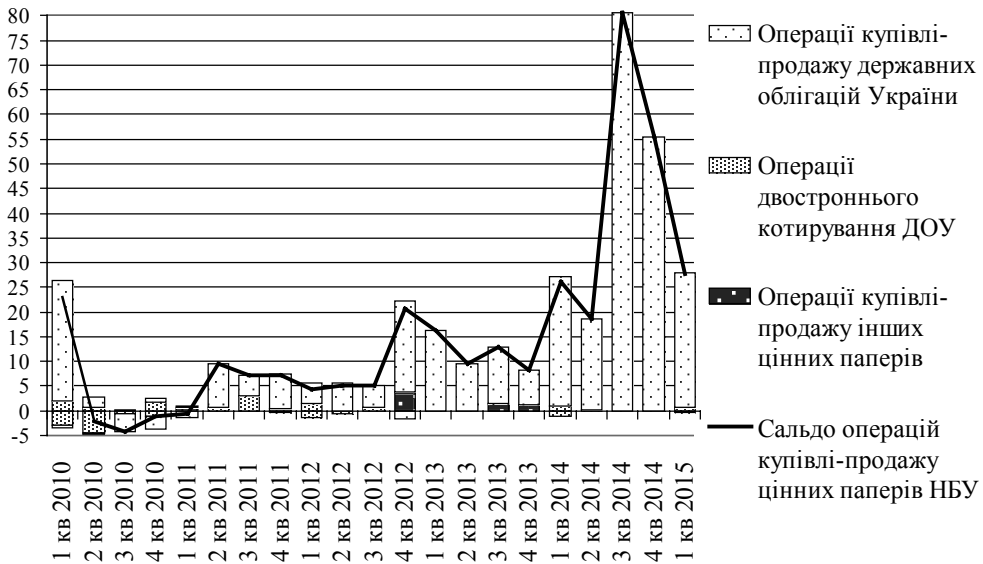


Рис. 2. Квартальні обсяги здійснення НБУ прямих операцій купівлі-продажу цінних паперів України та їх сальдо, млрд. грн.

Примітка: побудовано автором на основі [2].

ліквідності та активізації кредитування економіки. Проте ці кредитні вливання не давали очікуваного ефекту через неефективні, недостатньо конкурентні та транспарентні механізми його розподілення серед суб'єктів ринку, що відобразилось у наданні значних позичкових ресурсів, наприклад, для зведення великих інфраструктурних об'єктів. Інші господарські суб'єкти відчували гострий дефіцит фінансових ресурсів.

Особливо необхідними такі дії НБУ виглядають на фоні зниження темпів зростання ВВП, що простежувалось у 2010–2013 рр., його зниження у 2014 р. та дефляції 2012 р.

Треба відмітити значні обсяги викупу Національним банком цінних паперів протягом 2014 р. (загалом 181,06 млрд. грн.) та у I кварталі 2015 р. (27,9 млрд. грн.). Через кризові явища, які були в 2014 р. (соціально-політична криза, анексія частини території України агресором, воєнні дії та окупація частини східних земель, стрімке падіння

курсу національної грошової одиниці, банкрутство ряду фінансових установ, значне підвищення цін закупівлі імпортованих енергетичних ресурсів, відплив валютних коштів за межі України, зростання обсягів готівкових коштів поза банківською системою, падіння економічної активності суб'єктів господарювання, від'ємні значення темпів приросту ВВП тощо) Національним банком були прийняті кроки на вливання значних коштів у банківську систему через фондівий емісійний канал. Переважно ця емісія була абсорбована НБУ шляхом продажу інвалюти на виконання суб'єктами господарювання своїх зобов'язань за контрактами з нерезидентами (наприклад, закупівля Нафтогазом необхідних обсягів природного газу).

