

Київський національний торговельно-економічний університет

Кафедра банківської справи

ВИПУСКНА КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА

на тему:

РЕПО як інструмент монетарної політики центрального банку

Студента 2 курсу бм групи
спеціальності 072 «Фінанси,
банківська справа та страхування»
спеціалізації «Банківська справа»

Кобин
Слизова
Олександрівна

Науковий керівник
канд. екон. наук,
доцент

Кіреєва Катерина
Олександрівна

Гарант освітньої програми
д-р екон. наук,
професор

Шульга Наталія
Петрівна

Київ – 2018

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ПОЛОЖЕННЯ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ ТА РЕПО ЯК ЇЇ ІНСТРУМЕНТУ	6
1.1 Сутність монетарної політики центрального банку та її інструментів.....	6
1.2 Еволюція розвитку операцій центрального банку.....	12
1.3 Систематизація операцій РЕПО центрального банку.....	18
РОЗДІЛ 2. ДІАГНОСТИКА ОПЕРАЦІЙ РЕПО НБУ	24
2.1 Аналіз нормативно-правової бази регулювання операцій РЕПО центрального банку в Україні.....	24
2.2. Оцінка динаміки обсягів та структури операцій РЕПО НБУ.....	35
2.3 Аналіз факторів впливу на проведення операцій РЕПО НБУ.....	41
РОЗДІЛ 3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ОПЕРАЦІЙ РЕПО ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ В УКРАЇНІ	46
3.1 Досвід зарубіжних країн у проведенні центральним банком операцій РЕПО.....	46
3.2 Оцінка можливостей та ризиків для проведення операцій РЕПО центральним банком в Україні.....	52
3.3 Обґрунтування необхідності відновлення операцій РЕПО НБУ	57
ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ	61
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	65

ВСТУП

Актуальність дослідження. Питання гарантування економічної безпеки банківської системи в Україні набуває особливої актуальності в умовах економічної кризи, яка значною мірою порушила функціонування кредитної системи України, а також виявило недосконалість монетарної політики держави. Внаслідок чого сформувалася і банківська криза. Тому на сьогодні питання монетарної політики та її інструментів є дуже актуальним, оскільки виникає потреба врегулювання економічної ситуації в країні. У дипломній роботі особливе місце займають операції РЕПО, як один з інструментів монетарної політики центральних банків, який досить широко використовується зарубіжними країнами.

Тема про інструменти монетарної політики та необхідність їх детального дослідження знайшла відгук у працях таких авторів, як: С.Бервено [3], М. Бурда [5], М. Волощук [7], Ю. Гусін [12], О. Гербст [8], В. Лановий [18], Н. Нерсесов [20], У. Ніконенко [21], З. Пестовська [27], О. Петрик [28], В. Поляков [30], Ю. Товстик [42], И. Трошин [43], Г. Шершеневич [47] та інші. Віддаючи належне науковим працям вчених з питань дослідження інструментів монетарної політики центральних банків все ж таки можна сказати, що й на сьогоднішній день дане питання залишається досить дискусійним та до кінця не дослідженим. Оскільки кожний інструмент є унікальним та видовишним залежно від економічної ситуації в країні.

Метою є дослідження та аналіз операцій РЕПО центральним банком в Україні, а також оцінка ефективності проведення даних операцій.

Для досягнення цієї мети були сформульовані такі **завдання**:

- провести огляд літературних джерел та попередніх досліджень, на їх основі надати визначення та сутність монетарної політики, її інструментів та зокрема операцій РЕПО;
- провести дослідження та аналіз операцій РЕПО як в Україні, так і в інших державах;

- дослідити та порівняти як впливають операції РЕПО на економіку країни в залежності від рівня її розвиненості;
- проаналізувати ризики та можливості використання операції РЕПО НБУ;
- обґрунтувати необхідність відновлення інструменту монетарної політики «операцій РЕПО» центральним банком України.

Об'єктом дослідження є процес проведення операцій РЕПО центральним банком, а **предметом дослідження** – теоретичні засади, методичні підходи та прикладні аспекти проведення операцій РЕПО центральним банком.

Методи дослідження. Теоретико-методологічну основу дослідження становлять наукові праці, нормативні документи НБУ та постанови з питань регулювання інструментів монетарної політики. В основу дослідження покладено загальнонаукові та спеціальні методи пізнання: абстрактно-логічний – для аналізу фахової літератури, теоретичного узагальнення й формування висновків щодо сутності монетарної політики та її інструментів, зокрема операцій РЕПО та напрямків їх розширення та вдосконалення; декомпозиції – для розкриття мети дослідження та постановки завдань; методи аналізу та синтезу – для дослідження динаміки операцій РЕПО в різних країнах, їх порівняння і на базі дослідження обґрунтування необхідності рівня транспарентності банків України; тести Фішера, Бреуша-Пагана та Хаусмана – для встановлення залежності між рівнем транспарентності банку та результатами його кредитної діяльності.

Інформаційною базою дослідження є законодавчі і нормативні акти з питань регулювання Національним банком України ліквідності банків України; офіційні дані Національного банку України; аналітичні огляди; статистичний бюлетень; фінансова звітність банків; монографічні дослідження та наукові публікації з досліджуваної проблеми.

Практичне значення одержаних результатів. Отримані результати можуть бути використані Національним банком України при внесенні змін та доповнень до Постанови Правління Національного банку України від 30.04.2012 № 259 "Про затвердження Положення про регулювання Національним банком

України ліквідності банків України" Зокрема, до Постанови Правління Національного банку України від 20.06.2016 № 243 "Про затвердження Змін до Технічного порядку проведення Національним банком України операцій з банками", а також розширити та доповнити на законодавчому рівні регулювання операцій РЕПО.

Особистий внесок магістра. Випускна кваліфікаційна робота є самостійним завершеним дослідженням автора.

Публікації. Окремі результати дослідження знайшли відображення в науковій статті: Кобин Є. О. Роль операцій РЕПО як інструменту монетарної політики НБУ в сучасних умовах : зб. наук. ст. студ. заочної форми навчання / відп. ред. Н.П. Шульга. – К.: Київ. нац. торг. - екон. ун-т, 2018. – 402 с, с. 27.

Обсяг та структура роботи. Робота складається з 3 розділів, вступу, висновків та списку використаних джерел . Обсяг роботи складає 70 сторінок. В роботі представлено 6 таблиць, 7 рисунків та використано 60 наукових джерел.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ПОЛОЖЕННЯ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ ТА РЕПО ЯК ЇЇ ІНСТРУМЕНТУ

1.1. Сутність монетарної політики центрального банку та її інструментів

Центральні банки в їхньому сучасному розумінні існують порівняно нещодавно. Ще на початку розвитку капіталізму не було розмежування між центральними банками та банками (раніше комерційними). Саме тому, останні і вдавалися до масштабного випуску банкнот, для того, щоб залучити капітал. Проте з розвитком кредитної системи почався перехід до централізації банківської емісії в деяких великих банках. Як результат цього процесу, стало закріплення за одним з банків монопольного права на випуск банкнот, відповідно саме цей банк й став здійснювати монетарну політику на рівні держави.

Популярна Інтернет-енциклопедія “Вікіпедія” трактує монетарну політику як політику держави, через яку уповноважена державою інституція контролює показники обсягів або ціни пропозиції грошей з метою встановлення цінової стабільності, сприяння економічному зростанню, дотриманню рівня безробіття населення на низькому рівні[4]. М. Бурда та Ч. Віплош під монетарною політикою розуміють один із альтернативних видів політики уряду, що спрямовується на вплив на процентні ставки і валютні курси і загальніше – на умови фінансових ринків і їхні зв’язки з реальною економікою[5, с.27].

Науковці підкреслюють комплексність, багатоваріантність регулятивних заходів монетарної політики центрального банку, які реалізуються через механізм грошового ринку і банківської системи, а також спрямовуються на досягнення певних, чітких, заздалегідь визначених суспільних цілей. Відповідно до цього, монетарна політика є організаційно оформлений регулятивний механізм зі своїми специфічними цілями, інструментами та роллю в економічному регулюванні.

Відповідно до вищенаведених суджень, можна сказати, що монетарна політика має вирішальний вплив на перебіг економічних процесів у сучасній ринковій економіці. Відповідно ефективність такої політики обумовлена обраною монетарною стратегією та системою монетарних інструментів, а також, в першу чергу, вона повинна забезпечити стабільність національної валюти та низьку інфляцію у довгостроковому періоді. По-друге, така політика покликана забезпечувати стабільний розвиток та фінансову стійкість банківського сектору, а також дієвість платіжно-розрахункового механізму, що, у свою чергу, визначає ефективність функціонування всієї економіки держави в цілому.

Щодо стратегічних цілей монетарної політики, можна виділити наступні:

- 1) підтримання низьких темпів інфляції, що є обов'язковою умовою підтримання макроекономічної рівноваги в економіці і стану визначеності для всіх економічних агентів, оскільки стійкість грошової одиниці забезпечує можливості для довгострокових заощаджень та інвестицій;
- 2) забезпечення стабільності національної валюти в плані курсового співвідношення з іншими валютами, що є обов'язковою умовою підтримання довіри до неї з боку національного та іноземного бізнесу, а також полегшення умов праці суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності, що визначається можливостями її кращого планування на тривалу перспективу та укладення довгострокових контрактів;
- 3) забезпечення зовнішньоекономічної рівноваги - підтримання рівноваги платіжного балансу, оскільки діяльність суб'єктів господарювання на зовнішніх ринках і збалансування грошових і товарних потоків країни як учасника світового ринку є обов'язковою умовою стабільного економічного розвитку країни;
- 4) сприяння високому рівню зайнятості (наприклад, ФРС у США) та ін[9, с.5].

Проте, варто зазначити про неможливість досягнення всіх цілей монетарної політики одночасно, оскільки деякі з них є несумісними з іншими, а також між різними інструментами можуть виникати розбіжності, які будуть заважати їх одночасному застосуванню на мікро- та макrorівні.

Стратегічні цілі монетарної політики досягаються в процесі обрання і дотримання певної монетарної стратегії (монетарного устрою). Монетарна стратегія як складова монетарної політики (рис. 1.1) - це система заходів, що передбачає декларування стратегічних (кінцевих) цілей, обрання проміжних цілей, реалізацію механізмів прогнозування, створення операційного середовища (наявність кола інструментів), обрання індикаторів (змінних), які забезпечуватимуть монетарну владу корисною інформацією щодо впливу на грошовий ринок, розроблення комунікаційної стратегії щодо операторів ринкового середовища тощо[9, с.6-7]. За характером стратегічної мети, що слугує цільовим монетарним орієнтиром, існують такі види монетарної політики:

- режим монетарного таргетування;
- режим валютного таргетування;
- режим інфляційного таргетування;
- змішаний підхід (див. рис. 1.1).



Рис. 1.1 Складові монетарної політики

Джерело: [9]

Таргетування, що з перекладу означає мета, являє собою становлення і дотримання певних цільових орієнтирів чи кількісних параметрів обраних показників монетарної політики центрального банку.

Щодо монетарного таргетування його можуть застосовувати Центробанки розвинених країн, у яких ріст економіки й попит на гроші стабільний. У таких

умовах рівень цін регулюється грошовою пропозицією. Тому ціновим якорем стає один із грошових агрегатів, яким управляє Центробанк.

Таргетування обмінного курсу, якого де-факто зараз намагається дотримуватися й Україна. У цьому режимі якорем макроекономічної стабільності є курс долара (рідше - євро або іншої валюти).

Інфляційне таргетування скероване на досягнення стабільності цін, зосередження на відхиленнях у виданих прогнозах інфляції від оголошеної інфляційної мети. Основний інструмент такого режиму - це облікова ставка центрального банку[28,с.5].

Якщо говорити про регулювання монетарної політики, то варто зазначити, що воно здійснюється за допомогою відповідних інструментів.

За даними офіційного інтернет-представництва Національного банку України, до інструментів монетарної політики належить:

1. Процентна політика Національного банку та її роль
2. Основні операції Національного банку з регулювання ліквідності
3. Інструменти постійного доступу
4. Тендери з підтримання ліквідності
5. Операції з депозитними сертифікатами Національного банку
6. Операції РЕПО
7. Операції з купівлі/продажу державних облігацій України
8. Обов'язкові резерви
9. Інтервенції на валютному ринку [15]

Як правило, процентна ставка є найголовнішим інструментом монетарної політики центрального банку, оскільки через неї здійснюється вплив на вартість грошей. У разі, якщо центральний банк ставить за мету досягнення кількісних цілей щодо інфляції, то він має подібні підходи до реалізації процентної політики.

Процентна політика складається з двох елементів: ключова процентна ставка та коридор процентних ставок.

Ключова процентна ставка Національного банку, яка є основним індикатором змін у грошово-кредитній політиці та орієнтиром вартості залучених та розміщених грошових коштів для банків та інших суб'єктів грошово-кредитного ринку є облікова ставка.

Національний банк установлює коридор процентних ставок за інструментами постійного доступу з надання та вилучення ліквідності на термін овернайт (за кредитами овернайт та депозитними сертифікатами овернайт) з метою управління короткостроковими процентними ставками на міжбанківському ринку шляхом обмеження їх коливань навколо облікової ставки. Межі коридору процентних ставок симетричні щодо облікової ставки і в разі її зміни змінюються на аналогічну величину [36].

Рішення щодо зміни облікової ставки приймається на засіданнях Правління Національного банку з питань монетарної політики.

В умовах структурного профіциту ліквідності, який спостерігається в банківській системі України, основними операціями монетарної політики є операції з розміщення депозитних сертифікатів Національного банку на двотижневий строк.

Депозитний сертифікат Національного банку – це борговий цінний папір в бездокументарній формі, який свідчить про розміщення в Національному банку коштів банків та їх право на отримання внесеної суми і процентів після закінчення встановленого строку. Такі операції мають на меті вилучення (зменшення) ліквідності банківської системи.

Національний банк здійснює розміщення депозитних сертифікатів шляхом проведення тендерів. У разі потреби Національний банк може проводити позачергові тендери з розміщення депозитних сертифікатів, а також приймати рішення про дострокове їх погашення, про що інформує банки.

У разі, якщо структурна позиція банківської системи зміниться на дефіцит, основним інструментом Національного банку стануть операції з надання ліквідності. А отже, за обліковою ставкою проводитимуться операції з рефінансування [25].

Щодо інструментів постійного доступу - оперативне підтримання Національним банком ліквідності банків шляхом надання кредитів овернайт (на термін до наступного робочого дня) або оперативне вилучення Національним банком ліквідності банків шляхом розміщення депозитних сертифікатів овернайт.

Тендер з підтримання ліквідності банків - це механізм, який передбачає надання Національним банком кредитів рефінансування банкам, що потребують підтримання ліквідності. Тендери здійснюються з такою періодичністю:

три середи підряд – рефінансування строком до 14 днів;

одна середа – рефінансування строком до 90 днів.

Операції з розміщення депозитних сертифікатів - це механізм, через який банки розміщують у Національному банку тимчасово вільні кошти згідно з визначеними умовами та строком до 90 днів [34].

З приводу операцій РЕПО можна сказати, що вони є нерегулярними та застосовуються для урівноваження неочікуваних коливань ліквідності. Розрізняють пряме та зворотнє РЕПО.

Операції з купівлі/продажу державних облігацій України є довгостроковими і застосовуються переважно для нівелювання структурних дисбалансів ліквідності.

