

## 12 дәріс. Ашық нарық саясатының теориялық негіздері

1. Ашық нарық саясаты
2. Бағалы қағаздар - ашық нарықтағы мәмілелер объектілері
3. Ашық нарықта сауда-саттықты өткізу әдістері

### 1. Ашық нарықтық саясаттың теориялық негіздері

Дамыған нарықтық экономикада мемлекет бағалы қағаздардың негізгі эмитенттерінің біріне айналады (көбінесе қазынашылық түрінде). Бүкіл әлемде бағалы қағаздардың орталықтандырылған шығарылымы экономиканы мемлекеттік реттеу құралы ретінде (мемлекеттік бағалы қағаздардың кең мағынасында) және ақша массасының көлемін реттеу арқылы ақша айналымына әсер ету тетігі, мемлекеттік бюджет тапшылығын эмиссиялық емес жабу құралы, нақты мемлекеттік міндеттерді шешу үшін заңды және жеке тұлғалардың қаражатын тарту тәсілі ретінде қолданылады (мәнін тар мағынада мемлекеттік бағалы қағаздар). Осы міндеттерді шешу үшін Орталық банктің ашық нарықтағы операциялары ерекше орын алады.

Орталық банктің ашық нарықтағы операциялары қазіргі уақытта әлемдік экономикалық тәжірибеде ақша-несие саясатының негізгі құралы болып табылады. Орталық банк алдын ала белгіленген бағам бойынша бағалы қағаздарды, оның ішінде елдің ішкі борышын қалыптастыратын мемлекеттік бағалы қағаздарды сатады немесе сатып алады. Бұл құрал несиелік салымдар мен коммерциялық банктердің өтімділігін реттеудің ең икемді құралы болып саналады.

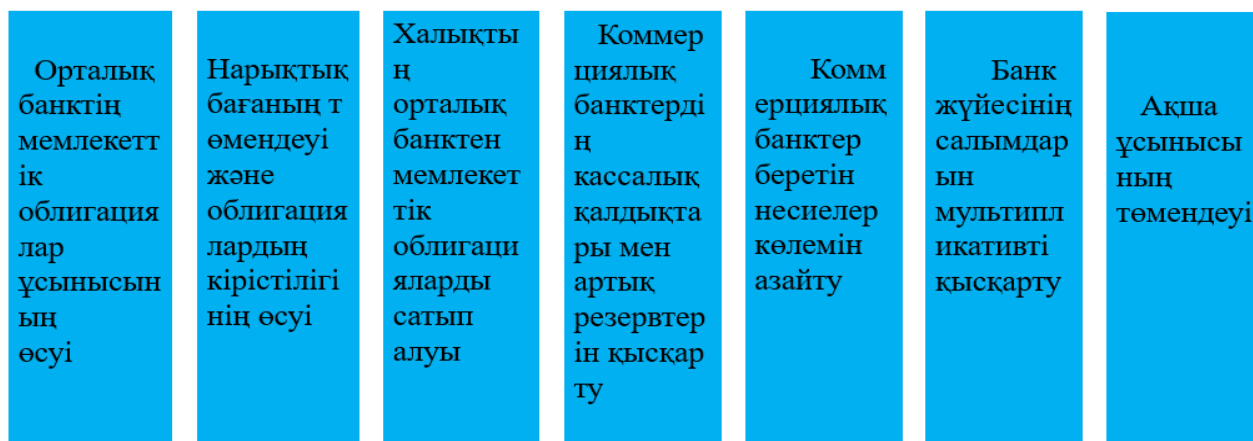
Орталық банктің ашық нарықтағы операциялары коммерциялық банктердегі бос ресурстардың көлеміне тікелей әсер етеді, бұл экономикаға несиелік инвестициялардың қысқаруын немесе кеңеюін ынталандырады, сонымен бірге банктердің өтімділігіне әсер етеді, сәйкесінше оны азайтады немесе көбейтеді. Мұндай әсер орталық банктің коммерциялық банктерден сатып алу бағасын өзгерту немесе оларға бағалы қағаздарды сату арқылы жүзеге асырылады. Несиелік нарықтан несиелік ресурстардың кетуіне әкелетін қатаң шектеу саясатында Орталық банк сату бағасын төмендетеді немесе сатып алу бағасын көтереді, осылайша оның нарықтық бағамнан ауытқуын арттырады немесе азайтады.