На рис. 2 можна спостерігати, що у 2010–I кварталі 2011 р. НБУ активно проводив операції з продажу цінних паперів зі свого портфеля. Ця активність викликана як надмірними обсягами купівлі цінних паперів центральним банком у I кварталі 2010 р., так

і необхідністю запровадження нового механізму двостороннього котирування державних облігацій України. Він полягає у продажі з портфеля Національного банку України державних облігацій України за номінальною вартістю (з урахуванням накопиченого купонного доходу (НКД), який склався на дату продажу) із зобов'язанням їх зворотного викупу у будь-який час у майбутньому за номінальною вартістю (з урахуванням НКД, який склався на дату зворотного викупу). Треба зазначити, що увесь випуск цінних паперів, з якими проводяться такі операції мав бути попередньо викуплений центральним банком у повному обсязі та не повинен передбачати дорозміщення такого випуску емітентом. За економічною сутністю подібний інструмент можна розглядати як операцію безпроцентного безстрокового зворотного репо, проте цінні папери, які є предметом такого механізму, можуть мати вільний обіг на ринку та бути викуплені НБУ у будь-якого учасника такого ринку. Значні обсяги операцій зі зворотної купівлі Національним банком державних цінних паперів у межах механізму двостороннього котирування, як можна побачити з рис. 2, тривали протягом 2011, 2012 та 2014 рр.

Якщо проаналізувати структуру кредитних та депозитних операцій Національного банку України [2], то можна побачити, що у 2010–2011 рр., на відміну від 2012 р., НБУ переважно здійснював операції з абсорбування банківської ліквідності. Такі операції у 2010 р. перевищували обсяги операцій з надання ліквідності у 48 разів, у 2011 р. цей показник знизився до 6. Проте, у 2012 р. цей показник виявився протилежним: обсяги операцій з постачання ліквідності банків перевищили обсяги операцій з її абсорбування у 6 разів.

Починаючи з II кварталу 2013 р. спостерігається значне зростання обсягів розміщення депозитних сертифікатів. Це пояснюється чотирма факторами: зростанням

ліквідності банківської системи, стабілізацією на відносно низькому рівні міжбанківських процентних ставок, запровадженням з 20 червня 2013 р. постійно діючої лінії проведення тендерів з розміщення депозитних сертифікатів овернайт та потенційною можливістю починаючи з 27 червня 2013 р. торгувати депозитними сертифікатами на фондових біржах [6].

Також починаючи з IV кварталу 2013 р. спостерігається значне зростання операцій з постачання ліквідності, що досягло свого максимального значення у IV кварталі 2014 р. На фоні значного збільшення вкладів у депозитні сертифікати можна зробити висновок, що через кризові соціально-політичні явища, які почалися наприкінці 2013 р. і спричинили турбулентність в економічному середовищі, відбувалась сегментація банківської системи на банки з профіцитом та дефіцитом ліквідності. Ця сегментація порушила трансмісійний механізм монетарної політики через закриття лімітів одним сегментом банківської системи іншому. Як наслідок, одні банки відчують постійну нестачу ліквідності та постійно компенсують її за рахунок операцій центрального банку, інші – роблять вкладення у депозитні сертифікати НБУ.

Однак наведені вище показники слід скоригувати, оскільки операції з випуску депозитних сертифікатів фактично мають значно менші терміни порівняно з іншими інструментами і не можуть бути привабливим фондовим засобом. Так, середньозважений термін до погашення депозитних сертифікатів, які розміщувались Національним банком у 2010 р., складав – 18,63 днів, у 2011 р. – 16,51 днів, у 2012 р. – 11,42 днів, у 2013 р. – 5,92 днів, у 2014 – 2,26 днів, а у I кварталі 2015 р. – 2,25 днів. Водночас за іншими інструментами з постачання ліквідності строки були значно вищим (табл. 1).

Таблиця 1

**Середньозважена строковість операцій Національного банку України
у 2010–2015 рр., днів.**

Вид операції	рік					
	2010	2011	2012	2013	2014	I кв. 2015
Розміщення депозитних сертифікатів НБУ	18,63	16,51	11,42	5,92	2,26	2,25
Тендер з рефінансування	21,43	25,35	217	211,99	118,75	24,28
Пряме репо	30	24,9	33,91	79,52	81,77	78,18
Зворотне репо	15,53	3,2	–	–	–	–

Примітка: побудовано автором на основі [1].