Наступним інструментом є обов'язкові резерви. Суть такого інструменту полягає у наступному: банк зобов'язаний зарезервувати на своєму кореспондентському рахунку кошти у обсязі, який визначається як певний відсоток від його зобов'язань (норматив резервування). Така сума має бути сформована у середньому за період резервування. Тобто якщо банк недорезервував певну суму коштів у один день, він має зберегти більше у інший. Механізм усереднення дозволяє банку гнучко розпоряджатися власною ліквідністю. Це дозволяє згладжувати можливі кон'юнктурні (непередбачувані) коливання ліквідності, в той же час забезпечуючи ефективне застосування самого інструменту за прямим призначенням – обмеження надлишкової ліквідності банківської системи [16].

Останнім інструментом монетарної політики є валютні інтервенції. Національний банк здійснює купівлю/продаж іноземної валюти на міжбанківському ринку. Такі операції проводять з метою накопичення міжнародних резервів, згладжування функціонування валютного ринку та підтримання трансмісії ключової процентної ставки як основного інструменту монетарної політики.

Отже, на основі вищенаведених даних можна сказати, що монетарна політика є невід'ємною складовою для економічного розвитку будь-якої країни. Це певна сукупність заходів, які скоординовані на досягнення суспільних цілей шляхом регулювання грошового обороту та які безпосередньо здійснює держава через свій Центральний банк. Щодо цілей, то основним завдання монетарної політики є економічне зростання держави в цілому, забезпечення високого рівня зайнятості населення, а також стабілізація цін і збалансування платіжного балансу. Відповідно монетарна політика виконує свою функцію через інструменти, такі як процентна політика, операції з регулювання ліквідності, норма резервування, операції РЕПО тощо. Вибір того чи іншого інструмента завжди визначається залежно від конкретного стану на грошовому ринку.

1.2.Еволюція розвитку операцій центрального банку

Система монетарного регулювання в Україні за роки незалежності пройшла декілька послідовних етапів, використовуючи відповідні монетарні механізми та інструменти, застосовуючи функції, передбачені Законом України "Про банки і банківську діяльність".

Період 1991- 1992 рр. можна вважати підготовчим або нульовим етапом її розвитку. В цей час Україна все ще перебувала в стані панування командно-адміністративних методів управління і її можливості в керуванні власною грошово-кредитною системою були дуже обмежені. Це проявлялося в тому, що на той час Україна ще не мала власної грошової одиниці і при цьому дуже залежала від пропозиції російських карбованців. Тоді ж були запроваджені

купони, які в готівковому обігу оберталися паралельно з рублями, цей захід був спрямований на те, щоб формалізувати вихід України з рублевої зони [14,с.224].

На жаль, в економічній літературі немає єдиної систематизації процесу розвитку монетарної політики в Україні, тому на основі такої ознаки як рівень інфляції, можна самостійно сформулювати підхід до періодизації монетарної політики(табл.1.1).

Також варто додати, що з 1997 року уряд і НБУ оголосили політику валютного коридору, що давало змогу визначити валютний курс як фінансовий пріоритет у проведенні монетарної політики.

Таблиця 1.1

Періодизація розвитку монетарної політики в Україні

Період	Характеристика монетарної політики
1	2
1992–1995 рр.	Період становлення грошово-кредитної системи. Бюджетний дефіцит покривався лише за рахунок кредитних емісій Національного банку України, що зумовило появу гіперінфляції і зниження реального ВВП. Тільки наприкінці цього періоду завдяки рестрикційній політиці(політика «дорогих» грошей було призупинено зростання грошової маси та інфляції.
1996–1999 рр.	Період розквіту. Активно почали використовувати методи та інструменти монетарної політики, що сприяло стабілізації економічних процесів, а також відбувалося розширення фондового ринку державних ЦПІ у вигляді ОВДП.
2000–2004 рр.	В Україні був введений плаваючий валютний курс, що вплинув на збільшення експорту та валютних надходжень і, в свою чергу, зростання валютних резервів та появи ознак економічного розвитку. Саме в цей період, було розроблено інструменти монетарної політики НБУ для країн з ринковою економікою.

Продовження табл. 1.1

2005 – вересень 2008 рр.	На початок періоду відбувався розвиток ринкових механізмів реалізації монетарної політики та визнання економіки країни ринковою. В умовах політичної нестабільності, погіршення макрофінансової ситуації, несприятливої зовнішньої кон'юнктури великий приплив іноземного капіталу в фіксованого валютного курсу призвів до поповнення золотовалютних резервів і внаслідок цього зростання грошової маси в обігу та інфляції. Разом з тим відбувалося економічне зростання і поступове формування інноваційно-інвестиційної моделі економічного розвитку. Валютні інтервенції були основним каналом наповнення грош. ринку.
Жовтень 2008 р. і по сьогодні	Властиві ознаки валютної, фондової та банківської криз і наростання диспропорцій монетарного регулювання в умовах посилення глобалізаційних процесів

Джерело: [21]

У процесі реалізації монетарної політики загострилися валютно-курсіві протиріччя, й утримання валютного курсу в межах валютного коридору призводило до вичерпування золотовалютних резервів, тому на початку 2000 року НБУ, оголосивши курс на досягнення стабільності національної грошової одиниці, здійснив неофіційну прив'язку гривні до долара США та запровадив плаваючий валютний курс, а також валютні інтервенції на міжбанківському ринку [21].

Потім для подальшого вдосконалення монетарної політики і регулювання грошово-кредитного ринку НБУ визначив наступні цілі: : перехід до режиму прямого ТІ; підтримка економічного зростання; стабільність валютного курсу; перехід до повної конвертованості гривні.

Проте, не вдалося реалізувати всі заплановані цілі. ВВП країни зростав у 2000–2007 роках у середньому на 7,4 % на рік і НБУ й надалі фіксував курс валюти, однак регулятор так й не перейшов до режиму ТІ. За класичним варіантом політики таргетування інфляції не варто пробувати одночасно досягати декілька цілей. Таким чином, економісти розвинутих країн Європи [50] говорять про те, що ТІ не можна поєднувати з таргетуванням валютного курсу й темпів приросту ВВП. Тому не варто робити такі спроби навіть на рівні теорії. Виключення по валютному курсу можна робити тоді, коли буде чітко визначено,

що його певне коливання призведе до відповідного коливання індексу інфляції. Щодо таргетування темпів економічного розвитку, то його сумісність із режимом ТІ повинна визначатися в межах цільового коридору індексу інфляції – тобто, фактично, НБУ може одночасно зі стабілізацією інфляції стимулювати виробництво, але в таких умовах, що не являють загрози головній цілі інфляції. Внутрішні протиріччя грошової політики, економічної політики соціального попиту й світова фінансово-економічна криза спровокували суттєвий удар по гривні в 2008 році. У результаті чого, нагальним завданням НБУ було стабілізація та зміцнення довіри до банківської системи, збільшення капіталізації та стабілізація курсу. Таким чином, НБУ вирішив поступово створювати умови для переходу в перспективі до таргетування інфляції, тим паче, що з 1989 року цей режим все більше набував визнаності(див. рис.1.2).

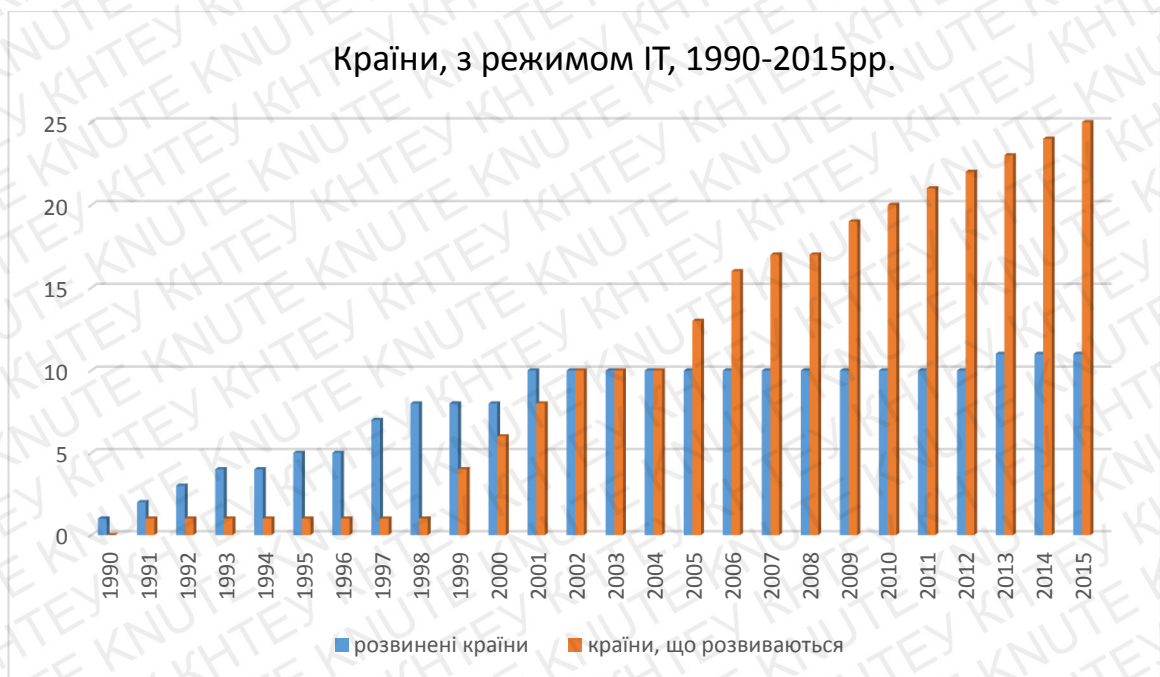


Рис. 1.2. Динаміка поширення режиму інфляційного таргетування в країнах
Джерело: [57]

Де-факто до застосування режиму інфляційного таргетування Національний банк перейшов на початку 2016 року. До цього тривала підготовча робота зі створення всіх критично необхідних передумов для його запровадження. На першому етапі (до 2015 року) були створені технічні передумови, зокрема побудовано макроекономічні моделі, розроблено квартальний прогностичний цикл.

На другому етапі (у першій половині 2015 року) були створені інституційні передумови, у тому числі забезпечена незалежність Національного банку у використанні інструментів для досягнення своєї цілі, усунене фіскальне домінування, змінений процес прийняття рішень з монетарної політики. З другої половини 2015 року тривав третій етап – впровадження всіх ключових елементів інфляційного таргетування.

Для підвищення прозорості монетарної політики в процесі переходу до нового режиму було оприлюднено Дорожню карту з переходу до інфляційного таргетування, де були визначені напрями дій Національного банку з метою створення всіх необхідних умов для успішного функціонування режиму інфляційного таргетування в Україні. Зокрема, окреслювались кроки щодо забезпечення ефективної координації з Радою Національного банку України, Урядом, МВФ та Державною службою статистики України; приведення інструментів, механізмів і процедур у відповідність до стандартів режиму інфляційного таргетування; поглиблення аналітичної підтримки прийняття рішень з монетарної політики і підвищення обізнаності та розуміння громадськістю монетарної політики центрального банку[39].

Позитивними моментами переходу України на режим інфляційного таргетування стало:

- гарантування зрозумілого суспільного орієнтиру;
- контроль над прозорістю політики регулятора й Уряду;
- формування механізмів інспекції;
- врегулювання законодавчо взаємовідповідальності НБУ й Уряду за досягнення інфляційної цілі, що сприятиме зростанню ефективності керування інфляцією;
- створення передбачуваних умов для провадження господарської діяльності, що є важливим для економічного зростання;
- можливість широкого вибору інструментів монетарної політики;
- відсутність розбіжностей між цілями монетарної політики. Максимізація та професійне запровадження наведених положень дозволить, як мінімум, знизити

темпи інфляції. Також до позитивних наслідків впровадження режиму ІТ в Україні відносимо:

- зростання довіри населення до НБУ та Уряду, що являється одним із чинників загострення інфляційного тиску;
- досягнення стабільного економічного розвитку на довготривалий період;
- збільшення обсягів іноземних інвестицій, що дасть вплив на функціонування фінансово - кредитної сфери й розвиток економіки загалом;
- зменшення цін на імпортні товари;
- формування механізмів протидії зовнішнім шокам та керованості руху коштів у всіх секторах економіки;
- зниження ймовірності виникнення криз.

Але існують і негативні моменти, а саме:

- утруднення досягання інфляційної цілі за необхідності збереження контролю над валютним курсом;
- зменшення ефективності використання грошової маси як інструменту монетарної політики в умовах істотного рівня доларизації економіки;
- лімітовані можливості НБУ застосування такого інструменту монетарної політики як проведення операцій на відкритому ринку через незрілість ринку державних цінних паперів;
- неординарний вплив облікової ставки Нацбанку на економічні процеси;

Отже, відповідно до Стратегії монетарної політики на 2016-2020 рр.[41] НБУ перейшов від політики фіксованого курсу до режиму таргетування інфляції, який, у свою чергу, полягає у публічному оголошенні кількісних цілей з інфляції та зобов'язанні центрального банку досягати цих цілей протягом середньострокового періоду. Проте, Національний банк не має прав встановлювати ціни на товари та послуги, тому основним інструментом, яким вони впливають на рівень інфляції є ключова процентна ставка, тобто облікова ставка. Як правило, центробанки регулярно на визначену дату ухвалюють рішення щодо розміру ключової ставки, зокрема, в 2017 році було проведено 9 таких заходів, а на 2018 рік станом на 01.11.18. було проведено 7.

Також варто зазначити, що процес впливу ключової ставки на інфляцію називається трансмісійним механізмом монетарної політики. На першому етапі через зміну ключової процентної ставки Національний банк визначає рівень короткострокових процентних ставок на міжбанківському ринку. Ті у свою чергу через різні канали, головні з яких – процентний, фондовий та валютний, впливають на сукупний попит і інфляцію, зокрема через зміну очікувань населення та бізнесу. Управління цими очікуваннями стає ефективним за рахунок підвищення довіри до дій регулятора, якщо він проводить зрозумілу і послідовну політику інфляційного таргетування. Це, у свою чергу, підсилює дієвість монетарної трансмісії. Також важливо враховувати, що монетарна трансмісія займає певний час, тому центральні банки намагаються діяти на випередження, спираючись на свої макроекономічні прогнози [46].

Отже, підсумовуючи вищезазначене, можна говорити про те, що Україна пройшла досить нелегкий шлях становлення монетарної політики. Як мінімум 5 етапів періодизації, від становлення до великої кризи і на сьогодні обрала шлях на інфляційне таргетування. Відповідно до прогнозів 2016-2020 років, обраний шлях допоможе стабілізувати національну валюту, зменшити рівень інфляції та прискорити економічне зростання.

1.3. Систематизація операцій РЕПО НБУ

Операції репо набули популярності доволі недавно. Так, проведення перших операцій спостерігається з 20-х років XX ст., а їх регулярне використання починається в Канаді з 1953 р.та США з 60-х рр. XX століття. Дещо пізніше репорт почав застосовуватися центральними банками при проведенні монетарної політики в Німеччині, Італії, Нідерландах та інших країнах [23].

Кредити РЕПО- надання кредитів під заставу цінних паперів (зазвичай державних облігацій). Інакше кажучи, кредити РЕПО - це купівля цінних паперів у комерційних банків на умовах їх зворотного викупу.

Національний банк України здійснює операції репо шляхом безпосередньої домовленості з банком щодо купівлі/продажу державних облігацій України та проведення тендера заявок банків щодо участі в операціях репо з державними облігаціями України. За умови проведення операцій репо, що здійснюється шляхом безпосередньої домовленості з банком, Національний банк вибирає тих учасників, які пропонують найвищий процентний дохід. У разі проведення тендера щодо участі в операціях репо задовольняються заявки банків, що є найсприятливішими за обсягами операцій або ціновими параметрами [31].

