

Сергій КУЛЬПІНСЬКИЙ

РЕГУЛЮВАННЯ ЛІКВІДНОСТІ ФІНАНСОВОГО РИНКУ В КОНТЕКСТІ ЗГЛАДЖУВАННЯ БІЗНЕС-ЦИКЛУ

Проаналізовано заходи провідних банків світу щодо регулювання ліквідності на фінансових ринках у контексті бізнес-циклу. Обґрунтовано об'єктивну необхідність перегляду нинішніх моделей регулювання ліквідності з більшим акцентом на регулятивні заходи, спрямовані на уникнення дисбалансів між залученими і наданими ресурсами. Запропоновано заходи щодо посилення ефективності операцій з регулювання ліквідності.

The regulatory measures of the leading central banks on financial markets liquidity in the business cycle context are analysed. The rationales for implementing the new regulatory framework with emphasis on minimizing the gaps between borrowed and loaned funds are proved. The proposals on enhancing the efficiency of liquidity regulatory framework are discussed.

Питання регулювання ліквідності центральними банками світу, в тому числі НБУ, з метою поживлення фінансових ринків поки що по-різному сприймається теоретиками та практиками фінансового ринку. З одного боку, збільшення кредитних ризиків, особливо з середини 2008 р. утримує низку суб'єктів ринку від надання нових позик чи здійснення нових операцій з цінними паперами, що дає підстави для надмірного втручання центробанків через емісію нових короткострокових позик. З іншого боку, надмірне вливання ліквідності в умовах стагнації фінансових ринків містить в собі небезпеку виникнення інфляційних тенденцій, зокрема, виникнення "бульбашок" на ринку активів у майбутньому. Неоднозначне трактування наслідків експансії ліквідності обумовлює необхідність дослідження чинників впливу операцій центробанків зі стабілізації фінансових ринків на економічну діяльність і мінімізацію інфляційних та кредитних ризиків, що сприяє рівномірнішому проходженню бізнес-циклу.

Проблеми регулювання ліквідності центробанками досліджували вітчизняні науковці: В. І. Міщенко, А. С. Гальчинський, І. В. Волошин, А. І. Герасимович та ін. Розширення довгострокового рефінансування НБУ набуло широкого масштабу лише в останньому кварталі 2008 р., одночасно з масовим відтоком депозитів. Це також супроводжувалося суттєвим зниженням економічної динаміки і необхідністю підвищення попиту в економіці шляхом активізації кредитних операцій. Нарешті, наростаючі ризики попередньо наданих банками кредитів і дисбаланс між терміновою структурою наданих і залучених коштів обумовили необхідність втручання Центробанку. У світлі неоднорідності наслідків глобальної фінансової кризи для різних країн необхідне комплексне дослідження чинників впливу різних інструментів регулювання ліквідності і, особливо, актуальним є дослідження механізму можливого впливу на потенційне розширення масштабів кредитування.

Переважає більшість банків світу активно збільшували свою ліквідність. Ліквідність банків за період з вересня 2008 р. по червень 2009 р. зазнала значних кон'юнктурних коливань. У Єврозоні лише за перше півріччя 2009 р. було надано близько 900 млрд. дол. Лише за один день 24 червня 2009 р. було надано 442 млрд. євро 1-річної ліквідності [1]. ФРС за цей самий період надав банкам і іншим небанківським фінансовим установам декілька трильйонів доларів, а ставку рефінансування було знижено до одного з найнижчих рівнів за декілька десятиліть (рис.1). У цей період відмічено негативний рівень інфляції в річному обчисленні, зокрема, в Єврозоні (-0,1%), у США (-1,4%), у Китаї (-1,7%), Швейцарії (-1%). При цьому високий рівень інфляції зареєстровано в Україні (+15%), в Росії (+11,9%), де баланс наданої ліквідності (перевищення наданих коштів над мобілізованими) через різні операції центробанків строком до одного року становили 105 млрд. грн. в Україні і 42 трлн. руб. у Росії. Примітно, що рівень відсоткових ставок на фінансових ринках також показав неоднорідну динаміку. Якщо у деяких країнах мало місце їх зниження після значного збільшення обсягів рефінансування центральними банками, то в окремих країнах,

що розвиваються, включаючи Україну, ставки лише виросли. Це свідчить про абсолютно різну специфіку і ефективність інструментів, що застосовуються центробанками.