Якщо привести наведені у таб. 1 дані до спільного знаменника, а саме – вирахувати середньоденне значення обсягу операцій за інструментами (V_d^t) за формулою 1:

$$V_d^t = \frac{V_d * T_d^{cp}}{365}, \quad (1)$$

де d – рік;

V_d – обсяг операцій з фінансовим інструментом у році d ;

T_d^{cp} – середньозважена строковість операцій з фінансовим інструментом, то отримаємо більш об'єктивні показники, наведені у табл. 2.

Результати розрахунків, наведені у табл. 2, можна пояснити такими чинниками:

- починаючи з 2010 р. розрахункове середньоденне значення обсягу розміщення депозитних сертифікатів знижувалося значними темпами та у 2012 р. поступилося за абсолютним значенням відповідному показнику операцій з постачання ліквідності. Така ситуація обумовлювалась порушеннями у трансмі-

- сійному механізмі монетарної політики, які виявлялися у надмірному попиті на іноземну валюту на міжбанківському ринку. З цієї самої причини у 2012 р. НБУ не проводив операцій зворотного репо;
- після запровадження інструменту розміщення депозитних сертифікатів НБУ овернайт, у 2013 р. значно зросло розрахункове середньоденне значення обсягу операцій з їх розміщення з 0,52 у 2012 р. до 4,36 у 2013 р.;
- після введення в дію довгострокових тендерів з рефінансування банків до 360 днів у 2012 р. розрахункове середньоденне значення обсягу розміщених коштів через тендер з рефінансування зросло більш ніж у 32 рази порівняно з аналогічним показником у 2011 р. та зростало у 2013 р.;
- після збільшення максимального терміну здійснення операцій прямого репо у 2012 р. з 30 до 90 днів розрахункове середньоденне значення обсягу розміще-

Таблиця 2

**Розрахункове середньоденне значення обсягу операцій
за фінансовими інструментами НБУ, 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 з 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

Примітка: розраховано автором

них коштів через проведення операцій прямого репо зросло більш ніж у 3 рази порівняно з аналогічним показником у 2011 р. до 5,26 млрд. грн. та зростало у 2013–2014 рр.

З огляду на отримані дані (табл. 2) можемо спостерігати ще один доказ сегментації банківської системи, яка відбулась наприкінці 2013 р., на банки з профіцитом та дефіцитом ліквідності. Так, у 2010 та 2011 р. чітко спостерігається структурний надлишок ліквідності у банківській системі обсягом 12,61 та 6 млрд. грн. відповідно, що переріс у зв'язку з проведенням НБУ у 2012 р. політики "дорогих" грошей та надмірним попитом на валюту з боку банків та населення у структурний дефіцит ліквідності обсягом 11,82 млрд. грн. У 2013 р. одночасно виникли структурний надлишок

та структурний дефіцит ліквідності у банківській системі обсягами 15,85 та 4,36 млрд. грн. відповідно, що може свідчити про сегментацію банківської системи, яка поглибилася у 2014 р. (22,66 та 9,12 млрд. грн.) та I кварталі 2015 р. (3,66 та 16,54 млрд. грн.).

Загалом місце операцій відкритого ринку в операційному інструментарії НБУ з 2010 по I квартал 2015 р. має такий вигляд (рис. 3).

Після впровадження постійно діючої лінії тендерів з розміщення депозитних сертифікатів овернайт, яка не є інструментом відкритого ринку, на відміну від тендерів з розміщення більш тривалих депозитних сертифікатів, частка операцій відкритого ринку в структурі операцій з абсорбування ліквідності знизилася зі 100% (до травня 2013 р. включно) до середнього значення у 14,7%