Різновиди операцій РЕПО (етапи реалізації операції РЕПО):

- «пряме» РЕПО (фактично являє собою кредитування) - купівля центральним банком цінних паперів у комерційних банків за умови, що комерційні банки (продавці цінних паперів) беруть на себе зобов'язання зворотного їх викупу за обумовленою ціною на обумовлену дату;

- «зворотне» РЕПО (фактично являє собою погашення кредиту з боку комерційних банків) - продаж центральним банком цінних паперів зі свого портфеля комерційним банкам за обумовленою ціною на обумовлену дату. Зворотна купівля цінних паперів (друга частина операції РЕПО) здійснюється за ціною, яка відрізняється від ціни первісного продажу. Різниця між цінами і є тим процентним доходом, який отримує центральний банк, виступаючи покупцем цінних паперів (продавцем грошових коштів) у першій частині операції РЕПО. Ціна зворотного викупу являє собою суму початкової ціни продажу і відсотка, що сплачується позичальником коштів. Ставку цього відсотка (ставку РЕПО) розраховують на основі року (365 днів), що дає певну підставу розглядати РЕПО як форму короткострокового кредиту, забезпеченого цінними паперами [9, с.16]

Національний банк України здійснює на відкритому ринку як звичайні операції з цінними паперами, так і операції РЕПО. Також операції РЕПО поділяються на два види залежно від терміну дії і порядку визначення процентної ставки:

- строкове РЕПО, коли строк операції встановлено в договорі, а процентний дохід (витрати) є фіксованим на час проведення операції;
- відкрите РЕПО, коли строк операції в договорі не встановлено, і кожна зі сторін договору може вимагати виконання операції РЕПО в будь-який час, але з обов'язковим повідомленням про свої наміри щодо завершення операції за два робочі дні. Процентний дохід (витрати) при цьому нефіксований.

Проте, Національний банк України може здійснювати тільки операції строкового репо (строк операції чітко визначений), але не більше ніж на 90 календарних днів [24].

При рефінансуванні комерційних банків за операцією "прямого" репо ціною купівлі Національним банком державних цінних паперів із портфеля банків є ринкова або балансова (у разі відсутності активного фондового ринку) вартість державних цінних паперів.

Ціна зворотного продажу Національним банком державних цінних паперів залежить від суми отриманих банком коштів, строку дії операцій репо, ставки рефінансування Національного банку, яка діяла у відповідний період, відсоткових ставок за кредитами та депозитами на міжбанківському ринку.

Доходи, отримані Національним банком за операціями "прямого" репо, належать до складу процентних доходів, а витрати за операціями "зворотного" репо — до складу процентних витрат. Процентним доходом за операціями репо є дохід, що отримує покупець державних цінних паперів у разі здійснення операції репо і який визначається як різниця між ціною зворотного продажу (викупу) цінних паперів та ціною їх купівлі. Процентні витрати — це витрати продавця державних цінних паперів у разі здійснення операції репо, які визначаються як різниця між ціною зворотної купівлі цінних паперів і ціною їх продажу.

У разі накопичення надлишкової ліквідності в банківській системі, зростання грошової маси значно вищими темпами, ніж передбачалося монетарною програмою, Національний банк може продавати з власного портфеля державні цінні папери шляхом операцій "зворотного" репо на

відповідний період за умови викупу цих самих державних цінних паперів надалі в установлений строк.

Ціною продажу Національним банком державних цінних паперів зі свого портфеля за операцією "зворотного" репо є ринкова або балансова їх вартість. Ціна зворотного викупу комерційними банками державних цінних паперів залежить від суми залучених Національним банком коштів, строку дії операції репо, відсоткових ставок за борговими зобов'язаннями (деPOSITними сертифікатами) Національного банку.

Операції "прямого" репо, які здійснюються між Національним банком і комерційними банками, обліковуються як у Національному банку, так і в банках на балансових рахунках бухгалтерського обліку кредитних операцій відповідно до нормативно-правових актів Національного банку.

Операції "зворотного" репо, які здійснюються між Національним банком і банками, обліковуються як у Національному банку, так і в банках на балансових рахунках бухгалтерського обліку депозитних операцій відповідно до нормативно-правових актів Національного банку. Центральний банк та грошово-кредитна політика [45,с.132].

За способом надання забезпечення операції РЕПО бувають трьох видів: з фактичною поставкою цінних паперів, тристороннє РЕПО, РЕПО з утриманням цінних паперів продавцем. Найчастіше використовується РЕПО з фактичною поставкою обумовленої облигації чи бонду в першій і другій частинах угоди. Тристороннє РЕПО передбачає участь в угоді третьої сторони, а саме клірингового агента або банку, який здійснює контроль за цінними паперами під час строку дії угоди, а також проводить грошові платежі, передбачені угодою. Відмінною особливістю тристороннього РЕПО є те, що тристоронній агент, яким зазвичай виступає депозитарний банк або міжнародна клірингова організація, виконують роль посередника між двома сторонами угоди. Тристоронній агент несе відповідальність за адміністративну сторону транзакції, а саме розміщення і заміну забезпечення та присутність на ринку. В США, наприклад, два банки виступають тристороннім агентом – The Bank of New York Mellon і JP Morgan

Chase. В Європі такими агентами є міжнародні клірингові дома Euroclear і Clearstream, а на ринку Швейцарії – SIX. Обсяг ринку тристороннього РЕПО в США до фінансової кризи 2008 р. сягав приблизно 2,8 трлн дол. США, а після кризи в середині 2010 р. – 1,6 трлн дол. США[52].

Третій вид угод РЕПО – з утриманням цінних паперів продавцем на строк дії угоди – рідко зустрічається і притаманний передусім ринкам, що розвиваються, передусім через високий рівень ризику, що продавець може виявитися неплатоспроможним до настання дати погашення, і покупець не зможе отримати цінні папери, які виступають забезпеченням за операцією. При такому виді угод цінні папери, що надаються в заставу, розміщуються позичальником на користь кредитора на спеціальному внутрішньому рахунку на повний період дії угоди РЕПО [8, с.111].

Також на початку 2018 року НБУ розширив перелік інструментів з підтримки довгострокової ліквідності банків у зв'язку з наявністю значного розриву між короткостроковою та довгостроковою ліквідністю фінансових установ. Для операцій прямого репо було передбачено перехід права власності на цінні папери. Операції прямого репо є можливість проводити і сьогодні, проте, згідно з чинними нормами, право власності на цінні папери, за якими проводилась операція, лишається в банку, з яким Національний банк її здійснив. Таким чином, передбачення переходу права власності при проведенні таких операцій дозволить знизити ризики НБУ як кредитора. На додаток, це дозволить підвищити ліквідність вторинного ринку цінних паперів та рівень загальної ринкової ліквідності, а також активізувати обіг державних цінних паперів[22].

Таким чином, можна зробити висновки, що операції РЕПО центрального банку є гнучким сучасним інструментом операційної діяльності. Їх використання дає змогу центральному банку поліпшити механізми здійснення ним грошово-кредитної політики та знизити ризики, які виникають за таких операцій. Проте, на сьогоднішній день, даний інструмент не набув ще широкої вживаності, через використання центральним банком більш стандартних методів регулювання монетарної політики.

РОЗДІЛ 2

ДІАГНОСТИКА ОПЕРАЦІЙ РЕПО НБУ

2.1. Аналіз нормативно-правової бази регулювання операцій РЕПО центрального банку України

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 таргетування у 2018 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 грошово-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.

Відповідно до Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України [31] 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, здійснюються НБУ через укладання двосторонніх договорів з ініціативи суб'єктів ринку за необхідності та нерегулярно.

Стосовно законодавчого визначення поняття договору репо, перш за все, відзначимо, що ані Господарський Кодекс України (надалі – ГК України) [11], ані Цивільний Кодекс України (надалі – ЦК України) не містять ані легального визначення договору репо, ані навіть згадування про такий вид договору.

Проте, ч.1 ст. 6 ЦК України передбачає, що сторони *можуть укласти договір, який не передбачений актами цивільного законодавства*, але відповідає його загальним засадам.

Окрім того, ст. 627 ЦК України «Свобода договору» передбачає, що сторони є вільними в укладенні договору, виборі контрагента та визначенні умов договору з урахуванням вимог цього ЦК України, інших актів цивільного законодавства, звичаїв ділового обороту, вимог розумності та справедливості.

Погоджуючись із висновком Подцерковного О. П. щодо універсальності деяких норм ЦК України для регулювання відповідних відносин та визнання їх складовою частиною господарського законодавства [10, 33], приходимо до висновку, що в сфері господарського обігу також не виключається можливість укладання договорів, що прямо не передбачені відповідними нормами ГК України [11].

Крім того, для правового регулювання договорів репо суттєве значення мають ст.ст. 179, 199 ГК України [11], що також передбачають «субсидіарне» застосування норм ЦК України. Відповідно до статті 179 ГК України [11] майново-господарські зобов'язання, які виникають між суб'єктами господарювання або між суб'єктами господарювання і негосподарюючими суб'єктами-юридичними особами на підставі господарських договорів, є господарсько-договірними зобов'язаннями. До виконання господарських

договорів застосовуються відповідні положення Цивільного кодексу України з урахуванням особливостей, передбачених цим Кодексом. Відповідно до статті 199 ГК України до відносин щодо забезпечення виконання зобов'язань учасників господарських відносин застосовуються відповідні положення Цивільного кодексу України [11].

Попри відсутність загальних норм про договори репо у кодифікованих актах законодавства України, існує низка спеціальних норм, присвячених, зокрема, певним видам цього договору.

На сьогодні найбільш розробленим є нормативно-правове регулювання операцій репо на міжбанківському ринку, де вони використовуються як інструмент рефінансування банківської системи. Зокрема у нормативних актах Національного банку України (надалі – НБУ) містяться визначення поняття операція репо та посилання на застосування відповідного договору.

Так, вперше в законодавстві України можливість використання операцій репо було врегульовано Положенням про порядок підтримки Національним банком України ліквідності банківської системи через операції репо купівлі/продажу державних цінних паперів, що затверджено Постановою Правління НБУ № 333 від 26.12.1996 року (постанова втратила чинність на підставі Постанови Правління НБУ № 204 від 29.05.2001).

Крім того, слід навести визначення операції репо відповідно до Положення про порядок здійснення Національним банком України з банками операцій репо, затвердженого Постановою Правління НБУ № 204 від 29.05.2001 р.: «операція репо – це операція з цінними паперами, що складається з двох частин і для здійснення якої укладається договір між учасниками ринку (Національним банком та банками) про продаж/купівлю державних цінних паперів на певний строк із зобов'язанням зворотного їх продажу/купівлі у визначений строк за обумовлену договором ціну».

На сьогодні діючим у цій сфері є Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України (затверджено

Постановою Правління НБУ № 259 від 30.04.2009 р.). Цей нормативний акт дає таке визначення *операції репо*, виділяючи два її види:

- операція зворотного репо – це депозитна операція, що ґрунтується на двосторонньому договорі між Національним банком та банком про продаж Національним банком зі свого портфеля державних облігацій України з одночасним зобов'язанням зворотного їх викупу з банків за обумовленою в договорі ціною та на обумовлену дату;
- операція прямого репо – це кредитна операція, що ґрунтується на двосторонньому договорі між Національним банком та банком про купівлю Національним банком державних облігацій України з портфеля банку або банківських металів (перша частина договору репо) з подальшим зобов'язанням банку викупити державні облігації України або банківські метали (друга частина договору репо) за обумовленою ціною на обумовлену дату.

Як видно з наведеного, зазначене Положення дає визначення лише поняттю «*операції репо*», що є ширшим аніж поняття «*договір репо*». Що стосується договору репо, то Положення містить посилання на договір репо, як на інструмент, за допомогою якого врегульовано відносини між учасниками операції репо. З іншого боку, наведене поняття операції прямого репо фактично містить й визначення договору репо, про що свідчать посилання у тексті на першу та другу частини договору репо.

До операцій репо законодавство також відносить *врахування векселя з реверсом*. Так, згідно із Положенням про порядок здійснення банками операцій з векселями в національній валюті на території України, затвердженим Постановою НБУ від 16.12.2002 № 508, врахування векселя з реверсом – це різновид врахування, за яким пред'явник векселя дає банку позавексельне зобов'язання викупити враховані векселі до настання строку їх оплати та/або в разі настання/ненастання певних обставин, що є *операцією репо* з відкладальними та/або скасувальними умовами.

У 2003 році було прийнято Закон України «Про іпотеку», який передбачає такий спосіб рефінансування іпотечних кредиторів як *«продаж заставної із зобов'язанням зворотного викупу (операція репо)»*.

Стаття 29 зазначеного Закону передбачає, що продаж заставної із зобов'язанням зворотного викупу є *договором*, згідно з яким будь-яка особа-кредитор зобов'язується сплатити іпотекодержателю (власнику заставної) грошові кошти, а іпотекодержатель (власник заставної) зобов'язується передати заставну цьому кредитору і викупити її за погодженою сторонами ціною у визначений строк у майбутньому, але не пізніше строку повного виконання основного зобов'язання боржником. Фактично ця норма містить визначення договору купівлі-продажу із зобов'язанням зворотного викупу (договору репо), предметом якого є такий вид цінних паперів як заставна. Інша сфера, у якій застосуються операції репо, – це бюджетне законодавство, яке передбачає використання механізму договорів репо для розміщення тимчасово вільних коштів єдиного казначейського рахунку. Вперше така можливість була передбачена Законом України «Про Державний бюджет України на 2008 рік та про внесення змін до деяких законодавчих актів України». Стаття 17 зазначеного закону надавала право Міністерству фінансів України здійснювати на конкурсних засадах розміщення коштів єдиного казначейського рахунку та коштів валютних рахунків Державного бюджету на умовах договорів тимчасової купівлі (продажу) державних цінних паперів з наступним їх поновленням до кінця року.

Відповідно до зазначеної норми Кабінетом Міністрів України було затверджено Порядок тимчасової купівлі (продажу) державних цінних паперів, який визначав механізм розміщення у 2008 році Міністерством фінансів коштів єдиного казначейського рахунку на умовах *договорів тимчасової купівлі (продажу)* державних цінних паперів, зокрема облігацій внутрішніх державних позик, з подальшим поновленням коштів єдиного рахунку до кінця року. Відповідно до пункту 2 зазначеного Порядку *договір тимчасової купівлі (продажу)* — правочин, за яким розміщуються кошти єдиного рахунку на умовах

тимчасової купівлі цінних паперів та зобов'язання за яким забезпечується заставою зазначених цінних паперів відповідно до договору застави. Незважаючи на те, що у зазначеному нормативному акті поняття репо не вживається, фактично має місце використання операції репо, що оформлюється шляхом укладання двох договорів: договору тимчасової купівлі (продажу) та договору застави. Хоча слід зазначити, що застосування зазначеної правової схеми оформлення операції репо є юридично спірним.

У 2010 році набула чинності нова редакція Бюджетного Кодексу України (надалі – БК України) [6]. У статті 16 БК України [6] було закріплено можливість використання операції репо для розміщення тимчасово вільних коштів єдиного казначейського рахунку. Так, відповідно до ч.8 ст.16 БК України [6]: «Міністр фінансів України за погодженням з Національним банком України має право в межах поточного бюджетного періоду здійснювати на конкурсних засадах та/або шляхом проведення аукціонів розміщення тимчасово вільних коштів єдиного казначейського рахунку та коштів валютних рахунків Державного бюджету на депозитах або шляхом придбання державних цінних паперів з подальшим поверненням таких коштів до кінця поточного бюджетного періоду». При цьому зазначається, що «договір про придбання державних цінних паперів має містити положення про виконання особами, що уклали цей договір, зобов'язання щодо зворотного продажу/купівлі таких цінних паперів до кінця поточного бюджетного періоду».