Розпочнемо аналіз зі США та Великобританії, які фактично розпочали значні вливання коштів на фінансові ринки з вересня 2008 р. У відповідь на дефіцит ліквідності, як ФРС, так і банк Англії наповнили фінансові ринки грошима і знизили короткострокові відсоткові ставки практично до нуля. Не вдаючись до аналізу негайних наслідків цих заходів, зазначимо, що вони поки що не сприяли відновленню банківського кредитування в обсягах, необхідних для нормалізації економічного розвитку. Лише у Китаї обсяги банківського кредитування збільшилися майже вдвічі, переважно завдяки високій частці держави у капіталі банків. Натомість у провідних країнах світу темпи зростання кредитування були близькими до нуля або й негативними. Іншою проблемою став вищезгаданий низький рівень відсоткових ставок, який дестимулює приватні заощадження у той період, коли вони особливо необхідні.

Банк Англії створював додаткові гроші шляхом купівлі казначейських зобов'язань країни інших облігацій у фінансових інституцій

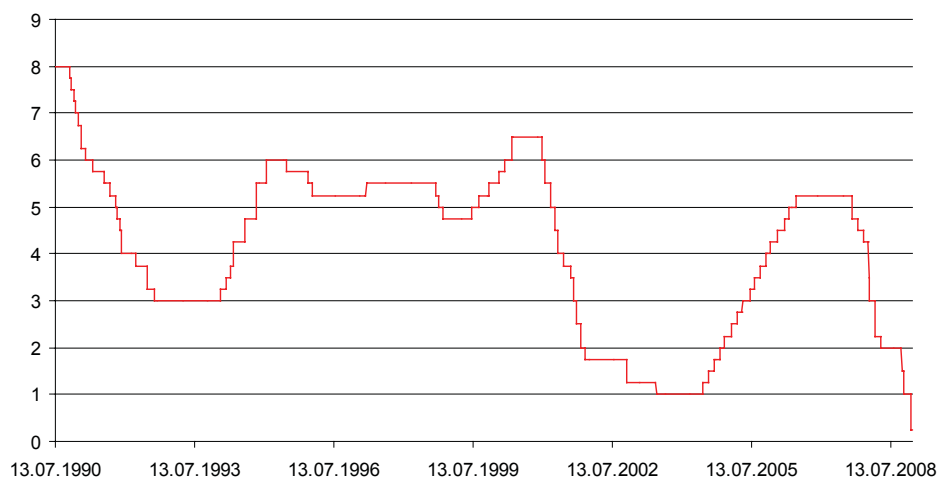


Рис. 1. Базова ставка ФРС, %

чи портфельних інвесторів. Центральний банк Швейцарії вдався до подібної процедури. Після оголошення ФРС про даний захід мало місце падіння доходності десятирічних облігацій казначейства США з 4% до 2,5% за три місяці з листопада 2008 р., тобто попит на них суттєво виріс. Якщо такі заходи не допоможуть у вирішенні проблеми підвищення сукупного попиту, то центробанки виявлять готовність розширювати пропозицію грошей, поки попит не підвищиться. Основною проблемою, що поглибила рецесію, стало різке скорочення пропозиції кредиту. Як наслідок поглиблення рецесії призвело до зниження попиту на кредит. Проблема інфляції, таким чином, поки що не стала очевидною у вищеперелічених країнах. Однак вважається, що надмірна ліквідність створює небезпеку виникнення потенційних “бульбашок” на фінансових ринках.