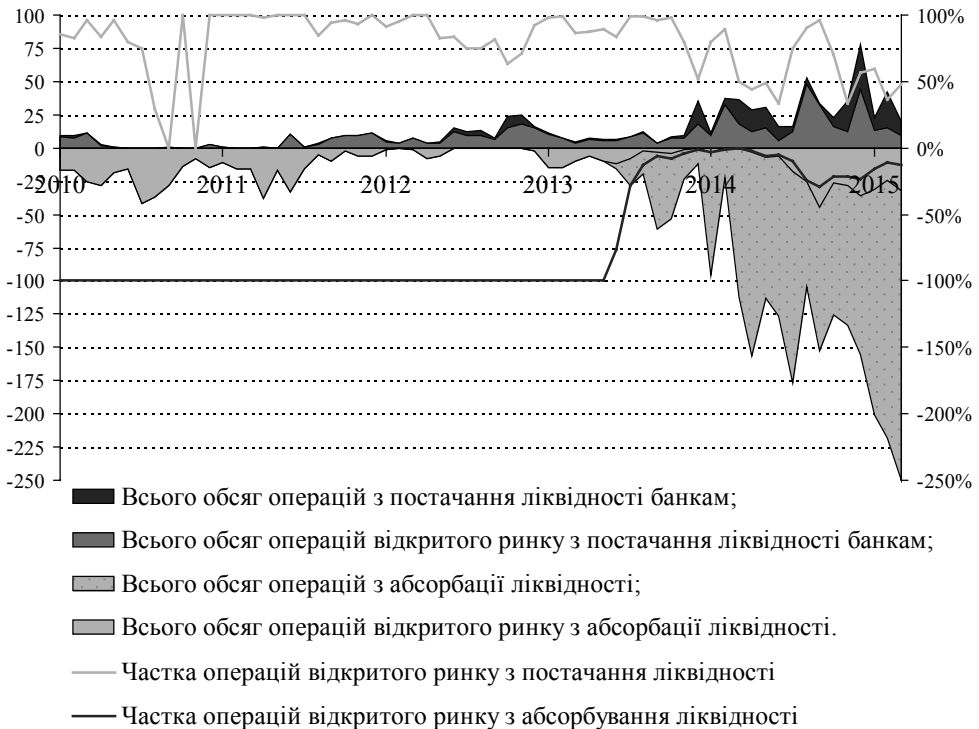


Рис. 3. Динаміка зміни обсягів та частки операцій відкритого ринку в структурі операцій НБУ, млрд. грн.

Джерело: побудовано автором на основі [2]

(з червня 2013 р. по березень 2015 р.), досягаючи свого мінімального значення у березні 2014 р. (0,03%). Такі низькі значення пояснюються закриттям значною кількістю банків лімітів на операції, що перевищують строк овернайт через турбулентність ситуації на фінансових ринках, що виникла після соціально-політичної кризи 2014 р. та наступним очищенням банківської системи. Частка операцій відкритого ринку в структурі операцій з постачання ліквідності у 2010 – I квартал 2015 р. складала приблизно 79,1%. З них 58% займали операції з купівлі цінних паперів, 29% – операції прямого репо та 14% – кредити, отримані шляхом участі у тендері з рефінансування банків.

Стосовно середньозважених процентних ставок за операціями з рефінансування та мобілізаційними операціями НБУ (рис. 4) можна відмітити, що з початку 2010 р. по кінець 2013 р. їх загальний рівень знизився на 6 п. п. Порівняно з січнем 2010 р. максимальне зростання середньозважених процентних ставок за операціями з рефінансування та зниження за мобілі-

заційними операціями НБУ за цей період було зафіксовано у листопаді 2011 р. – на 2,1 п. п. та 7,7 п. п. відповідно. Це призвело до того, що максимальний спред між цими середньозваженими ставками у листопаді 2011 р. склав 15 п. п. Мінімальний спред за такими ставками за цей період було зафіксовано у липні 2012 р. (1,09 п. п.), зокрема через зростання попиту на більш тривалі депозитні сертифікати НБУ з вищою доходністю. Проте його значення на початок та кінець досліджуваного періоду майже не змінилося (5,2 п. п. проти 5,21 п. п.).