Порядок здійснення операцій, передбачених цією частиною статті БК України [6], визначається Кабінетом Міністрів України. Такий порядок був затверджений Кабінетом Міністрів України 19 січня 2011 р. Відповідно до нього контрагентом за договором може виступати юридична особа, яка володіє облігаціями і здійснює їх продаж Державній казначейській службі із зобов'язанням зворотного викупу, визначення контрагентів здійснюється за результатами аукціону, що проводиться через організатора торгівлі (фондові біржі), а продаж відбувається шляхом укладення договорів купівлі-продажу

цінних паперів на певний строк із зобов'язанням їх зворотного викупу з використанням засобів електронного документообігу.

У 2010 році подібні операції проводились на підставі, постанови Кабінету Міністрів України від 10 листопада 2010 р. № 1024, якою було затверджено «Порядок придбання у 2010 році облігацій внутрішньої державної позики». Зазначений акт є майже аналогічним за змістом із постановою КМУ від 19 січня 2011 р. № 65. Важливим етапом у розвитку правового регулювання операцій репо в Україні стало прийняття Податкового кодексу України (надалі – ПК України).

Слід зазначити, що незважаючи на широке застосування репо на практиці, податкове законодавство України спеціальних норм про оподаткування операцій репо не містило, невизначеність із правилами оподаткування таких операцій, зрозуміло, також не сприяли їх подальшому розповсюдженню. І 1 січня 2011 року набули чинності більшість норм ПК України. Спочатку текст ПКУ також не містив згадувань про операції репо, однак законом від 07.07.2011 р. до ПК України були внесені суттєві зміни. ПК України, зокрема, було доповнено новим пунктом 14.1.167, у якому дано визначення поняття операція репо, а саме: «*операція репо* – операція купівлі (продажу) цінних паперів із зобов'язанням зворотного їх продажу (купівлі) через визначений строк за заздалегідь обумовленою ціною, що здійснюється на основі єдиного договору репо. В цілях цього Кодексу строк між датами виконання першої та другої частин операції репо (строк репо) не може перевищувати одного року».

Незважаючи на те, що відповідно до ст.5 ПК України поняття, правила та положення, установлені ПК України, застосовуються виключно для регулювання відносин, що виникають у сфері справляння податків і зборів, зазначена норма має важливе значення для правового регулювання договорів репо в Україні.

По-перше, законодавець визнав необхідність окремого регулювання оподаткування операцій репо, що більш-менш вносить ясність у застосування цих операцій на практиці. По-друге, це перше законодавче визначення операції

репо на рівні кодифікованого нормативного акту України, що може розглядатись як визнання цього інституту та перший крок до закріплення інституту договору репо у спеціальних нормативно-правових актах (ГК України чи Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок») [11].

Так, як вірно зазначає Товстик Ю. О., дефініція «операція» визначається як перелік дій, заходів, робіт, що виконуються за певним планом, організацією і пов'язані з досягненням певної мети; по-друге, цей термін означає вид діяльності, підприємницької угоди, сукупність взаємопов'язаних дій щодо розв'язання економічної задачі або проблеми, тобто – це технологія проведення операції, що визначає послідовність дій при її проведенні, а також документи, необхідні для її здійснення та оформлення. Практично всі операції започатковують укладанням угоди, що має певні етапи: наприклад, подання заявки, підписання договору, взаєморозрахунки, виконання угоди. У свою чергу, термін «угода» означає домовленість про будь-що, або договір, за яким встановлюються взаємні зобов'язання щодо будь-чого. За допомогою угоди лише законодавчо оформляється факт даної операції, сам зміст її значно ширший [42, 3-10].

Що стосується доктринальних визначень договору репо, слід зазначити, що дослідженням договорів репо займались Нерсесов Н. О., Цитович П. П., Федоров А. Ф., Шершеневич Г. Ф., Поляков В. І., Трошин І. А., Майданник Р. А., Бервено С. М. та інші. Розглянемо деякі із запропонованих у науці визначень цього виду договору.

На думку Н. О. Нерсесова, сутність *репортної угоди* полягає в тому, що власник цінних паперів відчужує їх іншому з тим, однак, щоб останній до відповідного часу у майбутньому зворотно продав однорідні цінні папери за завчасно визначеною ціною [20, 139-140].

Г. Ф. Шершеневич визначає *репорт* як операцію, коли одна особа купує за готівку відому кількість цінних паперів і одночасно продає ті ж папери тій же особі по підвищеній ціні, на строк, що звичайно є нетривалим [47, 241-242].

І. О. Трошин визначає *угоду репо* як цілеспрямовану, вольову, правомірну дію, що здійснюється суб'єктами права і спрямована на виникнення цивільно-

правових наслідків у вигляді взаємних зобов'язань сторін по передачі один одному цінних паперів і грошових коштів [43, 47].

С. М. Бєрвєно дає наступне визначення: «*угода репо*» є складним зобов'язанням іррегулярної позики, забезпеченої переходом права власності на майно (цінні папери) до позичальника, мету якої становлять погоджені цілі обов'язків відповідної зобов'язаної сторони правочину вчинити певні дії на їх виконання (обов'язків), сформована як результат єдності цілей і взаємної направленості волі обох сторін на встановлення між ними позикових правовідносин» [3, 352].

Наведені поняття договору репо є теоретичними та не конкретизують, у чому полягають зобов'язання сторін відповідно до цього договору, а більш зорієнтовані на визначення правової природи договору та інших його ознак.

Звертають на себе увагу визначення договору репо, які дали вчені Белов В. А. та Поляков В. І.

Белов В. А. визначає цей договір так: «За *договором репорту-депорту* одна сторона (депортер) передає у власність іншій стороні (репортерові) цінні папери і зобов'язується в обумовлений термін прийняти ці папери назад у власність від репортера, сплативши їх вартість за поточним курсом, а репортер, відповідно, сплачує депортеру певну грошову суму і зобов'язується в обумовлений термін передати папери у власність репортерові (*депортеру*), прийнявши в платіж їх вартість за поточним курсом» [2, с. 210].

Автор В. І. Поляков у своїй роботі, присвяченій договору купівлі-продажу із зобов'язанням зворотного викупу, дає наступне визначення цього договору:

Договір репо – договір, що складається з двох частин. Перша частина охоплює передачу продавцем (далі – Продавець) у власність покупцеві (далі – Покупець) майна, визначеного родовими ознаками (як правило, цінних паперів), а також оплату вказаного майна Покупцем. Розрахунки по першій частині договору відбуваються у момент укладення договору. Відповідно до другої частини договору репо одна сторона (покупець по першій частині договору або Покупець) зобов'язується передати майно того ж роду і якості (цінні папери того

ж випуску, номіналу тощо) у визначений в договорі (майбутній) строк або на вимогу іншої сторони (продавцеві по першій частині договору або Продавцеві), а Продавець в той же строк зобов'язується сплатити за цінні папери, що передаються за ціною, вказаною в договорі або розрахованою на його основі [30, с. 27].

На підставі вищенаведених законодавчих та доктринальних визначень можна сформулювати наступне поняття договору репо:

Договір репо — договір, за яким одна сторона (продавець) зобов'язується у встановлений строк передати у власність іншій стороні (покупцеві) цінні папери, а покупець зобов'язується прийняти цінні папери і сплатити за них певну грошову суму (перша частина договору репо) і за яким покупець зобов'язується у встановлений строк передати такі само цінні папери (того ж випуску, номіналу) у власність продавця, а продавець зобов'язується прийняти зазначені цінні папери і сплатити за них певну грошову суму (друга частина договору репо).

Враховуючи вищенаведене, вважаємо за доцільне доповнити главу 35 ГК України статтею 361-1 наступного змісту [11]:

«Стаття 361-1 Договір репо. За договором репо одна сторона (продавець) зобов'язується у встановлений строк передати у власність іншій стороні (покупцеві) цінні папери, а покупець зобов'язується прийняти цінні папери і сплатити за них певну грошову суму (перша частина договору репо) і за яким покупець зобов'язується у встановлений строк передати такі само цінні папери (того ж випуску, номіналу) у власність продавця, а продавець зобов'язується прийняти зазначені цінні папери і сплатити за них певну грошову суму (друга частина договору репо)» [11].

Підсумовуючи вищенаведене, можна дійти наступних висновків:

По-перше, на сьогодні в законодавстві України відсутнє єдине універсальне визначення поняття договору репо.

По-друге, у переважній більшості із зазначених нормативних актів застосовується поняття «операція репо», що є економічним (фінансовим) поняттям та є ширшим аніж поняття «договір (угода) репо».

По-третє, більшість норм, присвячених договору чи операції репо, носить фрагментарний та суперечливий характер, що на практиці може призвести до неоднозначного тлумачення і застосування у різних сферах як господарських, так і цивільних відносин, що, в свою чергу, потребує відповідних законодавчих змін та доповнень.

Таким чином, договір репо виступає як основа для здійснення операції репо, інструмент, за допомогою якого врегульовано відносини між учасниками операції репо. Деякі із вищезазначених нормативних актів згадують договір репо саме як основу для здійснення операції репо. Так, відповідно до Положення НБУ про регулювання Національним банком України ліквідності банків України операції репо *ґрунтуються* на двосторонньому договорі між Національним банком та банком. У ПК України у визначені операції репо зазначається, що операція репо здійснюється *на основі єдиного договору репо*.

Першим кроком до виправлення цієї ситуації повинне стати закріплення у вітчизняному законодавстві, а саме у ГК України [11], єдиного визначення поняття договору репо. Зрозуміло, що ядром визначення поняття договору репо є поняття «*операція репо*». Отже, для формування зазначеного поняття необхідно прийняти до уваги наведені законодавчі визначення операції репо та існуючі доктринальні визначення договору репо. Слід зазначити, що проаналізовані нормативні акти радикальних відмінностей щодо визначення суті операції репо не мають, а найбільш універсальним, на наш погляд, є визначення операції репо у пункті 14.1.167 ПК України: операція купівлі (продажу) цінних паперів із зобов'язанням зворотного їх продажу (купівлі) через визначений строк за заздалегідь обумовленою ціною.

2.2 Оцінка динаміки обсягів та структури операцій РЕПО НБУ

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. 2.1). 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 2016-2018 рр.), а також фінансування потреб Уряду шляхом участі на аукціонах з розміщення ОВДП (у 2013-2016 рр.).

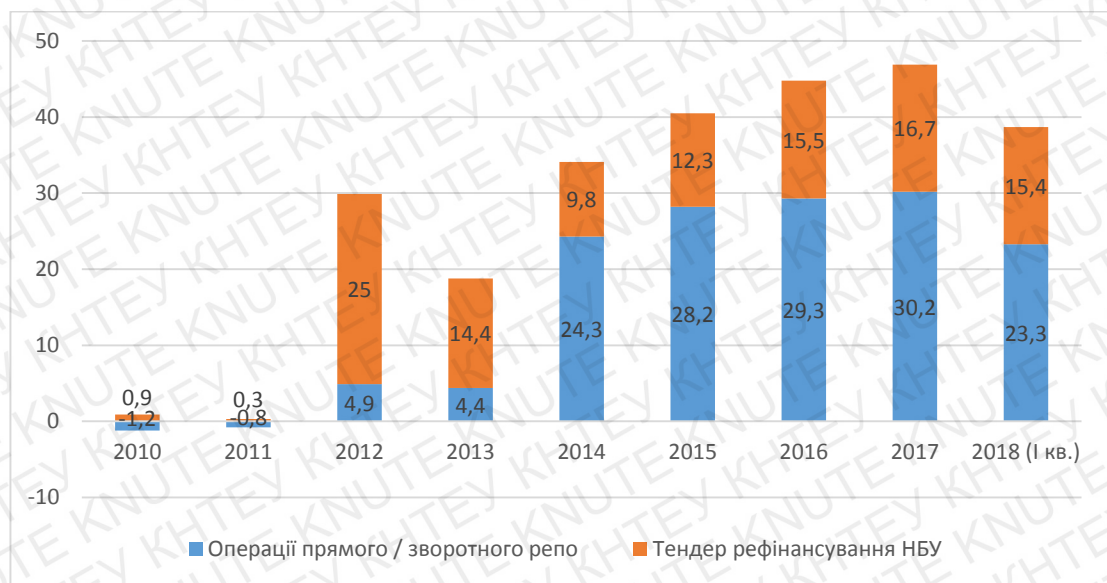


Рис. 2.1. Річні та квартальні обсяги здійснення НБУ зворотних операцій¹ з цінними паперами України, млрд. грн.

Джерело: побудовано автором на основі [26]

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 [48, с. 237].

За даними рис. 2.1 спостерігаємо, що починаючи з II кварталу 2017 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 напряду банкам, у яких є нагальна

необхідність отримання додаткової ліквідності для забезпечення безперервного стабільного функціонування на ринку.

Як можна відслідкувати на рис. 2.1, наприкінці 2013 – в середині 2014 р. Національний банк почав проводити операції зворотного репо. Це рішення обумовлено такими факторами:

- надлишком ліквідності у банківській системі, який сформувався через значні вливання коштів центробанком у I кварталі 2013 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 2014 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.

На фоні значного збільшення вкладів у депозитні сертифікати можна зробити висновок, що через кризові соціально-політичні явища, які почались наприкінці 2016 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, середньо-зважений термін до погашення депозитних сертифікатів, які розміщувались Національним банком у 2013 р., складав – 18,63 днів, у 2014 р. – 16,51 днів, у 2015 р. – 11,42 днів, у 2016 р. – 5,92 днів, у 2017 – 2,26 днів, а у I кварталі 2018 р.

– 2,25 днів. Водночас за іншими інструментами з постачання ліквідності строки були значно вищим, також було розраховано середньоденне значення осягу даних операцій (табл. 2.1; 2.2).

Таблиця 2.1

Середньозважена строковість операцій Національного банку України
у 2013-2018 рр., днів

Вид операції	Рік					
	2013	2014	2015	2016	2017	I кв. 2018
Розміщення депозитних сертифікатів НБУ	19,69	17,45	12,07	6,26	2,39	2,38
Тендер з рефінансування	22,65	26,79	229,30	224,01	125,48	25,66
Пряме репо	31,70	26,31	35,83	84,03	86,41	82,61
Зворотне репо	16,41	3,38	-	-	-	-

Джерело: побудовано автором на основі [26]

Результати розрахунків, наведені у табл. 2.1, можна пояснити такими чинниками: – починаючи з 2013 р. розрахункове середньоденне значення обсягу розміщення депозитних сертифікатів знижувалося значними темпами та у 2015 р. поступилося за абсолютним значенням відповідному показнику операцій з постачання ліквідності. Така ситуація обумовлювалась порушеннями у трансмісійному механізмі монетарної політики, які виявлялися у надмірному попиті на іноземну валюту на міжбанківському ринку. З цієї самої причини у 2015 р. НБУ не проводив операцій зворотного репо;

- після запровадження інструменту розміщення депозитних сертифікатів НБУ овернайт, у 2016 р. значно зросло розрахункове середньоденне значення обсягу операцій з їх розміщення з 0,52 у 2015 р. до 4,36 у 2016 р.;
- після введення в дію довгострокових тендерів з рефінансування банків до 360 днів у 2015 р. розрахункове середньоденне значення обсягу розміщених коштів через тендер з рефінансування зросло більш ніж у 32 рази порівняно з аналогічним показником у 2014 р. та зростало у 2016 р.;
- після збільшення максимального терміну здійснення операцій прямого репо у 2015 р. з 30 до 90 днів розрахункове середньоденне значення обсягу розміщених коштів через проведення операцій прямого репо зросло більш ніж у 3 рази

порівняно з аналогічним показником у 2014 р. до 5,26 млрд. грн. та зростало у 2016-2017 рр.