В єврозоні масове зростання ліквідності розпочалося в жовтні 2008 р., коли ЄЦБ розпочав надання значних обсягів ліквідності на аукціонах по фіксованій ставці. Загальні активи ЄЦБ суттєво виріс, хоча поступово ринок наситився, і з лютого 2009 р. обсяг операцій щодо підтримки ліквідності банків скоротився. У травні 2009 року рада ЄЦБ прийняла рішення про розширення надання кредитів під фіксовану ставку строком до 1 року. При першій же операції з видачі дванадцятимісячного рефінансування банки єврозони взяли у ЄЦБ вищезгадані 442 млрд. євро, і, звичайно, з таким обсягом наданої ліквідності ринкові ставки овернайт були значно нижчими, ніж ставка рефінансування ЄЦБ – вони досягли рекордно низького значення – 0,3%. Фактично, ставки овернайт були нижче ставок у Великобританії і практично відповідали рівню США. Це призвело до того, що банки могли брати дешевший ресурс в євро, ніж у фунтах на 3, 6 чи 12 місяців. Дані операції суттєво не поліпшили економічний стан і вважається, що це було скоріше пасивне “кількісне полегшення” для фінансового ринку єврозони.

Загалом ЄЦБ не спромігся поліпшити загальні умови кредитування через, наприклад, пряму купівлю державних чи корпоративних

облігацій з низьким ступенем ризику, як це робили банк Англії чи ФРС. Лише у червні 2009 р. ЄЦБ запровадив схему придбання найменш ризикових банківських облігацій обсягом до 60 млрд. євро. Специфіка операції в тому, що реальний сектор і домогосподарства єврозони значно більше розраховують на банки, ніж на фінансові ринки за необхідності залучення ресурсу. В свою чергу, у США ринки відіграють вагомшу роль, ніж внутрішні банки, і тому ФРС більшою мірою бере на себе ризики, коли збільшує обсяги купівлі корпоративних та іпотечних боргових зобов'язань, особливо, враховуючи погіршення рівня їх надійності наприкінці 2008 р.

У США з січня по червень 2009 року на аукціонах було запропоновано понад 2 трлн. дол. США, з яких було надано 1,3 трлн. дол. США ресурсів (практично всі заявки було задоволено) з середнім терміном понад 50 днів (табл. 2). У цій країні, з якої і розпочалася фінансова криза, було надано найбільший обсяг ресурсу у вигляді рефінансування. При цьому й ставку ФРС було знижено до найнижчого рівня (0–0,25%), що сприяло незначному поживленню фондових ринків – індекс S&P виріс за цей період на 7%, тоді як його значення було негативним у 2008 р. При цьому інфляція залишалася негативною, а поживлення ринків було пов'язане скоріше з тим, що ФРС розпочала вищезгадану купівлю державних казначейських, а також іпотечних облігацій.

Серед головних відмінностей ринку єврозони і США можна відзначити значний обсяг проблемної заборгованості американських банків, пов'язаної з ринком нерухомості, що виник після досить експансійної політики ФРС у 2005–2007 рр. У єврозоні ж, в свою чергу, фінансова система побудована на домінуючій ролі банків, на відміну від США, де інші фінансові посередники перерозподіляють більший обсяг заощаджень [2]. Як наслідок, ЄЦБ має виходити на ринок з більшим обсягом кредитів рефінансування, щоб стимулювати економіку. Такі тенденції посилює ще й та обставина, що еко-