З початку 2014 р. спостерігалось поступове підвищення ставок за активними і пасивними операціями НБУ. Так, за станом на березень 2015 р. середньозважена ставка за операціями з рефінансування становила 30,43% (відбулось підвищення на 23,59 п. п., або у 4,45 разів), а за мобілізаційними операціями НБУ – 20,27% (відбулось підвищення на 18,25 п. п., або у 10,03 разу), таким чином, спред між ними збільшився у 2,11 разу: з 4,82 п. п. у січні 2014 р. до 10,16 п. п. у березні 2015 р. з

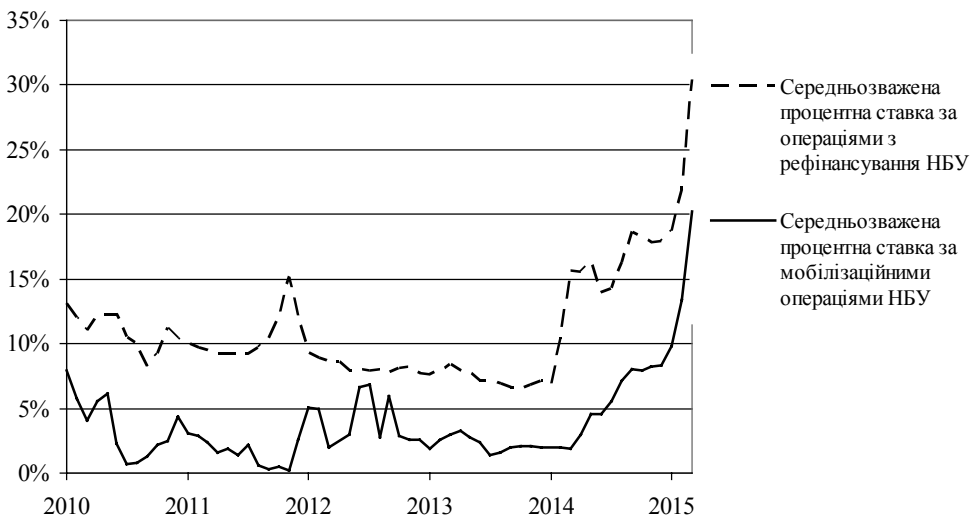


Рис. 4. Динаміка середньозважених процентних ставок за операціями з рефінансування та мобілізаційними операціями НБУ (за щомісячними даними)

Джерело: побудовано автором на основі [1]

максимальним значенням у 13,73 п. п. у березні 2014 р.

Таке значне підвищення ставок було насамперед викликane:

- переходом НБУ на використання підходів, які підвищували доступність використання інструментів з постачання ліквідності для банків, а отже, збільшували їх обсяги і підвищували інфляційний тиск;
- тенденціями у фінансовому секторі, які характеризувались значним підвищенням кредитних ризиків фінансових установ, зростанням ставок, надмірним попитом на інвалюту та відпливом вкладів з банківської системи.

Наразі можемо також стверджувати про недостатню ефективність грошово-кредит-

них ринків, оскільки процентна політика Національного банку України не має значного впливу на міжбанківську кредитну ставку овернайт. На рис. 5 показана динаміка середньозваженої ставки міжбанківського ринку овернайт України щодо основних ставок НБУ (облікової, за кредитами овернайт, за тендером з рефінансування, за тендером з розміщення депозитних сертифікатів НБУ овернайт). В ефективних грошово-кредитних системах ставки овернайт центробанку є “стелею” і “підлогою” для міжбанківських кредитних ставок овернайт. В українських реаліях можна стверджувати або про недостатню ефективність самих інструментів грошово-кредитної політики НБУ (наприклад: адміністративне обмеження кількості