Таблиця 2.2

Розрахункове середньоденне значення обсягу операцій за фінансовими інструментами НБУ, млрд. грн.

Вид операції	Рік					
	2013	2014	2015	2016	2017	I кв. 2018
Розміщення депозитних сертифікатів НБУ	13,27	8,26	0,55	4,61	9,64	17,48
Тендер з рефінансування	0,03	0,23	7,50	8,46	19,11	2,67
Пряме репо	0,01	1,70	5,56	8,28	4,84	1,19
Зворотне репо	0,10	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00

Джерело: побудовано автором на основі [26]

Загалом місце операцій відкритого ринку в операційному інструментарії НБУ з 2013 по I квартал 2018 р. має такий вигляд (рис. 2.2).

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 2016 р. включно) до середнього значення у 14,7% (з червня 2016 р. по березень 2018 р.), досягаючи свого мінімального значення у березні 2017 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 2017 р. та наступним очищенням банківської системи.

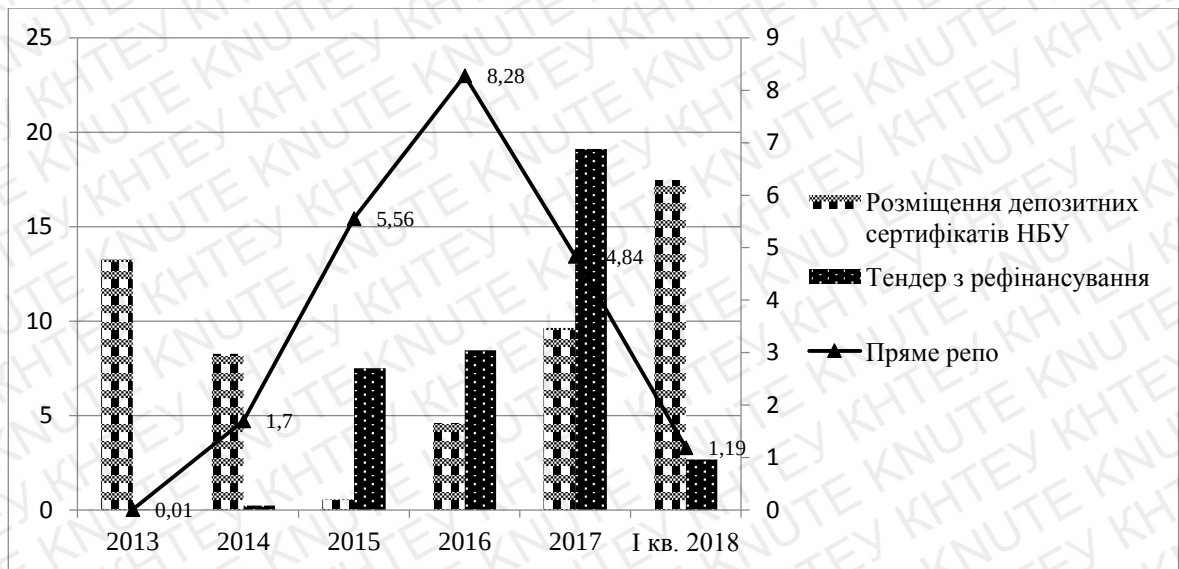


Рис. 2.2. Динаміка зміни обсягів та частки операцій відкритого ринку в структурі операцій НБУ, млрд. грн.

Джерело: побудовано автором на основі [26]

Частка операцій відкритого ринку в структурі операцій з постачання ліквідності у 2013 – I квартал 2018 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.

З початку 2017 р. спостерігалось поступове підвищення ставок за активними і пасивними операціями НБУ. Так, станом на березень 2018 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 рази), таким чином, спред між ними збільшився у 2,11 разу: з 4,82 п. п. у січні 2017 р. до 10,16 п. п. у березні 2018 р. з максимальним значенням у 13,73 п. п. у березні 2017 р.

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 нормального (ринкового) розподілу ресурсів та розбалансування попиту і пропозиції на комерційні кредити. У такі періоди, як, наприклад, у четвертому кварталі 2012 року, спостерігалось різке підвищення

процентних ставок за гривневими комерційними кредитами та кредитами овернайт на міжбанківському ринку, а також погіршення вільної ліквідності банків (навіть за умови досягнення нею від'ємних значень) [18].

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 України.

Таким чином, кредитний дисбаланс і подальші фінансово-валютні потрясіння, які відбувались в Україні у 2017 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 [18].

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 сформувати необхідні передумови для максимально ефективного

застосування інструментів відкритого ринку. Однак проблема оцінки ефективності цих інструментів потребує окремого дослідження.

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.

2.3 Аналіз факторів впливу на проведення операцій РЕПО НБУ

Варто наголосити, що не існує однієї-єдиної ставки «репо». Кожна угода «репо» має свою ставку, що змінюється в залежності від наступних факторів.

1) Якість. Чим вище кредитний рейтинг і ліквідність цінних паперів, тим нижче ставка репо. 2) Термін дії «репо». Вплив терміну дії угоди «репо» на ставку «репо» залежить від форми кривої прибутковості. 3) Умови поставки. Як зазначалося раніше, якщо передбачається поставка застави кредитору, то ставка «репо» зменшується. Якщо заставу може бути депонований в банку позичальника, то ставка «репо» збільшується. 4) Доступність застави. Чим складніше придбати заставу, тим нижче ставка «репо». Для того, щоб зрозуміти причини цього явища, розглянемо випадок, коли позичальник (або продавець цінного паперу) володіє цінним папером, що відноситься до "гарячої" або спеціальної емісії. Щоб отримати цей цінний папір, сторона, яка прагне придбати заставу, буде змушена позичити кошти під більш низьку ставку «репо». Ці фактори впливають на ставку «репо» в рамках конкретної угоди. Вже згадана

нижче процентна ставка по державних фондах (state funds rate) визначає верхній рівень ставок «репо». Конкретна ставка «репо» не перевищує відсоткової ставки по державних фондах. Це пояснюється тим, що угода «репо» передбачає забезпечений позику, а операції державних фондів є незабезпеченими запозиченнями. Ставки «репо» залежать від термінів погашення і виду забезпечення.

Основним фактором, що впливає на ставки, що виплачуються за всіма іншими інструментами грошового ринку, описаним в цьому розділі, є ставка, визначена ринком державних фондів.

Державні фонди не приносять відсоткового доходу. Отже, депозитарні установи, що створюють державні фонди, розмір яких перевищує встановлений рівень, створюють приховані витрати (opportunity costs), тобто втрати процентного доходу, який можна було б отримати, якби ці кошти не були депоновані в НБУ. У той же час існують депозитарні установи, державні фонди яких менше необхідного рівня. Як правило, невеликі банки мають надлишкові резерви, а банки з глобальними інтересами відчувають нестачу резервів і страждають від дефіциту. У структурі банків існують відділи, які обслуговують державні фонди, менеджери яких несуть відповідальність за виконання резервних вимог. Один із способів, за допомогою якого банки можуть компенсувати брак державних фондів, – укладення угоди «репо» з небанківським клієнтом. Крім того, ці банки можуть позичити гроші у банків, що мають надлишок резервних коштів. Ринок, на якому банки, які відчувають брак резервних коштів, купують (запозичують), а банки, що мають надлишок резервних коштів, продають (позичають) державні фонди, називається ринком державні фондів (state funds market). Рівноважна процентна ставка, визначена попитом і пропозицією на ринку державних фондів, називається процентною ставкою по державних фондах (state funds rate).

Слід наголосити на тому, що операції відкритого ринку впливають на процентні ставки на різних сегментах грошово-кредитного ринку по-різному (табл.2.3). Найбільш значимий вплив на процентні ставки на всіх

сегментах справляє зміни процентних ставок за операціями НБУ. Збільшення ж обсягів кредитного рефінансування банків також впливає на зростання процентних ставок на усіх ринках, а особливо – на міжбанківських. Така ситуація, на думку автора, пояснюється тим, що при підвищенні ринкових ставок збільшується попит банків на рефінансування НБУ. З іншого боку, найменш значимий вплив на процентні ставки мають зміна обсягів мобілізаційних операцій НБУ, сальдо операцій Центробанку з купівлі-продажу цінних паперів та валютних інтервенцій НБУ у гривні на міжбанківських ринках [18].

Таблиця 2.3

Зміни процентних ставок на грошових ринках під впливом факторів

Умова (фактори)	Ставки			
	міжбанківського кредитного ринку	міжбанківського депозитного ринку	роздрібного ринку кредитів	роздрібного ринку депозитів
При зростанні ставок за операціями НБУ на 1 п.п.	+ 0,807 п.п.	+ 1,092 п.п.	+ 0,453 п.п.	+ 0,521 п.п.
При зростанні обсягів рефінансування банків на 1 млрд грн	+ 0,434 п.п.	+ 0,418 п.п.	+ 0,142 п.п.	+ 0,138 п.п.
При зростанні обсягів мобілізаційних операцій НБУ на 1 млрд грн	значимо не впливає	значимо не впливає	значимо не впливає	значимо не впливає
При зростанні сальдо операцій НБУ з цінними паперами на 1 млрд грн	значимо не впливає	значимо не впливає	+ 0,224 п.п.	+ 0,243 п.п.
При зростанні сальдо валютних інтервенцій НБУ на 1 млрд грн	- 0,251 п.п.	- 0,256 п.п.	значимо не впливає.	значимо не впливає

Джерело: розроблено автором на основі джерела [18]

Фактично централізованим рефінансуванням, мобілізацією ресурсів банків, операціями з цінними паперами і валютними інтервенціями не досягається фондування і ліквідність комерційних кредитних установ. У той же

час кредитно-депозитні операції останніх з іншими банками та їх клієнтами ефективно впливають на ефективність банківської діяльності(табл.2.4).

Таблиця 2.4

Коефіцієнти кореляції Пірсона між обсягами окремих видів операцій

на грошово-кредитному ринку у 2013 - 2017 рр.

Назва показника	Обсяги кредитування банками інших депозитних корпорацій України	Обсяги залучення банками депозитів від інших депозитних корпорацій України	Обсяги кредитування банками резидентів України, крім депозитних корпорацій	Обсяги залучення банками депозитів від резидентів України, крім депозитних корпорацій
Обсяги рефінансування банків НБУ	0,5	0,3	0,6	0,5
Обсяги мобілізаційних операцій НБУ	-0,2	0,2	-0,1	0,1
Сальдо операцій НБУ з купівлі-продажу цінних паперів	0,3	0,3	0,3	0,2
Сальдо валютних інтервенцій НБУ у гривні	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2
Обсяги кредитування банками інших депозитних корпорацій України	-	0,6	0,9	0,9
Обсяги залучення банками депозитів від інших депозитних корпорацій України	0,6	-	0,8	0,9
Обсяги кредитування банками резидентів України, крім депозитних корпорацій	0,9	0,8	-	1,0
Обсяги залучення банками депозитів від резидентів України, крім депозитних корпорацій	0,9	0,9	1,0	-

Джерело: складено автором за джерелом [18]

У підсумку варто зазначити, що не існує пропорційної залежності ставок за кредитними і депозитними операціями від обсягів гривневих, валютних чи інтервенцій з купівлі-продажу облігацій Національним банком України на відповідних ринках. Навпаки, зростання ставок призводять як надмірні обсяги інтервенцій, так і їх відсутність. Найбільш ефективним способом впливу на

процентні ставки на грошових ринках має механізм зміни ставок за регулятивними операціями центробанку.

Таким чином, за результатами дослідження зроблено висновок, що в політиці НБУ серед операційних інструментів відкритого ринку домінує торгівля державними облігаціями 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 (2013, 2014, 2016, 2017 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 2015 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.

РОЗДІЛ 3

ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ОПЕРАЦІЙ РЕПО ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ В УКРАЇНІ

3.1 Досвід зарубіжних країн у проведенні центральним банком операцій РЕПО

В Україні на сьогодні відбувається досить стрімкий розвиток фінансових операцій, що, в свою чергу, викликає необхідність звернення до досвіду зарубіжних країн щодо порядку проведення операцій РЕПО, особливо з приводу аналізу ризиків та шляхів їх мінімізації. Незважаючи на те, що операції РЕПО мають досить давню історію існування, проте навіть у зарубіжних країнах через постійний розвиток фінансових ринків дані операції постійно зазнають певних змін.

В США угоди РЕПО почали використовувати через появу високих податків, які знизили привабливість традиційних форм кредитування. Спочатку такі операції з кредитування здійснювались між Федеральною Резервною Системою та банками, а потім набули поширення й на інших учасників ринку, набувши особливої активності у 20-х роках ХХст. Проте в період Великої депресії та Другої світової війни така практика зупинилась і відновилась лише на початку 1959-х років. У зв'язку з стрімким розвитком комп'ютерних технологій на кінець 70-х – початку 80-х років минулого століття, розпочалося стрімке зростання обсягу операцій РЕПО. [8, с.107]

Після колапсу всесвітньо відомої американської брокерської компанії REFCO, у науково-технічних виданнях фінансового змісту почали приділяти більше уваги на певних формах операцій РЕПО, особливо технічним деталям розрахунків. Крах компанії MF Global також був прискорений за рахунок механізму залучення коштів, а саме позабалансових операцій репо. Оскільки для бухгалтерської звітності така операція трактувалася як продаж, що дозволяє виводити ризики за баланс компанії. У докризові часи фінансування за рахунок РЕПО дозволило MF Global вибудувати потужний канал із залучення грошей, одночасно зберігаючи зайняту позицію в європейських бондах. Але реальна залежність брокера від фінансування через РЕПО була значно вище, ніж це показує баланс. Під час кризи це небезпечно: коли у клієнтів виникають сумніви

в стійкості брокера, вони скорочують його фінансування; йому доводиться скорочувати фінансування своїх клієнтів, ті забирають у брокера вільні грошові залишки, і далі по колу. Так описував Метт Кінг з Citibank механізм банкрутства Bear Sterns в 2008 році. Саме цією дорогою пішов і MF Global - у нього не було надлишкової ліквідності, щоб збільшити заставу під залучені кошти.[1]. Це і призвело до послідовного провалу у виконанні своїх зобов'язань однією, кількому і багатьма сторонами, які уклали угоди щодо того ж самого інструменту.

Також у 2008 році банкрутство американського банку Lehman Brothers призвело перехід світової економічної кризи у більш гостру фазу. Банк, через використання операцій РЕПО, значно понизив рівень кредитної заборгованості, що дозволило йому бути більш привабливим на ринку, проте ситуація повторилася [49].

За даними Financial Times, Федеральна Резервна система США і Європейська Рада РЕПО, яка знаходиться у підпорядкуванні Міжнародної Асоціації Ринків Капіталу, намагаються оцінювати розміри відповідних ринків угод РЕПО. У кінці 2004 р. цей ринок сягнув 5 трлн дол. США [59].

Також, варто зазначити, що під час фінансової кризи 2008 року ринок операцій РЕПО значно скоротився, як в США, так і в Європі, і лише наприкінці 2010 року почав відновлятися та навіть досягнув більших результатів, аніж до кризи в Європі.

