В останні десятиріччя центральні банки країн із розвинутою ри­нковою економікою віддають перевагу такому інструменту грошо­во-кредитної політики, як проведення операцій із цінними паперами на відкритому ринку, що відповідає загальній тенденції переважно­го використання ринкових інструментів регулювання економіки.

Політика відкритого ринку полягає у змінах обсягів купівлі та продажу цінних паперів центральним ранком. Ці операції централь­ного банку зумовлюють зміну резервів комерційних банків, що, у свою чергу, позначається на обсязі та вартості банківських кредитів. У наслідок цього центральний банк має можливість впливати на розмір грошової маси і на рівень ринкової процентної ставки у потріб­ному напрямі, тобто досягати заздалегідь поставленої мети.

Центральний банк продає цінні папери зі свого портфеля, коли йому потрібно стабілізувати або зменшити масу грошей в обігу, стри­мати зростання платоспроможного попиту й, отже, сприяти підвищен­ню рівня процентної ставки і в кінцевому підсумку знизити інфляцію. Якщо центральний банк продає цінні папери безпосередньо комер­ційним банкам, то в цьому разі зменшуються надлишкові резерви банків, а депозитна база, тобто сума залучених банками коштів, залишається сталою. Зменшення банківських резервів породжує мультиплікативне скорочення грошової маси. Якщо ж центральний банк продає цінні папери небанківським учасникам (дилерам) фондового ринку, то в такому разі зменшуються резерви комерційних банків, які обслу­говують небанківських дилерів, і одночасно зменшується депозитна база цих комерційних банків, оскільки для розрахунків із централь­ним банком за куплені цінні папери небанківські дилери використо­вують свої банківські депозити. Отже, і в цьому разі відбувається ско­рочення грошової маси, але частково воно відбувається в момент розрахунків за цінні папери, а частково — через мультиплікативне скорочення депозитів.

Центральний банк купує цінні папери на відкритому ринку, коли ставить за мету збільшити грошову масу, знизити вартість грошей, тобто знизити рівень ринкової процентної ставки і в такий спосіб активізувати підприємницьку діяльність, пожвавити кон'юнктуру ринку. Механізм впливу операцій центрального банку на грошовий ринок під час купівлі цінних паперів такий самий, як і під час про­дажу, тільки процес відбувається у зворотному напрямі.

Об'єктом операцій центральних банків на відкритому ринку зде­більшого є цінні папери, що мають високу ліквідність і користуються повсюдним попитом за незначних коливань ринкової вартості. Тра­диційно центральні банки проводять політику відкритого ринку пере­важно з державними цінними паперами на вторинному ринку. До операцій відкритого ринку не належить купівля центральним банком цінних паперів на первинному ринку, тобто безпосередньо в емітента. Політика відкритого ринку широко застосовується в регулятивній діяльності центральних банків. Це — найбільш дійовий і гнучкий ме­тод грошово-кредитної політики. Результати застосування цього ме­тоду центральні банки можуть досить точно спрогнозувати, передба­чити, його ж дія забезпечує ефективний вплив на грошовий ринок, а отже, і на економіку в цілому. Позитивні аспекти цього методу гро­шово-кредитної політики полягають у тому, що центральний банк са­мостійно визначає обсяг, час і напрям здійснення операцій на відкри­тому ринку і в такий спосіб повністю контролює застосування цього методу. Наслідки проведення операцій на відкритому ринку легко піддаються коригуванню. Якщо у здійсненні грошово-кредитної полі­тики допущена помилка, центральний банк може швидко її виправи­ти, здійснивши операцію зворотного спрямування.

Історично першою формою операцій на відкритому ринку були звичайні операції центрального банку з купівлі та продажу цінних па­перів. У найбільших масштабах ці операції здійснюються в США. Так, частка державних цінних паперів в активах консолідованого ба­лансу федеральних резервних банків США протягом 1994—1996 рр. становила понад 80 %. Зростання попиту на цінні папери, зокрема з боку центрального банку, призводить до зростання їхньої ринкової вартості й одночасно до падіння фактичної дохідності, що, природно. спонукає власників цінних паперів (комерційні банки, інституційних інвесторів, населення) до їх продажу. І навпаки, якщо зростає пропо­зиція цінних паперів, зокрема з боку центрального банку, це призво­дить до зниження цін на цінні папери й відповідно до підвищення їх­ньої фактичної дохідності, що, у свою чергу, стимулює інвесторів укладати гроші в цінні папери. Отже, центральні банки проводять операції на відкритому ринку, спираючись на дію ринкових механіз­мів коливання цін і дохідності фінансових інструментів.