Таблиця 1

Основні та граничні ставки рефінансування ЄЦБ

	Дата запровадження	Основна ставка	Гранична ставка рефінансування
2009	13 травня	0,25	1,75
	8 квітня	0,25	2,25
	11 березня	0,5	2,5
	21 січня	1	3
2008	10 грудня	2	3
	12 листопада	2,75	3,75
	15 жовтня	3,25	4,25
	9 жовтня	3,25	4,25
	8 жовтня	2,75	4,75
	9 липня	3,25	5,25
2007	13 червня	3	5
	14 березня	2,75	4,75
2006	13 грудня	2,5	4,5
	11 жовтня	2,25	4,25
	9 серпня	2	4
	15 червня	1,75	3,75
2005	8 березня	1,5	3,5
	6 грудня	1,25	3,25
2003	6 червня	1	3
	7 березня	1,5	3,5
2002	6 грудня	1,75	3,75
2001	9 листопада	2,25	4,25
	18 вересня	2,75	4,75
	31 серпня	3,25	5,25
	11 травня	3,5	5,5
2000	6 жовтня	3,75	5,75
	1 вересня	3,5	5,5
	28 червня	3,25	5,25
	9 червня	3,25	5,25
	28 квітня	2,75	4,75
	17 березня	2,5	4,5
	4 лютого	2,25	4,25
1999	5 листопада	2	4
	9 квітня	1,5	3,5
	22 січня	2	4,5
	4 січня	2,75	3,25
	1 січня	2	4,5

Джерело: ЄЦБ. <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>

номіка єврозони перебуває в гіршому стані, ніж економіка США (ВВП США знизився на 2,4% у першому кварталі щодо аналогічного періоду попереднього року проти 4,9% зниження в євразоні). Ще однією перешкодою є більш низький рівень бюджетної підтримки

в євразоні, який склав у середньому 1,4% ВВП, порівняно з 5% в США. Це означає малоприятливі перспективи для підвищення сукупного попиту в євразоні.

Серед перспектив регулювання ліквідності в окремих країнах можна виокремити

Таблиця 2

Рефінансування ФРС

	Запропоновано на аукціоні (млрд. дол.)	Задоволено заявок (млрд. дол.)	Строк (днів)
12 січня	150	107,747	28
26 січня	150	136,051	84
09 лютого	150	142,448	28
23 лютого	150	111,683	84
09 березня	150	117,872	28
23 березня	150	101,642	84
06 квітня	150	106,251	28
20 квітня	150	83,83	84
4 травня	150	131,562	28
18 травня	150	55,57	84
1 червня	150	95,588	28
15 червня	150	48,023	84
29 червня	150	86,337	28
13 червня	125	47,768	84

Джерело: ФРС

наступні: вимоги щодо обсягів ліквідності банків будуть поступово підвищуватися; зниження ставки ФРС до рівня, практично близького до 0, може привести країну до тривалої рецесії, як це має місце в Японії, де облікова ставка національного банку перебуває на подібному рівні вже більше, ніж десятиріччя; роль ФРС як установи регулювання і надання ліквідності буде посилена і для небанківських установ, оскільки останні займають найбільшу питому вагу у перерозподілі коштів, на відміну від європейської системи.

Європейська система є більшою мірою роздрібною, що стосується регулювання, тут можна очікувати різнонаправлених законодавчих ініціатив щодо регулювання банківської ліквідності. Так, Великобританія (орган з контролю за фінансовими послугами, ФСА) одна з перших запропонувала розробку законодавчої схеми для комерційних та інвестиційних банків, яка передбачала б запровадження певних вимог з дотримання ліквідності і дала б змогу банкам бути більш самодостатніми щодо ліквідності. У свою чергу, єврозона, керівний орган якої –

Європейський центральний банк, поки що орієнтується на утримання інфляції на рівні, не більше 2%. Значні вливання ліквідності у першій половині 2009 р. на той період не призвели до підвищення інфляції і суттєво знизили ставки міжбанківського ринку, однак не мали наслідком зростання кредитування. Потенційна загроза інфляції у майбутньому змусить ЄЦБ виваженіше проводити політику регулювання ліквідності з урахуванням всіх можливих ризиків.