Важливо додати, що існують певні відмінності між видами операцій РЕПО та угод купівлі/продажу. Перша операція, відповідно до технічної точки зору, є єдиною транзакцією, у той час як угода купівлі/продажу складається з двох. Як правило, угоди РЕПО регулюються глобальною угодою РЕПО (Global Master Repo Agreement – GMRA). Що, в свою чергу, надає їм перевагу, оскільки при неплатоспроможності сторони угоди купівлі/продажу зменшуються юридичні можливості отримання застави [8, с.112].

На міжнародному рівні операції РЕПО регулюються Міжнародною Асоціацією Ринків Капіталу (International Capital Market Association – ICMA), що

включає учасників міжнародних ринків капіталу з п'ятдесяти країн світу. European Repo and Collateral Council (ERCC) – Європейська Рада по Операціях РЕПО і Заставі є органом, створеним під егідою ISMA з метою захисту інтересів банків, що діють на ринках РЕПО у країнах Європи. Членство у Раді мають великі банки, що здійснюють діяльність на ринку операцій РЕПО в межах і поза межами Європи. ISMA регулює і підтримує стандарти генеральних угод по досліджуваних операціях [53].

Незважаючи на важливість ринку РЕПО в Європі, досить важко отримати чіткі дані щодо його розміру, єдиним авторитетним джерелом інформації з цього приводу є дослідження ISMA(рис.3.1).

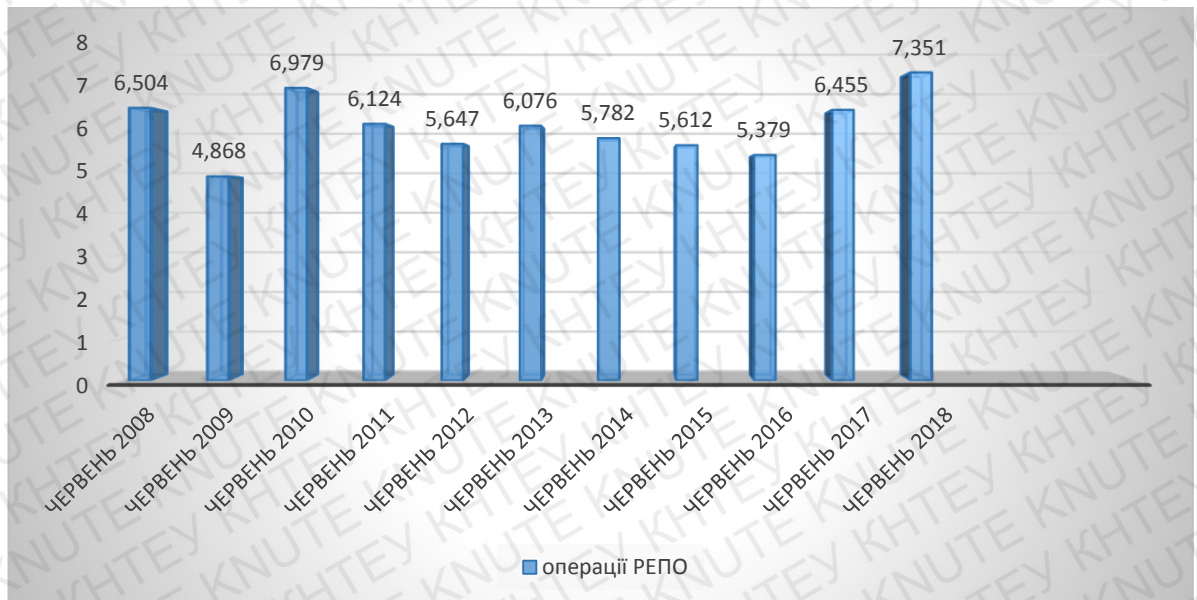


Рис. 3.1. Динаміка обсягів операцій РЕПО в Європі, станом на червень 2008-червень 2018рр.

Джерело: розроблено автором на основі джерела [54]

ERCC проводить саме такі дослідження і для останнього дослідження ринку РЕПО, проведеного ERCC у червні 2018 р.(рис.3.1), ряду фінансових установ в Європі запропоновано надати інформацію про угоди РЕПО, відкриті станом на кінець певного робочого дня. У дослідженні взяли участь 62 найбільш значущі на цьому ринку фінансові установи. Результати цього тридцять п'ятого за рахунком піврічного дослідження показують базовий показник обсягу європейського ринку РЕПО в 7,351 млрд євро [54].

У США на ринках капіталу Асоціація з Ринку Цінних Паперів і Фінансового Ринку (Securities Industry and Financial Markets Association – SIFMA) є авторитетом індустрії цінних паперів країни, об'єднуючи загальні інтереси сотень брокерів-дилерів, банків і компаній, що керують активами. Основною метою її діяльності є забезпечення дієвого і ефективного функціонування ринків капіталу. Асоціація регулює діяльність і представляє інтереси компаній-учасників фінансових ринків, в яких майже 1 млн осіб забезпечують доступ до ринків капіталу, з фінансовими угодами на суму понад 2,5 трлн дол. США для підприємств і муніципальних установ США, що обслуговують клієнтів з наявними активами на суму в більш ніж 20 трлн дол. США і мають в управлінні активи на більш ніж 67 трлн дол. США для індивідуальних та інституціональних клієнтів, включаючи взаємні фонди і пенсійні програми [60; рис. 3.2].

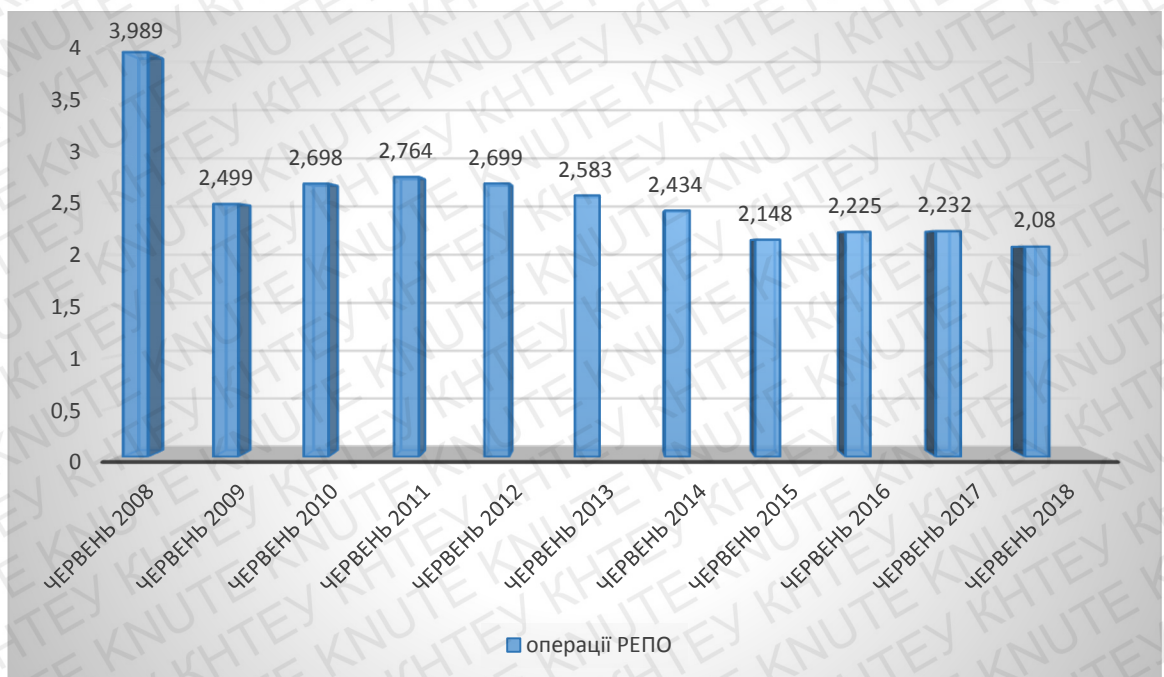


Рис.3.2. Динаміка обсягів операцій РЕПО в США, 2008-2018рр.

Джерело: розроблено автором на основі джерела [60]

SIFMA з офісами в Нью-Йорку і Вашингтоні є регіональним членом Всесвітньої Асоціації з Фінансових Ринків (Global Financial Markets Association – GFMA) – від США.

Щоденний оборот операцій РЕПО в США станом на червень 2018 р.(рис.3.2) складає 2,08 трлн дол. США. Цей ринок – життєво важлива, але не завжди

зрозуміла частина фінансової системи США. Він є ліквідним, ефективним, перевіреним і безпечним засобом участі в короткостроковому фінансуванні щоденних потреб свого бізнесу для компаній.

Проте, порівнюючи ринки РЕПО в США та Європі необхідно враховувати існуючі відмінності у механізмах здійснення таких операцій, а також у самій структурі функціонування двох ринків.

В Європі по операціях РЕПО право власності на предмет застави переходить від продавця до покупця за допомогою прямого продажу (outright sale). Відповідно до законодавства Нью-Йорку як законодавчої юрисдикції для операцій РЕПО в США передання права власності на заставу є складною процедурою. Замість цього, предмет застави надається способом його блокування, але звільняється від деяких положень Кодексу США про банкрутство, які зазвичай застосовуються до заставних зобов'язань, зокрема, автоматичне призупинення використання застави в разі неплатоспроможності. Крім того, на відміну від традиційного способу використання застави, покупцю при РЕПО операціях у США надається загальне право на використання застави. Відповідно, права стають такими ж, як ті, що одержуються через прямі продажі. До угод РЕПО, за законодавством штату Нью-Йорк, включаються також додаткові положення, які повторно характеризують РЕПО як кредитування із забезпеченням у випадку, якщо права покупця на заставу виявляються такими, що не підлягають виконанню за умовами угоди [8,с.116].

На відміну від європейського ринку, на американському домінують тристоронні РЕПО, де питання вибору застави, управління і розрахунків передаються на аутсорсинг агенту тристоронньої угоди.(табл.3.1)

Таблиця 3.1

Порівняльний аналіз особливостей угод з тристороннього РЕПО на ринках
США та Європи

Показник	США	Європа
----------	-----	--------

Частка угод у структурі ринку РЕПО в цілому	Близько 65%	Близько 10%
Види типових ЦП у заставі при складанні угод	Переважаю казначейські та державні боргові цінні папери США	Переважаю недержавні бонди і цінні папери
Середній строк операції	Переважаю короткострокові угоди	Переважаю довгострокові угоди
Агенти на ринку РЕПО	Bank of New York Mellon, JP Morgan	Clearstream Luxembourg, Euroclear, Bank of New York Mellon, JP Morgan, SIS

Джерело: складено автором на основі джерела [56]

Безпеку ринку РЕПО забезпечують не тільки його ефективність, великий розмір і, як наслідок, високий рівень регулювання. Ринок РЕПО в США протестований протягом багатьох років, у тому числі під час кредитної кризи 2008 р., і демонструє надійність функціонування. Додатково зменшує ризики при проведенні операцій РЕПО й те, що по суті вони є операціями з використанням застави, а також можливість фактичного проведення щоденної переоцінки активу, наданого в заставу за умовами угоди. Засобом мінімізації ризиків у випадках звичайного та тристороннього РЕПО служить ефективне функціонування централізованих механізмів забезпечення проведення розрахунків по операціях. Тристоронні РЕПО з їх стандартизованою контрактною базою сприяють подальшому підвищенню стійкості ринку. Стандартна документація ринку РЕПО і її широке визнання та прийняття ринком забезпечує визначеність і певною мірою додає впевненість учасникам ринку [55, с.33].

Отже, на основі проведених досліджень з приводу досвіду зарубіжних країн використання операцій РЕПО, можна зробити наступні висновки, що ринкова ліквідність даних угод є досить високою, що дозволяє утримувати за ними конкурентні ставки для інвесторів. В цілому використання операцій РЕПО є широкоживаним та привабливим, особливо для трейдерів, для отримання доступу до дешевшого фінансування або покриття коротких позицій по ЦП. При

порівнянні двох ринків РЕПО (Європи та США) було виявлено ряд відмінностей у проведенні даних операцій і структурі функціонування цих ринків в цілому.

3.2 Оцінка можливостей та ризиків для проведення операцій РЕПО центральним банком в Україні

Операції РЕПО, на відміну від тендера кредитів рефінансування та інших постійно діючих механізмів, здійснюються НБУ за рахунок укладання двосторонніх угод, без застосування процедур тендера, дуже рідко та за необхідності.

Наприкінці 2017 року НБУ вирішив розширити перелік інструментів з підтримки довгострокової ліквідності банків у зв'язку з наявністю на сьогодні значного розриву між короткостроковою та довгостроковою ліквідністю фінансових установ. Таким чином, для операцій прямого РЕПО буде передбачено перехід права власності на цінні папери.

Операції прямого репо є можливість проводити і сьогодні, проте, згідно чинних норм, право власності на цінні папери, за якими проводилась операція, лишається в банку, з яким Національний банк її здійснив. Таким чином, передбачення переходу права власності при проведенні таких операцій дозволить знизити ризики НБУ як кредитора [32].

На додаток, це дозволить підвищити ліквідність вторинного ринку цінних паперів та рівень загальної ринкової ліквідності, а також активізувати обіг державних цінних паперів.

Щодо України, то використання угоди РЕПО здійснюється лише з обмеженим колом цінних паперів.

Як правило, в операціях РЕПО беруть участь облігації емітентів, що випущені у великому обсязі та обертаються на вторинному ринку. Зокрема, це папери компаній приблизно 20 емітентів "першого ешелону" - ЗАЗ, "Луаз", "АВК", "Сармат", "Кернел", "Зерноторгівельна компанія", "Київ-Конті", аеропорт "Бориспіль" та інші, а також деякі муніципальні облігації, серед яких

першість займають облігації м. Києва. Український ринок облігацій при всіх своїх "але" є більш ліквідний і прозорий, ніж ринок акцій. Основними операторами РЕПО-ринку є великі андерайтери фондового ринку, а також системні банки й банки з іноземним капіталом. Але до учасників, які використовують операції РЕПО, можна також віднести і небанківські установи (інвестиційні фонди й торговці), але їх мало - всього 20-30 учасників. Проте вони є найбільш надійними контрагентами з налагодженою технологією роботи із цінними паперами, зокрема, облігаціями. Таким чином, по суті, ринок РЕПО на 95-99% "міжбанківський" і "кредитний". Єдина його відмінність від звичайного ринку міжбанківських кредитів у тім, що кредитні операції на ньому здійснюються шляхом укладання специфічних угод - угод РЕПО (фактично кредитування під заставу вказаних в угоді цінних паперів) [7].

Також існує певний ряд ризиків, які супроводжують РЕПО – угоди, такі як: ризик контрагента, ризик емітента, транзакційний ризик та ризик процентних ставок.

Основні ризики – це ризики контрагента та емітента. Для їхньої мінімізації необхідний ретельний аналіз та моніторинг фінансового стану контрагентів та емітентів, встановлення лімітів на операції з ними. Існують ризики, пов'язані з побудовою пірамід РЕПО, де зв'язки між контрагентами можуть бути дуже заплутаними, іноді дефолт одного учасника ринку може призвести до невиконання зобов'язань іншими [27, с.8].

Ризик процентних ставок присутній через те, що операції РЕПО, по суті, є кредитними. Ризик зміни курсової вартості облігацій полягає в тому, що вартість облігацій з моменту початку операції РЕПО до її закриття може змінитися. В Україні цей ризик незначний.

Транзакційний ризик виникає внаслідок того, що в угоді зайнята величезна кількість учасників, яким необхідно підписувати безліч документів. Зокрема, у порівнянні з міжбанком, в угоді РЕПО беруть участь депозитарій і зберігач цінних паперів.