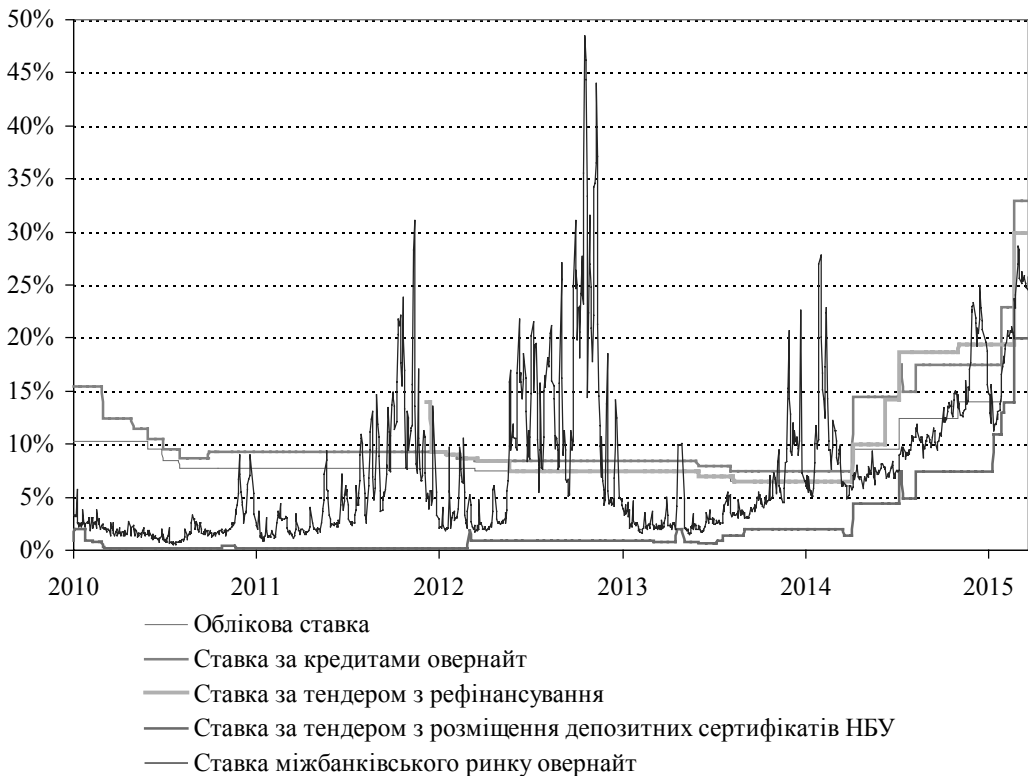


Рис. 5. Динаміка зміни середньозваженої ставки міжбанківського ринку овернайт України щодо основних ставок НБУ

Примітка: Побудовано автором на основі [1, 3]

звернень окремого банку за отриманням кредиту овернайт на місяць, що призвело до пробиття у 2011–2012 рр. “стелі”), або про порушення трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, або про неефективність розподілення залучених від НБУ ресурсів на міжбанківському ринку.

У 2014 р. ситуація трохи покращилася у зв'язку з переходом НБУ на використання більш прозорих та ефективних для регулювання банківської системи тендерних механізмів при розподіленні ліквідності між банками.

Наприкінці 2013 – початку 2014 рр. можемо спостерігати інший прорив міжбанківськими ставками овернайт “стелі”, що було викликано невизначеністю фінансових ринків через загострення соціально-політичної кризи.

Інший прорив “стелі” для міжбанківських ставок овернайт відбувся наприкінці 2014 р., до чого призвела значна кількість банкрутств фінансових установ, зокрема: ПАТ “Укрбізнесбанк”, ПАТ “Банк Камбіо”, АТ “Банк Золоті Ворота”, ПАТ “ВіЕйБі Банк”, ПАТ “Міський Комерційний Банк”, ПАТ “Легбанк”, ПАТ “БГ Банк” та ПАТ “Всеукраїнський банк розвитку”, що спричинило підвищення ризикованості здійснення операцій іншими комерційними установами і, як наслідок, зростання міжбанківських кредитних ставок овернайт.

Висновки. За результатами дослідження зроблено висновок, що в політиці НБУ серед операційних інструментів відкритого ринку домінує торгівля державними облигаціями України. Це дає змогу збільшувати фондомісткість кредитного ринку країни та гарантувати його матеріальну забезпеченість грошової маси.