У 80—90-ті роки у країнах із розвинутою ринковою економікою значно зростає ринок операцій із цінними паперами на умовах угоди про зворотну купівлю. Це пояснюється, по-перше, позитивними якостями цього гнучкого регулятивного інструмента, а, по-друге, стрімким розвитком телекомунікацій і комп'ютерної техніки, що обумовило розроблення й використання таких досконалих розрахун­кових і депозитарних систем, яких потребують операції РЕПО.

Операція РЕПО — фінансова операція, що складається з двох частин. У першій частині цієї опера­ції (стандартне РЕПО) одна сторона продає цінні папери іншій сторо­ні. Водночас перша сторона бере на себе зобов'язання викупити ука­зані цінні папери у визначений термін або на вимогу другої сторони.

Це зобов'язання на зворотну купівлю відповідає зобов'язанню на зворотний продаж, що його бере на себе друга сторона. Слід додати, що зворотна купівля цінних паперів здійснюється за ціною, яка від­різняється від ціни первісного продажу. Різниця між цінами і є тим процентним доходом, який має отримати сторона, котра виступає покупцем цінних паперів (продавцем грошових коштів) у першій частині РЕПО. Ціна зворотного викупу являє собою суму первісної ціни продажу і деякого процента, що сплачується позичальником коштів. Ставка цього процента (ставка РЕПО) розраховується на ос­нові року (365 днів), що дає певну підставу розглядати РЕПО як фор­му короткострокового кредиту, забезпеченого цінними паперами.

Зворотне РЕПО — дзеркальне ві­дображення стандартного РЕПО. Воно означає ту саму угоду, але з позиції покупця цінних паперів у першій частині РЕПО.

Операції РЕПО дають змогу центральному банку впливати на короткострокову кон'юнктуру ринку з подальшим нівелюванням ефекту цього впливу через певний проміжок часу.

У світовій практиці угоди РЕПО укладаються здебільшого на позабіржовому ринку, на короткий проміжок часу і на великі суми, тобто це операції оптового грошового ринку. Окремі параметри операцій РЕПО є стандартизованими.

Що стосується переміщення і зберігання цінних паперів, то, як показує світова практика функціонування ринку РЕПО, можуть зас­тосовуватися різні способи. Перший спосіб полягає у тому, що цінні папери, куплені у першій частині операції РЕПО, справді переказу­ються покупцеві цінних паперів. У цьому разі покупець цінних паперів у першій частині РЕПО мінімізує свій кредитний ризик. Другий спосіб передбачає переказ (переміщення) цінних паперів на користь третьої сторони, що визначило назву цієї операції — «трьохстороннє» РЕПО. Третя сторона — згідно з договором має певні зобов'язання перед безпосередніми учасниками угоди. Остан­ній, третій спосіб проведення операції РЕПО вирізняється тим, що цінні папери залишаються у сторони, яка є продавцем цінних папе­рів у першій частині цієї операції. Продавець виступає зберігачем цінних паперів для покупця. Цей спосіб РЕПО традиційно назива­ють «довірчим РЕПО». Він характеризується мінімальними витра­тами на переміщення цінних паперів, а також найвищим рівнем кредитного ризику для покупця цінних паперів.

Формування в Україні з 1995 р. ринку державних цінних паперів зумовлює необхідність визначення місця і ролі центрального банку України на цьому ринку. Закон «Про банки і банківську діяльність», ухвалений Верховною Радою у 1991 р., передбачає, що Національ­ний банк України здійснює обслуговування державного боргу, ви­конуючи операції, пов'язані із розміщенням облігацій державної по­зики, їх погашенням та виплатою процентів по них . Крім того, НБУ може купувати і продавати цінні папери, що випускаються державою.

Національний банк здійснює операції з державними борговими зобов'язаннями, зокрема з ОВДП, як на первинному, так і на вто­ринному ринку.

В умовах дефіциту державного бюджету і недостатності внут­рішніх і зовнішніх джерел для його покриття Національний банк у деяких випадках здійснює операції з купівлі ОВДП на первинному ринку, виступаючи при цьому у ролі кредитора уряду. Проект Зако­ну «Про Національний банк України» передбачає, що центральний банк може проводити операції з державними цінними паперами тільки на вторинному ринку, тобто використовуючи їх лише як ін­струмент регулювання грошового ринку.