Незважаючи на те, що угоди РЕПО - це, по суті, забезпечений облігаціями кредит, ставка по таких операціях найчастіше на 1-2% вище, ніж на МБК. Це зв'язано, скоріше, зі сформованою практикою, а також з тим, що укладення угод РЕПО - процедура більш трудомістка, ніж видача міжбанківського кредиту. Кожна операція вимагає підписання декількох договорів, зокрема, висновку договорів купівлі-продажу паперів, перекладу їх з рахунку на рахунок, установлення ліміту на облігацію. Цінні папери можуть одразу ж перераховуватися покупцеві або залишатись у продавця на зберіганні й обслуговуванні. Така операція має назву «довірче РЕПО» [7].

Також, варто зазначити, що хоч видача міжбанківського кредиту істотно простіше, в операції РЕПО є ряд переваг, які поступово залучають все більшу кількість банків. Строки, на які укладаються угоди РЕПО, невеликі, суми угод, як правило, коливаються від 1 млн. грн. до 10 млн. грн., якщо контрагентами виступають банки, і 30-100 тис. грн., якщо контрагент - інвестиційний фонд або торговець цінними паперами.

Операції РЕПО - це також діючий метод розкручування емітента. На першому етапі розміщення облігації активно продаються за схемою РЕПО в рамках лімітів на андерайтерів. Основне завдання на цьому етапі - домогтися встановлення лімітів на зобов'язання емітента серед великої кількості інвесторів. Тоді на другому етапі облігації будуть продаватися в рамках ліміту й на "емітент-контрагента". Чим більше інвесторів відкрили ліміти на папір, тим він більш ліквідний, тому що більша кількість осіб можуть купити облігацію або звичайним способом, або в РЕПО. Надалі це полегшує розміщення паперів емітента й знижує вартість запозичення для нього. На третьому етапі облігації можуть продаватися в РЕПО тільки в рамках ліміту на емітента [12].

Щодо безпосередньо операцій РЕПО в Україні, то після НБУ, найбільшими кредиторами бюджету України на сьогоднішній день є банки, в чиїх портфелях більш, ніж 21% обсягу ОВДП. Причому 90% належать Ощадбанку, Укргазбанку та Укрексімбанку. За даними 2017 року Ощадбанк був лідером за обсягами угод на біржового та позабіржовому ринках з часткою близько 28%. У власності

недержавних банків було орієнтовно 10 млрд. грн. З них найбільшими торгівцями по обсягах угод з ОВДП були ПУМБ, ОТП Банк та ФідоБанк. Під питанням: чому внутрішній борг країни так цікавий українським банками? Відповідь проста: НБУ під заставу ОВДП надає кредити рефінансування, повертає та приймає їх при проведенні тендерів з підтримки ліквідності банків.

Крім того, ОВДП як досить ліквідний і надійний інструмент виступає свого роду запорукою для забезпечення залучаються у інших учасників кредитів. Складаються такі "кредити" з двох угод з купівлі-продажу облігацій - спочатку в одну сторону, а потім у зворотний за цінами, які враховують і плату за користування позиченими грошима. Це операції РЕПО, які проводяться на ринку ОВДП дуже часто, коли учасникам необхідні "живі гроші"[17].

За ступенем активності на ринку держборгу банки можна умовно розділити на три сегменти. До першого належать державні банки і великі банки з іноземним капіталом (Райффайзен Банк Аваль, Сітібанк, Укрсоцбанк), які купують великі обсяги ОВДП на первинному ринку і тримають їх в портфелі тривалий час, часто до погашення. Вони можуть віддавати цінні папери під заставу НБУ для рефінансування, використовувати їх для операцій РЕПО і т.д. Банки з першого сегмента рідко торгують ОВДП, і тому на вторинному ринку не активні.

Банки з другого сегмента купують держборг не тільки для себе, але і для клієнтів, а також активно надають гроші в РЕПО і таким чином створюють вторинний оборот ринку. Вони є брокерами, і тому дуже активні на вторинному ринку. У їх числі УкрСиббанк, Альфа-Банк Україна, Кредобанк, ОТП Банк, ПУМБ, Фідобанк, Діамантбанк.

До третього сегменту належать банки, які купують і продають ОВДП через брокерів. Це в основному маленькі банки, у яких немає ліцензії НКЦПФР на операції з цінними паперами. Останнім часом до них додалися банки з російським капіталом, яких позбавили ліцензії. Якщо раніше ВТБ Банк, Сбербанк, ПІБ проводили операції з ОВДП від свого імені, то зараз вони обслуговуються через брокерів.

В українських банках накопичилася надлишкова гривня, яку НБУ "стерилізує" через короткострокові депозитні сертифікати, обсяг яких становить близько 60 млрд грн. Оскільки зараз не спостерігається зростання кредитування, банки вважають за краще розміщувати вільну ліквідність у сертифікатах, ставки за якими коливаються в діапазоні 18-20% в залежності від терміну. Подальше зниження облікової ставки НБУ призведе до збільшення попиту на гривневі ОВДП з боку цих банків, і в основному на вторинному ринку.

Проте, як можна побачити з рис.3.3. попит на ОВДП з січня по червень 2018 року знизився, через нове підвищення облікової ставки.

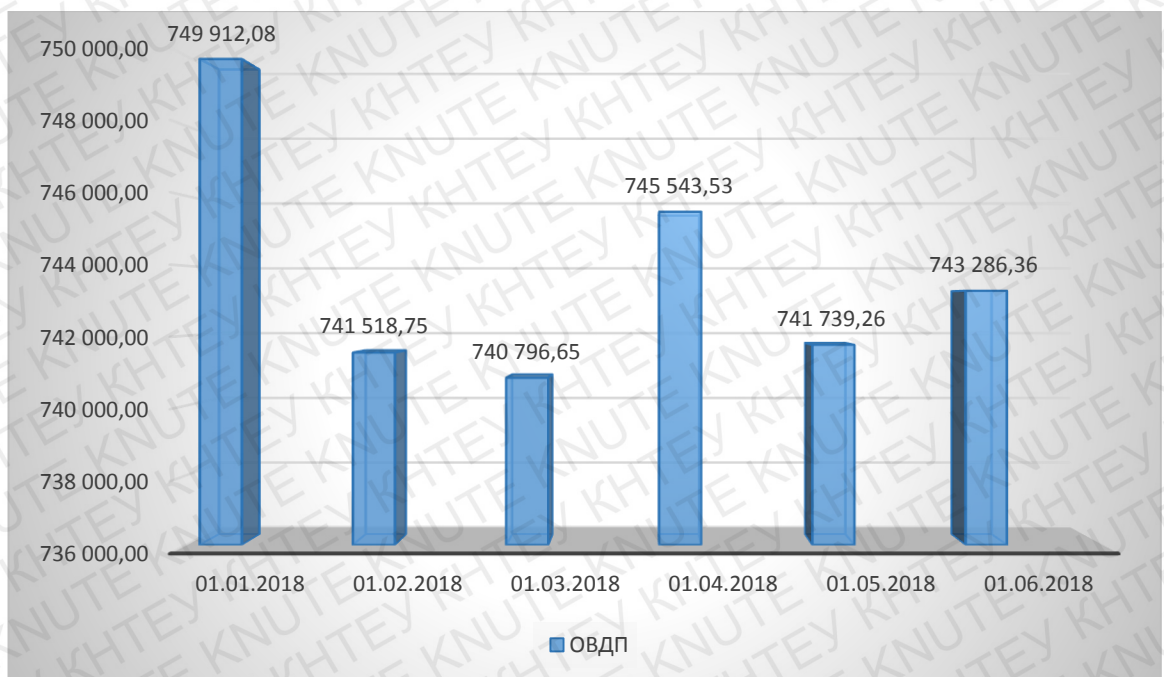


Рис. 3.3. Динаміка ОВДП в обігу за січень-червень 2018 року

Джерело: [13]

Відповідно до рис. 3.3 станом на 01.06. у порівнянні з початком року сума ОВДП в обігу знизилась на 0,1%, що склало 6,6 млрд.грн. При цьому відсутній ярко виражений тренд : протягом січня-лютого спостерігалось зменшення обсягу, в березні обсяг ОВДП збільшився на 4,7 млрд. грн., а в квітні – обсяг знов зменшився, в травні продемонстрував зростання. Основна частина ОВДП знаходиться у власності НБУ (47%) та банків (48%). Обсяг ОВДП у власності юридичних осіб на 01.06.2018 складає 24,7 млрд. грн. (3% від загального обсягу).

Отже, якщо робити висновки з приводу можливостей та ризиків використання НБУ операцій РЕПО, то можна описати наступним чином: безперечно існує ряд ризиків, які значно можуть поглибити незадовільне становище економіки країни в цілому, з урахуванням того, що за останні 20 років в українському законодавстві значно зменшилось не тільки регулювання по операціях РЕПО, але й інформація про дані види угод, які можуть вплинути на стабілізацію економіки. Проте, як показує досвід зарубіжних країн, при відповідному регулюванні даних операцій та глибокому вивченню їх сутності, вони є досить рушійним елементом впливу на економічні фактори країни.

3.3 Обґрунтування необхідності відновлення операцій РЕПО НБУ

В Україні на даний момент відбувається досить спірне обговорення використання операцій РЕПО НБУ. Оскільки неможливо признати за необхідним їх постійне використання, що, в першу чергу, обумовлено відсутністю відповідної нормативно-правової бази, а також даний інструмент монетарної політики постійно змінюється відповідно до змін на фінансових ринках.

Взагалі світовий досвід свідчить, що операції РЕПО - найпростіший спосіб кредитування на ринку цінних паперів. Незалежно від того, знижуються ціни на акції або ростуть, можливість швидко і без проблем купити або продати актив забезпечує постійний інтерес інвесторів до ринку.

Також, як відомо, Рада Національного банку України станом на серпень 2018 року рекомендувала правлінню НБУ утриматися від купівлі облігацій державного боргу та встановити обмеження на загальний обсяг придбаних державних ЦП.

Такий крок пояснюють необхідністю забезпечення незалежності НБУ від рішень уряду, зокрема у частині здійснення монетарної політики.

«Національному банку рекомендовано утримуватись від здійснення операцій з купівлі державних цінних паперів, а також встановити параметри

щодо верхньої межі обсягу державних цінних паперів в портфелі Національного банку України», — повідомляється у прес-релізі.

Там також зазначається, що Рада НБУ зобов'язала його керівництво розробити методологію розрахунку верхньої межі обсягу державних цінних паперів у портфелі НБУ.

Важливо, що основним тримачем державних цінних паперів, зокрема облігацій внутрішньої державної позики, є саме Національний банк України. У його портфелі знаходиться до 80% всіх держоблігацій, які випустила держава. Це означає, що більша частина державних запозичень покривається за рахунок Національного банку.

Раніше повідомлялось, що Національний банк України вбачає ризики щодо здатності держави виконати заплановані у бюджеті видатки через відсутність співпраці з Міжнародним валютним фондом [38].

Починаючи з 2 травня 2018 року на підставі генерального договору РЕПО між НБУ і банком право власності на цінні папери за операціями прямого РЕПО переходять до НБУ. Дана зміна перш за все спрямована на зменшення ризиків НБУ як кредитора.

Операції прямого РЕПО з державними облігаціями України здійснюються НБУ з дотриманням під час розрахунків принципу «оплата проти поставки цінних паперів» або «поставка цінних паперів проти оплати». У той же час операції прямого РЕПО з облігаціями міжнародних фінансових організацій можуть здійснюватися НБУ як з дотриманням під час розрахунків принципу «поставка цінних паперів проти оплати», так і без нього.

Відбулися зміни і в сфері зворотної купівлі (викупу) банком цінних паперів. Тепер ціна встановлюється таким чином, щоб дохід за термін операції прямого РЕПО дорівнював процентному доходу, нараховали на ціну покупки за обліковою ставкою НБУ плюс два процентних пункти. Власне, застосована більш проста і зрозуміла схема зі зворотного викупу цінних паперів в порівнянні з діючою, а також більш прозорі та загальні правила щодо нарахування доходу за ним [32].

Як повідомляє НБУ в своєму офіційному прес-релізі, мета цих змін - пожвавити вторинний ринок цінних паперів, який в розвинених країнах займає більше 2/3 всього ринку цінних паперів, а також зменшити ризики для НБУ.

У той же час фінансові аналітики вважають, що даний крок спрямований на користь державних банків, які, до слова, займають трохи більше половини банківського ринку країни. Операції РЕПО можуть стати способом монетизації облігацій внутрішньої позики для державних банків.

Також деякі експерти вважають, що дії НБУ не матимуть позитивного результату через недовіру до національних інститутів, отже, істотного позитивного ефекту не очікується.

У будь-якому випадку зміни на ринку цінних паперів потрібні. На даний момент вторинний ринок цінних паперів нестійкий, і його ліквідність дуже хитка, а також спостерігається тренд до зниження активності учасників і кількості операцій. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦБФР) робить спроби очистити ринок від "токсичних активів» для приведення його до нормального стану і створення можливості його активізації.

Так, згідно з аналітичними даними НКЦБФР, обсяг торгів на організованих ринках неухильно знижується. Невтішна динаміка проглядається і в аналітичних показниках НКЦПФР на вторинному ринку в період з січня по листопад 2016 року і з січня по листопад 2017 року. Так, обсяг біржових контрактів в 2017 році впав до позначки 177 852,55 млн грн в порівнянні з показником на рівні 209 502,24 млн грн в 2016 році.

Отже, кроки, спрямовані НБУ на пожвавлення вторинного ринку цінних паперів і ринку цінних паперів в цілому, є досить своєчасними, якщо враховувати падіння і невітінну ситуацію на ринку в цілому, але досить важко спрогнозувати, наскільки вони будуть успішними і ефективними.

Наступними діями щодо поліпшення регулювання операцій РЕПО в нашій країні у зв'язку з намірами наблизити ринок РЕПО і цінних паперів до загальносвітових стандартів, повинні бути зміни, спрямовані на пом'якшення

ризиків (в тому числі з урахуванням досвіду іноземних держав у подоланні наслідків кризи 2008 - 2009 років) і на стандартизацію документооборота.

Зокрема, позитивний ефект на ринок можуть надати:

- законодавче врегулювання угод РЕПО, оскільки відсутні норми, що регулюють операції РЕПО без участі НБУ;
- розробка та затвердження українського відповідника GMRA (Global Master Repurchase Agreement), типового договору, який використовується в угодах з цінними паперами на Заході, в моделі якого були враховані помилки фінансової кризи минулого десятиліття.

У той же час потрібно враховувати, що ринок РЕПО і цінних паперів не розвинений у нас серед суб'єктів господарювання (за винятком ринку прямого РЕПО з участю НБУ та банків) і знаходиться по суті на стадії зародження, якщо порівнювати з розвиненими країнами, такими як США та країни Європи. Подальше регулювання ринку РЕПО в нашій країні повинно бути обережним і послідовним, щоб не допустити надмірного формалізму, який не сприятиме зростанню ринку. Разом з тим подальший розвиток ринку РЕПО здатне підвищити ліквідність і стабільність фінансових ринків, створити ефективний ресурс для залучення фінансування і поліпшити рух капіталу в країні.

Таким чином, важливо відмітити, що Україна інколи використовує операції РЕПО для стабілізації економічної ситуації на ринку. Проте, все ж таки, варто зауважити, що останні роки було змінено законодавче регулювання України з приводу даних операцій, що, в першу чергу, означає необхідність доповнити якнайширше особливості операцій РЕПО, а також врегулювати їх вплив на економіку в цілому.

ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ

Монетарна політика являє собою найважливіший інструмент державного регулювання економіки. Саме ця політика має великий вплив на перебіг економічних процесів у сучасній ринковій економіці. На основі проаналізованих даних можна зробити наступні висновки:

1. Український досвід проведення монетарної політики за останні 25 років показав, що ефективність вжитих монетарних заходів в період перехідної економіки виявилась досить низькою: ні рестрикційна, ні експансійна політика не призвела до очікуваного економічного зростання. Тож з 2016 року Україна перейшла на режим інфляційного таргетування, що повинно призвести до зниження рівня інфляції. Також, можна припустити, що такий перехід є відповіддю на історичну неспроможність режиму фіксованого курсу в умовах недисциплінованої фіскальної поведінки уряду та зовнішніх економічних потрясінь.

2. До інструментів монетарної політики НБУ відносять операції РЕПО, що здійснюються між центральним банком та банками з державними облігаціями України та банківськими металами. Проте дані операції не є регулярними для НБУ та в більшості спрямовані на урівноваження неочікуваних коливань ліквідності та і сам ЦБ використовує більш стандартні методи регулювання монетарної політики.

3. На сьогодні в законодавстві України відсутнє єдине універсальне визначення поняття договору репо. У переважній більшості із зазначених нормативних актів застосовується поняття «операція репо», що є економічним (фінансовим) поняттям та є ширшим аніж поняття «договір (угода) репо». Більшість норм, присвячених договору чи операції репо, носить фрагментарний та суперечливий характер, що на практиці може призвести до неоднозначного тлумачення і застосування у різних сферах як господарських, так і цивільних відносин, що в свою чергу потребує відповідних законодавчих змін та доповнень.

4. 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 2015 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.

5. Встановлено, що найбільш значимий вплив на процентні ставки на всіх сегментах ринку має зміна ставок за операціями НБУ. Обсяги ж кредитного рефінансування найбільше впливають на зростання процентних ставок на міжбанківському сегменті ринку. Водночас обсяги інших операцій НБУ – мобілізаційних, із купівлі-продажу цінних паперів та гривневих інтервенцій НБУ на валютному ринку – не здійснюють суттєвого впливу на банківські комерційні процентні ставки.

6. На сьогодні в Україні відбувається досить стрімкий розвиток фінансових операцій, що, в свою чергу, викликає необхідність звернення до досвіду зарубіжних країн щодо порядку проведення операцій РЕПО, особливо з приводу

аналізу ризиків та шляхів їх мінімізації. Незважаючи на те, що операції РЕПО мають досить давню історію існування, проте навіть у зарубіжних країнах через постійний розвиток фінансових ринків дані операції постійно зазнають певних змін.

7. Аналізуючи досвід зарубіжних країн використання операцій РЕПО, можна сказати, що ринкова ліквідність даних угод є досить високою, що дозволяє утримувати за ними конкурентні ставки для інвесторів. В цілому використання операцій РЕПО є широковживаним та привабливим, особливо для трейдерів, для отримання доступу до дешевшого фінансування або покриття коротких позицій по ЦП. При порівнянні двох ринків РЕПО (Європи та США) було виявлено ряд відмінностей у проведенні даних операцій і структурі функціонування цих ринків в цілому.

8. В Україні операції РЕПО, на відміну від тендера кредитів рефінансування та інших постійно діючих механізмів, здійснюються НБУ за рахунок укладання двосторонніх угод. Найбільшими кредиторами бюджету України, крім НБУ, на сьогоднішній день є банки, в чиїх портфелях більш, ніж 21% обсягу ОВДП. Причому 90% належать Ощадбанку, Укргазбанку та Укрексімбанку. За даними 2017 року Ощадбанк був лідером за обсягами угод на біржового та позабіржовому ринках з часткою близько 28%. У власності недержавних банків було орієнтовно 10 млрд. грн. З них найбільшими торгівцями по обсягах угод з ОВДП були ПУМБ, ОТП Банк та ФідоБанк.

9. Ризики як невід’ємна частина будь-якого інструменту монетарної політики, і не тільки, також були досліджені в роботі. В цілому, з урахуванням того, що за останні 20 років в українському законодавстві значно зменшилось не тільки регулювання по операціях РЕПО, але й інформація про дані види угод, які можуть вплинути на стабілізацію економіки – це може поглибити незадовільне становище економіки країни. Проте, як показує досвід зарубіжних країн, при відповідному регулюванні даних операцій та глибокому вивченню їх сутності, вони є досить рушійним елементом впливу на економічні фактори країни.

10. Станом на 2018 рік неможливо признати за необхідним постійне використання операцій РЕПО, що, в першу чергу, обумовлено відсутністю відповідної нормативно-правової бази, а по-друге, країна обрала курс на інфляційне таргетування. Тому на даному етапі необхідно, для початку, поживавити законодавчу базу з приводу операцій РЕПО. Також починаючи з 2 травня 2018 року на підставі генерального договору РЕПО між НБУ і банком право власності на цінні папери за операціями прямого РЕПО повинно було переходити до НБУ. Дана зміна перш за все спрямована на зменшення ризиків НБУ як кредитора, проте дана постанова не була випущена.

11. Кроки, спрямовані НБУ на поживавлення вторинного ринку цінних паперів і ринку цінних паперів в цілому, є досить своєчасними, якщо враховувати падіння і невтішну ситуацію на ринку в цілому, але досить важко спрогнозувати, наскільки вони будуть успішними і ефективними. Збільшення частки операцій РЕПО центробанку в його операційному інструментарії потребує поліпшення як процедур їх укладення, так і автоматизації операційних процесів. Це можливо здійснити шляхом: – надання Розрахунковому центру з обслуговування договорів на фінансових ринках права посередництва в операціях РЕПО та здійснення ним щоденного розрахунку ринкової вартості забезпечення за операціями РЕПО центрального банку.

Подальше регулювання ринку РЕПО в нашій країні повинно бути обережним і послідовним, щоб не допустити надмірного формалізму, який не сприятиме зростанню ринку. Разом з тим подальший розвиток ринку РЕПО здатне підвищити ліквідність і стабільність фінансових ринків, створити ефективний ресурс для залучення фінансування і поліпшити рух капіталу в країні.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Анатомія банкрутства [Електронний ресурс]. – режим доступу: <http://www.forbes.ru/sobytiya-column/finansy/76943-anatomiya-bankrotstva-mf-global>
2. Белов В. А. Гражданское право: Общая и Особенная части. Учебник. - М., 2003. - 960 с.
3. Бервено С. М. Проблеми договірної права України: Монографія. - К. : Юрінком Інтер, 2006. - 392 с.
4. Бібліографія : [Електронний ресурс] // Вікіпедія – вільна енциклопедія. – Режим доступу : https://uk.wikipedia.org/wiki/Монетарна_політика
5. Бурда М. Макроекономіка: Європейський контекст / Пер. з англ. / М. Бурда, Ч. Виплош. – К. : Основи, 1998. – 682 с.
6. Бюджетний кодекс України // Відомості Верховної Ради України (ВВР), 2010, № 50-51, ст.572. [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>
7. Волощук М.І. *Особливості проведення операцій РЕПО на фінансовому ринку* / М.І. Волощук // *Економічний вісник КНЕУ*. – 2010. № 37. Режим доступа: http://www.rusnauka.com/10_NPE_2010/Economics/62102
8. Гербст О. Міжнародний досвід здійснення операцій репо. Монографія / за ред. О. Гербст /Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право. 2016. № 5 ст. 106-120
9. Глущенко С. В. Монетарна політика: теоретико-методологічні аспекти : підруч. для студ. вищ. навч. закл. / С. В. Глущенко. - К. : НаУКМА, 2017. – 64с.
10. Господарське право України: Підручник / Під ред. А. С. Васильєва, О. П. Підцерковного. - Х.: ООО «Одиссей», 2010. - 488 с.
11. Господарський кодекс України // Відомості Верховної Ради України (ВВР), 2003, № 18, № 19-20, № 21-22, ст.144. [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/436-15>
12. Гусін Ю, Єременко А. РЕПО-урожай // Бізнес.-2006.- №32

- 13.Динаміка ОВДП в обігу за січень-травень 2018 [Електронний ресурс]. – режим доступу: <http://finpuls.com.ua/financial/releases/info/Dinamka-OVDP-v-obgu-zaschen-traven-2018.htm>
- 14.Еволюція грошово-кредитної політики України та перспективи переходу на режим таргетування інфляції / М. Безнощенко // Дослідження міжнародної економіки: Зб. наук. пр. — К.: ICEMB НАН України, 2011. — № 2 (67). — С. 223-234
- 15.Інструменти монетарної політики [Електронний ресурс]. – Режим доступу :https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=85380
- 16.Інструменти монетарної політики [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=68708&cat_id=79220
- 17.Кому нужен украинский долг? [Електронний ресурс]. – режим доступу: <https://delo.ua/economyandpoliticsinukraine/komu-nuzhen-ukrainskij-dolg-314330/>
- 18.Лановий В. В. Діяльність центрального банку на відкритому ринку як інструмент грошово-кредитної політики / Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук, Суми. - 2016. - 190 с.
- 19.Майданик Р. Угоди РЕПО (цивільно-правова характеристика) // Підприємництво, господарство і право. - 2002. - № 2. - С.21-22.
- 20.Нерсесов Н. О. О бумагах на предъявителя с точки зрения гражданского права: Историко- догматическое исследование. - М., 1889. - 194 с.
- 21.Ніконенко У.М. Формування монетарної політики НБУ в умовах глобалізації. Автореферат. Львів. – 2010. С. 23
- 22.Новини Укрінформ [Електронний ресурс]. – режим доступу: <https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/2375428-nbu-rozsirue-mozlivosti-zpidtrimki-dovgostrokovoi-likvidnosti-bankiv.html>
- 23.Оксенойт Г.К. Операции РЕПО. Обзор международного опыта / Г.К. Оксенойт [Электронный ресурс] // Рынок ценных бумаг - 2001. - № 16. - Режим доступа : <http://www.old.rcb.ru/archive/articles.asp?id=2059>

- 24.Операції РЕПО [Електронний ресурс]. – режим доступу:
https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=123491
- 25.Основні операції з регулювання ліквідності [Електронний ресурс]. – Режим доступу:
https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=31716500&cat_id=107576
- 26.Основні тенденції грошово-кредитного ринку [Електронний ресурс] // Національний банк України. - Режим доступу: http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58038.
- 27.Пестовська З.С. РЕПО-операції: перспективи розвитку / З.С. Пестовська. К. : «Центр учбової літератури», 2014. – 9.
- 28.Петрик О. Інфляція в Україні: проблеми, ризики, перспективи.// Вісник НБУ, 2007 - №3. – с. 2-8.
- 29.Показники валютного/фінансового ринку [Електронний ресурс] // Національний банк України. - Режим доступу: <http://bank.gov.ua/control/uk/aInfo>.
- 30.Поляков В. И. Договор купли-продажи ценных бумаг с обязательством обратного выкупа: автореф. дис.... канд. юрид. наук: 12.00.03. - М., 2003. - 35 с.
- 31.Постанова Національного банку України від 30.04.2009 р. № 259. «Про затвердження Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України» [Електронний ресурс]. – режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0410-09>
32. Постанова Правління Національного банку № 144 від 28.12.2017 "Про затвердження Змін до Положення про застосування Національним банком України стандартних інструментів регулювання ліквідності банківської системи" [Електронний ресурс]. – режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0615500-15>
- 33.Постанова Правління Національного банку України від 05.12.2014 № 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>.

- 34.Постанова Правління Національного банку України від 17.09.2015.№ 615 «Про затвердження Положення про застосування Національним банком України стандартних інструментів регулювання ліквідності банківської системи» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0615500-15>
- 35.Постанова Правління Національного банку України від 20.06.2016 № 243 "Про затвердження Змін до Технічного порядку проведення Національним банком України операцій з банками" [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/v0243500-13>.
- 36.Постанова Правління Національного банку України від 21.04.2016 № 277 «Про затвердження Положення про основи процентної політики Національного банку України» [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0277500-16>
- 37.Постанова Правління Національного банку України від 30.04.2012 № 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>.
- 38.Рада Нацбанку не рекомендує НБУ купувати державні цінні папери [Електронний ресурс]. – режим доступу: <https://glavcom.ua/news/rada-nacbanku-ne-rekomenduje-nbu-kupuvati-derzhavni-cinni-paperi-512982.html>
- 39.Режим інфляційного таргетування [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=85391
- 40.Статистичний бюлетень [Електронний ресурс] // Національний банк України. - Режим доступу : http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=57897.
- 41.Стратегія монетарної політики на 2016-2020pp. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=20985224
- 42.Товстик Ю. О. Репо: спеціальна форма кредитування (теоретичні основи визначення). - Х.: 2004. - 16 с.
- 43.Трошин И. А. Правовая природа сделок РЕПО: автореф. дис. ... канд. юрид. наук / Совр. гуманитарная акад. - М., 2004. - 27 с.

- 44.Фінансові ринки [Електронний ресурс] // Національний банк України. - Режим доступу: <http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category>
- 45.Центральний банк та грошово-кредитна політика [Текст] : підручник / Мін-во освіти і науки України, КНЕУ ; ред. А. М. Мороз. - К. : КНЕУ, 2005. - 556 с
- 46.Цілі та завдання монетарної політики [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=54608320&cat_id=85371
- 47.Шершеневич Г. Ф. Учебник торгового права. - М.: СПАРК, 1994. - 335 с.
- 48.Annual Report: 2017 [Electronic resource] // European Central Bank. - Access mode : [http:// www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2017en.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2017en.pdf)
- 49.Baklanova Viktoria, Copeland Adam, McCaughrin Rebecca (September 2015). Reference Guide to U.S. Repo and Securities Lending Markets (PDF), Staff Reports (Federal Reserve Bank of New York)
- 50.Berg Claes, Inflation Forecast Targeting: The Swedish experience // Quarterly Review. – Sveriges Riksbank, 1999. – Vol. 3 – P.5
- 51.Bindseil U. (Біндсейл У.) Monetary policy implementation - theory, past and present / U. Bindseil. - Oxford Press, 2004.
- 52.Gillian Tett. Repo needs a backstop to avoid future crises. The Financial Times. 2010. 24 September. <https://delo.ua/economyandpoliticsinukraine/komu-nuzhen-ukrainskij-dolg-314330/>
- 53.ICMA ERCC Guide to Best Practice in the European Repo Market, URL: <https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/repo-and-collateral-markets/icma-ercc-publications/icma-ercc-guide-to-best-practice-in-the-european-repo-market/>
- 54.International Capital Market Association <https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/repo-and-collateral-markets/icma-ercc-publications/repo-market-surveys/>
- 55.International Capital Market Association. Perspectives from the eye of the storm. The current state and future evolution of the European repo market. An initiative of the ICMA European Repo Council, November 2015.-55p. 33-34

56. Is repo in Europe the same as repo in the US? URL : <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/short-term-markets/Repo-Markets/frequently-askedquestions-on-repo/9-is-repo-in-europe-the-same-as-repo-in-the-us>.

57. Klaus Schmidt-Hebbel, Martín Carrasco (2016)

58. Monetary policy frameworks and central bank market operations [Electronic resource]
// Bank for International Settlements, Monetary Committee. - 13 December 2017. -
Access mode : <http://www.bis.org/press/p071217.htm>.

59. Repurchase and Reverse Repurchase Transactions. URL:
<https://www.newyorkfed.org/aboutthefed/fedpoint/fed04.html>.

60. Securities Industry and Financial Markets Association, U.S.A. URL :
<http://www.sifma.org>