Орталық банк коммерциялық банктерден бағалы қағаздарды сатып алса, олардың корреспонденттік шоттарына ақша аударады; осылайша банктердің несиелік мүмкіндіктерін арттыру. Олар несиелер бере бастайды, олар қолма-қол емес нақты ақша түрінде ақша айналысы саласына енеді, қажет болған жағдайда қолма-қол ақшаға айналады. Егер Орталық банк бағалы қағаздарды сататын болса, онда коммерциялық банктер мұндай сатып алуды өздерінің корреспонденттік шоттарынан төлейді, осылайша ақша эмиссиясымен

байланысты несиелік мүмкіндіктерін азайтады.

Ашық нарықтағы операцияларды орталық банк әдетте ірі банктер тобымен және басқа қаржы-несие мекемелерімен бірлесіп жүзеге асырады.

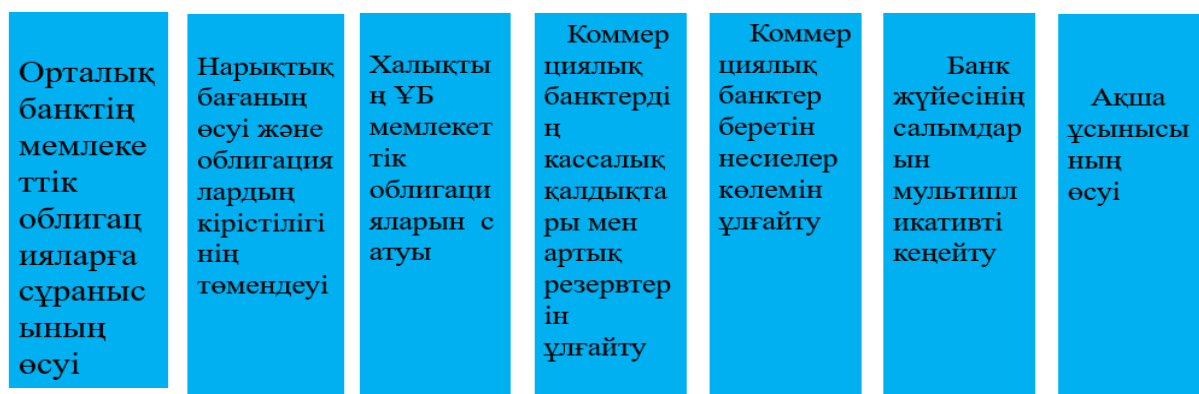
Бұл операцияларды жүзеге асыру схемасы келесідей: ақша нарығында айналыста ақша массасының профициті бар делік және Орталық банк бұл артықшылықты шектеу немесе жою міндетін қояды. Бұл жағдайда Орталық банк арнайы дилерлер арқылы мемлекеттік бағалы қағаздарды сатып алатын банктерге немесе халыққа ашық нарықта мемлекеттік бағалы қағаздарды белсенді түрде ұсына бастайды. Мемлекеттік бағалы қағаздардың ұсынысы көбейген сайын олардың нарықтық бағасы төмендеп, олардың пайыздық мөлшерлемесі көтеріледі, соған сәйкес олардың сатып алушылар үшін тартымдылығы артады. Халық (дилерлер арқылы) пен банктер мемлекеттік бағалы қағаздарды белсенді түрде сатып ала бастады, бұл ақыр соңында банк резервтерінің қысқаруына әкеледі. Банк резервтерінің көлемінің қысқаруы өз кезегінде банк мультипликаторына тең пропорцияда ақша массасының төмендеуіне әкеледі. Сонымен бірге пайыздық мөлшерлеме көтеріледі. Бұл процесс схема түрінде 20-суретте көрсетілген.



20-сурет. Орталық банктің ашық нарықта мемлекеттік бағалы қағаздарды сатуының ақша массасының құнына әсері.