Проте паралельно з цими інструментами НБУ почав збільшувати обсяги операцій із забезпечення ліквідності через кредитні і депозитні операції. Так, абсолютні обсяги операцій з депонування ліквідності в окремі

роки (2010, 2011, 2013, 2014 рр.) у багато разів перевищували обсяги операцій НБУ з купівлі-продажу цінних паперів. Водночас не було сталих тенденцій і в депозитно-кредитних операціях регулятора: в окремі роки відбувалося багатократне перевищення обсягів з надання ліквідності, в інші – дисбаланс був у бік операцій з її абсорбування.

Окрім того, починаючи з 2012 р., різко зросли строки та суми кредитування банків за допомогою тендерів з їх рефінансування, які фактично були альтернативою для операцій центробанку з купівлі цінних паперів. Обсяги таких кредитів були пов'язані із наявністю заставного майна у комерційних банків, з високою часткою недостатньо ліквідних активів. Тому насичення економіки подібними коштами було у значній частині надлишковим. В результаті це могло привести до девальвації і зниження монетизації, а отже, і до погіршення ліквідності банківської системи.

Для термінового виправлення ситуації НБУ використовував механізм масштабних мобілізаційних операцій, і таке чергування великих обсягів кредитного рефінансування та депонування коштів банків не могло не спричинити дестабілізацію ринкового розподілу ресурсів та розбалансування попиту і пропозиції на комерційні кредити. Саме у такі періоди, як наприклад, у четвертому кварталі 2012 р., спостерігалось різке підвищення процентних ставок за гривневими комерційними кредитами та кредитами овернайт на міжбанківському ринку, а також погіршення вільної ліквідності банків (навіть до досягнення нею від'ємних значень).

Іншим наслідком дестабілізації стало суттєве зменшення комерційного кредитування через зростання його ризикованості та нестачу платіжних засобів в економіці, коли ставки овернайт перевищували ставки за основними операціями Національного банку.

Можна констатувати, що в період дослідження НБУ не вдалося досягти головних цілей грошово-кредитної політики. У багатьох випадках це було результатом некомплексного підходу, коли заради окремих цільових операцій з надання ліквідності підривалася збалансованість попиту-пропозиції на грошово-кредитні засоби та здійснювалися масштабні втручання регулятора у ринкові процеси. Очевидно, відбувався перерозподіл кредитних ресурсів на користь окремих комерційних установ, від чого страждав процес досягнення цільових параметрів грошово-кредитної системи.

Таким чином, кредитний дисбаланс і подальші фінансово-валютні потрясіння, які відбувались в Україні у 2014 р., були обумовлені окремими неефективними діями центробанку. По-перше, він змінив структуру операцій регулювання грошової маси і банківської ліквідності в бік прямого кредитного рефінансування банків, що дало змогу штучно збільшити кредитні ресурси і потребувало масового депонування останніх з грошово-кредитної системи, аби різко не підвищився валютний курс та суттєво не посилювались інфляційні процеси; наслідком стали нестача ресурсів та висока їх вартість.

По-друге, збільшення вертикальних потоків грошово-кредитних ресурсів супроводжувалося скороченням ринкових (горизонтальних) потоків, зокрема надходження до банків депозитів і кредитів інших кредитних установ і підприємств та фізичних осіб; це ще більше посилювало дефіцит власних ресурсів банківської системи та скоротило кредитування юридичних і фізичних осіб. Наслідком цього стало поглиблення кризи реального сектору економіки.

Дослідження свідчить про непослідовність і непередбачуваність регулювальних процедур, які використовував Національний банк: майже щорічно змінюються інструменти, напрямки та масштаби централізованих

втручань у ситуацію на грошово-кредитних ринках. Вони фактично представляють собою адміністративне маніпулювання грошовими потоками, що не сприяє нагромадженню ринкових фондів, ефективному розподілу ресурсів між учасниками ринків і досягненню рівноваги на них. Загальна розбалансованість протягом досліджуваного періоду монетарної політики НБУ, не дозволяла сформулювати необхідні передумови для максимально ефективного застосування інструментів відкритого ринку. Однак проблема оцінки ефективності цих інструментів потребує окремого дослідження.