Азійська фінансова система також є значною мірою фрагментованою, де уряди країн по-різному впливають на дисбаланси банківської ліквідності. Наприклад, Сінгапур і Гонконг запровадили інструменти “стенд-бай” для підтримки ліквідності банків, однак у Гонконгу ними практично не скористались, що свідчить про дещо відмінні від вищенаведених країн ризики. У Китаї вимоги щодо регулювання ліквідності стосуються обмеження на кредитування окремих секторів (як це було у 2007 р., коли існував ризик перегріву на ринку будівництва). Іншим помітним заходом було обмеження кредитування до рівня 75% загальних депозитів

банків, що дало змогу підтримати вищенаведене відношення кредитів до депозитів на низькому рівні і суттєво розширити кредитування у період його скорочення у деяких країнах, в тому числі в Україні.

Апологети так званого “кількісного полегшення” на фінансових ринках наголошують на тому, що при перших проявах інфляції можна легко повернути процес у зворотному напрямку, тобто, якщо центробанк купує облігації, то він зможе їх потім продати. Однак, питання в тому, наскільки високим буде попит на державні облігації при очікуванні зростаючої інфляції. Перед урядами країн, таким чином, постала дилема: чи стримати інфляцію зараз, оживити банківський бізнес шляхом масштабних вливань ліквідності, чи утримати фінансові системи від нових криз через надмірний ризик, зумовлений збільшенням кредитування і значним приростом грошової маси. Ця проблема в значній мірі стосується України, оскільки її фінансова система більше вразлива до ризику. Так, коли центробанки країн світу і НБУ вдалися до експансії ліквідності з вересня 2008 р., ставки міжбанківського ринку у більшості країн поступово знижувалися, як і інфляція. Водночас, ставки міжбанківського ринку України досягали рекордних з 2002 р. рівнів, що свідчить про особливо великі розриви між строками залучених і наданих ресурсів. При відношенні кредитів до депозитів на рівні 2,2 наприкінці 2008 р. (порівняно з усього 0,8 в Китаї), а також переважанні короткотермінових ресурсів в пасивах банків (короткострокові депозити фізичних осіб становлять 57%) [3], банківська система України була в дуже ризиковому становищі ще до початку глобальної кризи ліквідності. Початок останньої і відповідне погіршення доступу до зовнішнього ресурсу, разом з масивним вилученням депозитів з банків, лише посилює негативні тенденції щодо банківської ліквідності. Таким чином, регулювання ліквідності з боку НБУ вимагає перегляду на майбутнє з метою спрямування на більший рівень дисципліни банків.

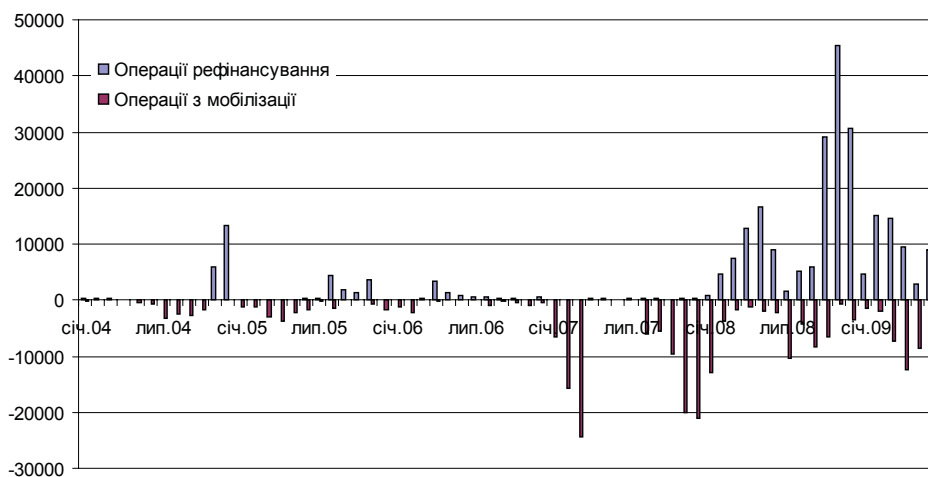
В Україні Національний банк, наслідуючи приклад найбільших центробанків світу, також суттєво збільшив обсяги рефінансування. 3 жовтня 2008 р. було проведено операцій з рефінансування загальним обсягом понад 160 млрд. грн. Водночас проведено операцій з мобілізації ресурсів обсягом понад 50 млрд. грн. (рис. 2). Звичайно, як і у вищенаведених прикладах, значний стрибок в обсягах ліквідності, що надається, був зумовлений погіршенням можливостей залучення нового ресурсу для банків і стабілізації ситуації на міжбанківському ринку. Однак НБУ, на відміну від ФРС, не мав змогу купувати в свій портфель державні чи іпотечні облігації. Натомість НБУ активно провадив операції з купівлі нових ОВДП і за 7 місяців 2009 р. він придбав цих паперів більше, ніж на 19 млрд. грн.¹ При падінні попиту на гроші і зниженні виробництва грошова маса суттєво не знизилася і відповідно ріст інфляції продовжувався. Зростання кредитного портфелю натомість призупинилося: у гривні ріст склав 4,1% щодо попереднього року, а у валюті, з урахуванням девальвації гривні на 55%, він навіть знизився.