Егер ақша нарығында айналыста ақша тапшылығы байқалса, онда Орталық банк ақша массасын кеңейтуге бағытталған саясат жүргізеді, атап айтқанда банктен және халықтан мемлекеттік бағалы қағаздарды олар үшін қолайлы мөлшерлеме бойынша сатып ала бастайды. Осылайша, Орталық банк мемлекеттік бағалы қағаздарға сұранысты арттырады, нәтижесінде олардың нарықтық бағасы көтеріледі, ал олар бойынша пайыздық мөлшерлеме береді, бұл қазынашылық бағалы қағаздарды иелері үшін тартымсыз етеді. Халық пен банк оларды белсенді түрде сата бастайды, бұл сайып келгенде банк резервтерінің және (мультипликатор эффектісін ескере отырып) ақша массасының ұлғаюына әкеледі. Бұл ретте пайыздық мөлшерлеме төмендейді. Бұл процесс 21-суретте

көрсетілген.



21-сурет. Орталық банктің ашық нарықта мемлекеттік бағалы қағаздарды сатып алуының ақша массасына әсері.

Орталық банк ашық нарықта бағалы қағаздарды сатып алу немесе сату арқылы банк жүйесіндегі ақша қаражаттарының санын көбейтеді немесе азайтады және осылайша елдегі ақша ұсынысына әсер етеді.

Орталық банк бағалы қағаздарды сатқан кезде, ол сатып алған кезде айналымнан ақша алады – айналымдағы ақша көлемін көбейтеді. Орталық банктің қолма-қол ақшаның ұсынылуын бақылауды жүзеге асыру мақсатында нарықта бағалы қағаздармен сауда операцияларын жүргізудің бұл әдісі ашық нарықтағы операциялар деп аталады.

Операциялар олардың көлемін бақылай алатын орталық банктің бастамасы бойынша жүзеге асырылады (кредиттеу көлемін Орталық банк толық бақыламайтын қайта қаржыландыру мөлшерлемесінің өзгеруінен айырмашылығы).

Құралдың икемділігі мен дәлдігі ақша базасының айтарлықтай және шамалы өзгеруіне қол жеткізуге мүмкіндік береді. Ашық нарықтағы операциялар тез және оңай қайтымды. Сонымен қатар, олар ұзақ әкімшілік келісімдерді қажет етпейді және ақша массасының динамикасына тез түзетуші әсер етеді.

Орталық Банктің ашық нарықта операциялар жүргізуі ақша-кредит саясатының белгілі бір тактикалық мақсаттарын шешуге мүмкіндік береді, атап айтқанда:

- мемлекеттік шығындарды тапшылықсыз қаржыландыруды жүзеге асыру және тиісінше осы негізде мемлекеттік қарызды басқару;
- нарықтық экономика субъектілеріне өз қаржы ресурстарын уақытша орналастыру үшін өтімділігі жоғары және сенімділігі жоғары құралдарды ұсыну;
- орталық банкке ақшаның сұранысы мен ұсынысына ғана емес, сонымен қатар олардың құрылымдық агрегаттарының M1, M2 және ДСМ арақатынасына экономикалық құралдармен ықпал етуге мүмкіндік беру;

- нарықтық механизм арқылы мемлекеттік қарыздың нақты құнын, демек оған қызмет ететін бағалы қағаздарды анықтау. Мемлекеттің бағалы қағаздарының еңбек нарығында айқындалған пайызы қаржы және ақша нарықтарының басқа (корпоративтік және жеке) құралдары үшін нарықтық пайыздың бағдары болып табылады.

*Ашық нарықтағы операциялардың артықшылықтары:*

- мақсаттарды тиімді бақылау;
- икемді, үлкен және кіші көлемде қолдануға болады, кері операцияларға үлкен мүмкіндіктер береді;
- Орталық банктің бастамасымен жүзеге асырылады;
- нарықтарда жүзеге асырылады, ресурстарды бөлуде бұрмалануларға әкелмейді;
- қаржы нарығының дамуына үлес қосады.

Бұл құралдың сөзсіз артықшылықтары болғанымен, оның *кемшіліктері де бар*. Оларға, атап айтқанда, шектеулі уақыт шеңберлері жатады. Мұндағы - жарамдылық мерзімі шарттармен анықталады: бағалы қағаздардың мерзімі неғұрлым ұзақ болса, несие саясатының осы құралын пайдалану мерзімі де соғұрлым ұзақ болады. Ашық нарықтағы операцияларды қолданудың әсерін төмендететін және шектеуші (тежейтін) саясаттың мүмкіндіктерін тарылтатын тағы бір фактор – Орталық банктің бағалы қағаздарының шектеулі ресурстары. Іс жүзінде бұл кемшілік әдетте екі жолмен жойылады (жеңілдетіледі): не мемлекет орталық банкке бағалы қағаздардың қосымша ресурстарын береді, не оларды өз бетінше шығаруға құқық береді.