Література

1. *Фінансові ринки [Електронний ресурс] // Національний банк України. – Режим доступу : http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44580.*
2. *Основні тенденції грошово-кредитного ринку [Електронний ресурс] // Національний банк України. – Режим доступу : http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58038.*
3. *Показники валютного/фінансового ринку [Електронний ресурс] // Національний банк України. – Режим доступу : <http://bank.gov.ua/control/uk/allinfo>.*
4. *Постанова Правління Національного банку України від 30.04.2009 № 259 “Про затвердження Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України” [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0410-09>.*
5. *Постанова Правління Національного банку України від 05.12.2011 № 434 “Порядок проведення Національним банком України операцій з купівлі-продажу іноземної валюти на умовах “своп”” [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/v0434500-11>.*
6. *Постанова Правління Національного банку України від 20.06.2013 № 243 “Про затвердження Змін до Технічного порядку проведення Національним банком України операцій з банка-*

ми” [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/v0243500-13>.

7. Статистичний бюлетень [Електронний ресурс] // Національний банк України. – Режим доступу : http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=57897.

8. Annual Report: 2012 [Electronic resource] // European Central Bank. – Access mode : <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012en.pdf>.

9. Bindseil U. (Біндсейл У.) Monetary policy implementation – theory, past and present / U. Bindseil. – Oxford Press, 2004.

10. Monetary policy frameworks and central bank market operations [Electronic resource] // Bank for International Settlements, Monetary Committee. – 13 December 2007. – Access mode : <http://www.bis.org/press/p071217.htm>.

References

1. Finansovi rynky [Financial markets]. Natsionalnyi bank Ukrainy – The National bank of Ukraine. Available at: http://bank.gov.ua/control/en/publish/article?art_id=12064025&cat_id=8782108.

2. Osnovni tendentsii hroshovo-kredytnoho rynku [Key developments in the Ukrainian money market]. Natsionalnyi bank Ukrainy – The National bank of Ukraine Available at: http://bank.gov.ua/control/en/publish/article?art_id=15712827&cat_id=15716570

3. Pokaznyky valiutnoho/finansovoho rynku [Foreign exchange/financial market indicators]. Natsionalnyi bank Ukrainy – The National bank of Ukraine. Available at: <http://bank.gov.ua/control/en/allinfo>

4. Postanova Pravlinnia Natsionalnoho banku Ukrainy vid 30.04.2009 № 259 “Pro zatverdzhennia Polozhennia pro rehulivannia Natsionalnym bankom

Ukrainy likvidnosti bankiv Ukrainy” [The NBU board resolution “On approval of the regulation on the National bank of Ukraine operations for bank’s liquidity adjustment”]. (2009, April 30). Available at: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0410-09>.

5. Postanova Pravlinnia Natsionalnoho banku Ukrainy “Poriadok provedennia Natsionalnym bankom Ukrainy operatsii z kupivli-prodazhu inozemnoi valiuty na umovakh “svop”” [The NBU board resolution “On approval of the regulation on the National bank’s of Ukraine foreign exchange swap transactions”]. (2011, December 5). Available at: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/v0434500-11>.

6. Postanova Pravlinnia Natsionalnoho banku Ukrainy “Pro zatverdzhennia Zmin do Tekhnichnoho poriadku provedennia Natsionalnym bankom Ukrainy operatsii z bankamy” [The NBU board resolution “On amendments to the Technical procedure of the National Bank’s of Ukraine transactions with banks”]. (2013, June 20). Available at: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/v0243500-13>.

7. Statystychnyi biuleten [Statistical bulletin Natsionalnyi bank Ukrainy – The National bank of Ukraine. Available at: http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=57897.

8. Annual Report: 2012. European Central Bank. Available at: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012en.pdf>.

9. Bindseil U. (2004) Monetary policy implementation – theory, past and present. Oxford Press [in English].

10. Monetary policy frameworks and central bank market operations (2007, December 13). Bank for International Settlements, Monetary Committee. Available at: <http://www.bis.org/press/p071217.htm>.