Для оцінки значення операцій з проведення ліквідності на зростання кредитного портфелю оцінимо ступінь впливу цих операцій, а саме модель з даними з січня 2004 р. по вересень 2009 р. (30 статистичних спостережень). Для початку оцінюємо нижченаведену модель, після чого додаємо чинник інтервенцій НБУ на валютному ринку, оскільки він у попередні роки суттєво впливав на динаміку грошової маси і відповідно на кредити. Частково це було зумовлено припливом боргових зобов'язань з-за кордону, що сприяло нарощуванню кредитного портфелю.

$$\text{Log}(\text{LOANS}) = \alpha\varepsilon + \beta 1 \log(\text{REFIN}(t-1)) + \varepsilon \quad (1),$$

де *LOANS* – кредитний портфель банків, *REFIN* – операції з рефінансування НБУ (місячний обсяг).

¹ За даними НБУ http://www.bank.gov.ua/Fin_gyn/OVDP/T-bills_debt.htm, за мінусом даних щодо придбаних ОВДП у портфель банків.



Джерело: НБУ

Рис. 2. Операції НБУ з надання ліквідності і мобілізації, млн. грн.

Оцінка даної моделі не показала впливу даної операції на динаміку кредитного портфелю. Після заміни даної змінної операціями з мобілізації, пояснювальна властивість моделі незначним чином виросла, додатково її підвищив запропонований нами фактор мобілізації НБУ, причому він виявився значимішим.

$$\log(LOANS) = \alpha\epsilon + \beta_1 \log(MobilisNBU(t-1)) + \beta_2 \log(INTERV(-1)) + \epsilon \quad (2)$$

$$\log(loans) = 5.84 + 0.17 \log(MobilisNBU(-1)) + 0.24 \log(Inter(-1)) + \epsilon$$

4.38 1.67 1.77

(t-статистика в дужках)

Пояснювальна властивість моделі: 18%
Loans – кредити банків видані за місяць (загальний обсяг)

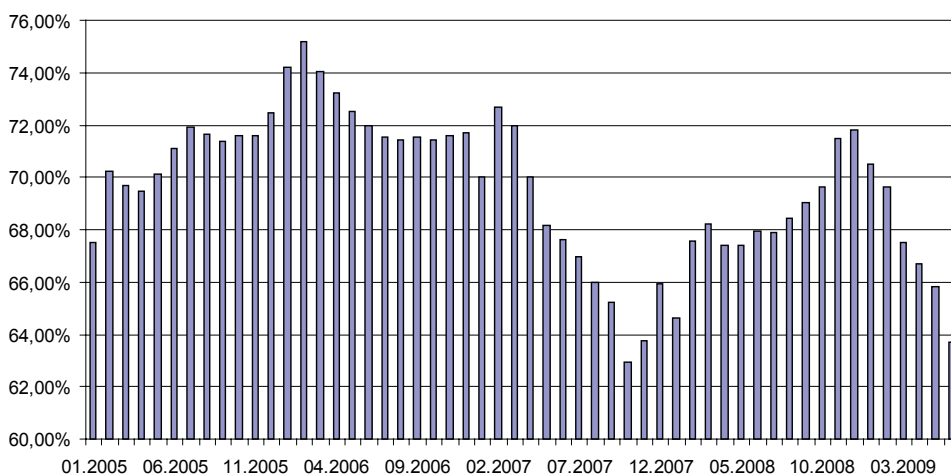
MobilisNBU – мобілізація коштів НБУ (обсяг проведених операцій протягом місяця)