На вторинному ринку НБУ проводить операції з ОВДП, які пов'язані з регулюванням ліквідності комерційних банків і вплива­ють на грошову масу. Такий вплив справляється через укладання угод з купівлі чи продажу ОВДП як на біржовому, так і позабіржовому ринках. У зв'язку з цим НБУ формує портфель ОВДП, що перебувають у його власності, і підтримує стан портфеля на відповід­ному рівні ліквідності.

НБУ продає облігації, коли виникає потреба вилучити з обігу надлишкову грошову масу, і скуповує облігації з метою підвищення ліквідності комерційних банків і розширення грошової маси. Необ­хідною умовою використання операцій з ОВДП для регулювання грошового ринку є досягнення необхідної стабільності цінових умов реалізації угод, що укладаються на вторинному ринку.

Починаючи з 1997 р. Національний банк України проводить на позабіржовому ринку операції з державними цінними паперами на умовах угоди РЕПО. Під час проведення цих операцій НБУ укладає з ко­мерційним банком генеральну угоду про продаж-купівлю цінних паперів на певний строк із зобов'язанням зворотного продажу-купівлі у визначений термін або на вимогу однієї зі сторін за ціною, обумов­леною заздалегідь. Ці операції активно використовуються НБУ для регулювання ліквідності комерційних банків. Так, у 1997 р. частка платіжних засобів, які Національний банк випустив в обіг для рефінан­сування комерційних банків через проведення операцій РЕПО, у за­гальній сумі рефінансування становила 18,6 %. На 1998 р. НБУ перед­бачив переважне використання саме цього методу рефінансування.

Національний банк може здійснювати операції РЕПО з купівлі-продажу державних цінних паперів, безпосередньо домовляючись з комерційними банками або проводячи тендер заявок комерційних банків на участь в операціях РЕПО. В останньому НБУ через свої регіональні управління не пізніше як за тиждень до проведення тен­дера надсилає повідомлення із зазначенням його умов. Комерційні банки, які бажають узяти участь у тендері, подають заявки, в яких пропонують свої умови, зокрема стосовно ціни в першій і другій ча­стині операції. Після закінчення тендера НБУ наступного робочого дня надсилає комерційному банку, який виграв тендер, повідомлен­ня-підтвердження про намір укласти угоду на здійснення операції РЕПО. В угоді передбачаються: термін, сума, ціна і перелік держав­них цінних паперів, які беруть участь в операції РЕПО; зобов'язання продати державні цінні папери зі зворотним викупом, яке має коре­спондуватись із зобов'язанням купити ці державні цінні папери зі зворотним продажем, і порядок установлення процентного доходу.

Під час проведення операцій РЕПО визначаються дві ціни: ціна продажу цінних паперів і ціна їх зворотного викупу. Орієнтиром для визначення ціни продажу в першій частині операції РЕПО може бу­ти середньозважена ціна того аукціону, на якому були придбані дер­жавні цінні папери, що є предметом угоди. Ціна зворотного викупу цінних паперів, тобто ціна в другій частині операції РЕПО, визнача­ється в результаті торгів між учасниками угоди.

Операції щодо обліку облігацій за угодами РЕПО здійснюються у депозитарії Національного банку. Банк-продавець подає депо-роз­порядження, на підставі якого депозитарій здійснює блокування об­лігацій на окремому рахунку. Виписка з цього рахунку видається банку — продавцю облігацій, а повідомлення про блокування — бан­ку-покупцю. Після надходження повідомлення покупець переказує кошти на рахунок продавця облігацій. У разі зворотного викупу після надходження в депозитарій повідомлення про переказування коштів, у депозитарії здійснюються операції з розблокування облігацій.

У разі невиконання умов договору РЕПО до порушників застосо­вуються санкції, що визначені угодою.

Перший аукціон (закритий) із розміщення ОВДП був проведений 10 березня 1995 року.

Прикладом процесу розвитку ринку ОВДП є ситуація 1997 року. Початок 1997 року на фондовому ринку України характеризувався досить високою дохідністю ОВДП (60-70 % річних ). Стабільний курс національної валюти робив для нерезидентів дуже вигідними вкладення в державні цінні папери. Адже на ринку акцій доти фактично не було ні ліквідних ЦП, ні інвесторів.

У першому кварталі Мінфін зменшив дохідність ОВДП до 25-35 % річних, його позиції тоді здавалися досить міцними. Стабільність курсу гривні все ще давала змогу іноземним інвесторам зберігати прийнятну дохідність у твердій валюті. В цей період відбувається кардинальна перебудова у структурі власників ОВДП. Дуже низькі доходи за цими ЦП змушують вітчизняні банки шукати інших інструментів для отримання доходу, оскільки вартість запозичених коштів для банків України набагато вища від вартості коштів іноземних інвесторів. Таким чином , питома вага іноземців у запозиченнях Мінфіну суттєво збільшувалася.