INTERV – баланс інтервенцій НБУ

Таким чином, можна констатувати зовсім незначний вплив операцій з регулювання ліквідності, особливо операцій з рефінансування НБУ на динаміку кредитування. Децю

більший вплив показали операції з інтервенцій на валютному ринку, однак загалом операції з надання ліквідності незначним чином сприяють підвищенню динаміки кредитування. Здебільшого вони впливають на тимчасові дисбаланси між терміною структурою активів і пасивів, які виникають через не завжди адекватне управління ліквідністю самими банками. З іншого боку, банківська система не мала достатнього ресурсу для нестримного нарощування кредитного портфелю протягом 2003–2008 рр., коли його ріст у середньому становив 60% на рік. Це було наслідком високих темпів споживання і відповідно недостатнього рівня заощаджень населення. Частка депозитів фізичних осіб у зобов'язаннях банків коливалася від 28 до 33% у цей період. Для порівняння, депозити фізичних осіб у Китаї стабільно склали понад 50% зобов'язань і забезпечували не менше 65% всіх наданих кредитів. Проблемою українських банків стало надмірне залучення ресурсу з-за кордону унаслідок більш низької вартості ресурсу і триваліших строків залучення.

Згідно із вищенаведеним, можна зробити висновок про те, що операції з рефінансування, які проводилися центробанками світу в значних



Джерело: Народний банк Китаю

Рис. 3. Відношення ощадних депозитів фізичних осіб до кредитів у Китаї, %

обсягах, стали наслідком недостатнього регулювання ліквідності в попередні роки. В значній мірі це стосується України, де масштабні вливання ліквідності протягом певного періоду часу не зумовили відповідного зниження ставок банків переважно через розриви в строках надання і залучення ресурсу. Центробанки світу, які активізували операції з рефінансування, імовірно переглянуть свої моделі регулювання ліквідності. Загалом, операції з регулювання ліквідності НБУ не впливали значною мірою на кредитування, оскільки банки орієнтувалися на залучення більш дешевого закордонного ресурсу. З метою ефективнішого регулювання ліквідності у майбутньому й уникнення необхідності надмірних екстрених вливань короткострокових коштів на ринок, доцільно зосередитися на наступних заходах:

- визначення критеріїв і лімітів на цінні папери, які можуть прийматися Національним банком в заставу при рефінансуванні, включаючи корпоративні облігації, під угоди типу репо;
- визначення термінів рефінансування відповідно до рівня проблемних боргів банківської установи з метою недопущення інфляційних загроз, обумов-

лених довготерміновим покриттям проблемних боргів емісією коштів;

- встановлення лімітів на максимально можливе відношення кредитів, що видаються, до депозитів.

Література

1. *The ECB's enhanced credit support. Keynote address by Jean-Claude Trichet, President of the ECB at the University of Munich Munich, 13 July 2009.* <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090713.en.html>
2. <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>
3. *Бюлетень НБУ.* – 2009. – № 4. – С. 73.
4. <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/discountrate.htm>
5. Корнієнко Т. В. *Стратегічне управління активами та пасивами комерційного банку в умовах перехідної економіки // Вісник Національного банку України.* – 2001. – № 10.
6. Кульпінський С. В. *Шляхи подальшого розвитку фінансових інновацій в Україні // Банківська справа.* – 2003. – № 1 (49).
7. Хвостик В. *Удосконалення оцінки ліквідності комерційного банку // Вісник Національного банку України.* – 2001. – № 5.