У другому кварталі 1997 року спостерігалося подальше зниження дохідності ОВДП - до 20-23 % річних. На цьому ринку остаточно почали домінувати нерезиденти. Такий висновок можна було легко зробити після 1 липня. Із цього дня прибуток за ОВДП на первинному ринку почав обкладатися 30-процентним податком. Це суттєво зменшило привабливість облігацій для вітчизняних інвесторів. Якби всі учасники ринку перебували в однакових умовах, то введення податку враз спричинило б або збільшення ставки розміщення ОВДП на первинному ринку, або суттєве зменшення обсягів запозичення Мінфіну. Але нічого подібного не сталося. Справа в тому, що нерезиденти сплачують податок відповідно до двосторонніх міжнародних угод про уникнення подвійного оподаткування, тому зміни у внутрішньому податковому законодавстві їх аж ніяк не стосуються. А оскільки переважну кількість покупців на ринку ОВДП становили нерезиденти, то ринок зовсім не відреагував на запровадження нового податку.

За цих умов приплив іноземних інвесторів забезпечував стабільно високий попит на гривню, тож НБУ успішно поповнював валютні резерви. Але вже тоді експерти висловлювали побоювання з приводу можливої зворотної реакції. Адже в разі виникнення форс-мажорних обставин нерезиденти, як правило, масово покидають ринок, що спричиняє різку девальвацію національної валюти. На ринку корпоративних ЦП у другому кварталі 1997 року спостерігається активізація інвесторів. Підвищуються в ціні акції хімічної, нафтогазової, металургійної промисловості. Фондові індекси свідчать про поступове зростання. Тоді почали уже всерйоз говорити про прихід на наш ринок іноземних банків-депозитаріїв.

Але його не відбулося. Проте в третьому кварталі, за словами операторів, на ринку з’явилося декілька відомих іноземних інвесторів, які значно активізували ситуацію на ринку корпоративних ЦП. Це збіглося з періодом пільгової приватизації підприємств енергетики. Акції цих підприємств одразу привернули увагу інвесторів. Унаслідок недооціненості їхня курсова вартість за кілька місяців зросла більш як на 100 %. Такий перебіг подій підігрівав інтерес інвесторів до ринку акцій в цілому, що призвело до підвищення котирувань основної маси більш-менш ліквідних акцій.

А на ринку ОВДП в третьому кварталі з’явилися перші симптоми кризової ситуації. Мінфін продовжував проводити політику зниження дохідності держоблігацій, яка досягла рекордно низького рівня за час існування ОВДП - 19-23 % річних. Наприкінці вересня розпочався відплив коштів нерезидентів із цього ринку. Очевидно, такий рівень дохідності уже не влаштовував інвесторів. Мінфін відразу зіткнувся з гострими проблемами щодо виплат за розміщеними раніше позиками.

Ситуація змінилася тільки з 8 жовтня. Мінфін змушений був піти на поступки і підвищив ставку дохідності за ОВДП майже на 5 процентних пунктів. Необхідно зазначити, що цей крок емітента одразу покращив життя НБУ. Адже під час відпливу коштів нерезидентів Національному банку довелося витрачати валютні резерви. Відразу після підвищення рівня дохідності ОВДП на валютній біржі з’явилася пропозиція американського долара.

Здавалося кризу вже подолали, але справжні неприємності були ще попереду. Їх причиною став той самий форс-мажор, про який згадувалося раніше. Йдеться про кризу на світових фондових ринках, після якої іноземні інвестори почали масово виводити свої капітали з країн із перехідною економікою, в тому числі і з України. Щоб протистояти цьому процесу, НБУ довелося вдатися до непопулярних жорстких адміністративних обмежень на валютному ринку, а Мінфіну підвищувати дохідність ОВДП більш як удвічі.

Корпоративний ринок цінних паперів відреагував на різке підвищення дохідності ОВДП обвальним падінням курсу акцій. Фондові індекси з кінця жовтня до кінця року знизилися більш як на 30 %.

Міністерство освіти та науки України

Київський національний економічний університет

# Р Е Ф Е Р А Т

на тему:

**Роль Національного банку України на ринку цінних паперів**

Студентки ФЕ та У V курсу

8201/2-2 гр.

Бурак Дарини Анатоліївни

Перевірила:

Білошапка В.С.

Київ, 2001 р.