Осылайша, ашық нарықтағы операциялар ақша-несиелік реттеу әдісі ретінде алдыңғы екеуінен айтарлықтай ерекшеленеді. Негізгі айырмашылық неғұрлым икемді реттеуді қолдану болып табылады, өйткені бағалы қағаздарды сатып алу көлемі, сондай-ақ пайдаланылатын пайыздық мөлшерлеме Орталық банктің саясатының бағытына сәйкес күн сайын өзгеруі мүмкін. Коммерциялық банктер бұл әдістің көрсетілген ерекшелігін ескере отырып, өтімділіктің нашарлауына жол бермей, өздерінің қаржылық жағдайын мұқият бақылауы керек.

Ашық нарықта операциялар жүргізу саясаты несие саясатының ең тиімді құралы болып саналады. Ашық бағалы қағаздар нарығындағы операциялар өзінің табиғаты бойынша нарықтық «ойын ережелеріне» сәйкес келетін нарық құралы болып табылады. Сонымен бірге орталық банктің экономиканың қаржылық емес секторына енуіне мүмкіндік береді.

## **2. Бағалы қағаздар – ашық нарықтағы мәмілелердің объектілері**

Ашық нарық саясатының жұмыс істеуінің негізгі шарты мемлекетте сатып алу-сату орталық банкке ақша-кредит нарығына және коммерциялық банктердің қарыз алушыларға кредиттер берудегі әлеуетті мүмкіндіктеріне әсер етуге мүмкіндік беретін бағалы қағаздар нарығының болуы болып табылады.

Орталық Банктің ашық нарықтағы операциялары әр түрлі формаларды қолдануға мүмкіндік береді:

- мәміле шарттары – қолма-қол ақшаға сатып алу – сату немесе міндетті кері сатумен мерзімге сатып алу-РЕПО операциялары;

- мәмілелер объектілері-мемлекеттік немесе жеке қағаздармен операциялар;
  - мәміленің жеделдігі-қысқа мерзімді (3 айға дейін.) және бағалы қағаздармен ұзақ мерзімді (1 жылдан және одан да көп) операциялар;

- операцияларды жүргізу салалары-тек банк секторын ғана қамтиды немесе бағалы қағаздар нарығының банктік емес секторын да қамтиды;

- операцияның бағыты (бастапқы сатып алу операциясында банк жүйесінің ресурстары кеңейеді, бастапқы сату операциясында банк жүйесінің ресурстары тарылады);

- операциялар жүргізудің бастамашысы (Орталық банк немесе ақша нарығының қатысушылары).

- ставкаларды белгілеу тәсілі-Орталық банк немесе нарық айқындайды.

Қазіргі уақытта ашық нарықтағы мәмілелердің объектісі негізінен мемлекеттік бағалы қағаздар болып табылады. Бағалы қағаздарды сату ақша-несие нарығының бос капиталын сіңіреді, банктердің несиелік қабілеттілігі төмендейді және несиелік шектеулер пайда болады, ал бағалы қағаздарды сатып алу кезінде қосымша ресурстар пайда болады, коммерциялық банктердің несиелік мүмкіндіктері кеңейеді және несиелік экспансия үшін қолайлы жағдайлар туындайды.

Әлемдік тәжірибеде қабылданған мемлекеттік бағалы қағаздарға мыналар жатады:

- 1) қазынашылық вексельдер-әдетте жыл шегінде өтелетін және дисконтпен сатылатын, яғни олар өтелетін номиналдан төмен бағалар бойынша (кейде номинал бойынша сатылатын, ал номиналдан жоғары бағамен шығарылатын)қысқа мерзімді мемлекеттік міндеттемелер;

- 2) орта мерзімді қазынашылық вексельдер, қазынашылық бонустар-өтеу мерзімі бір жылдан бес жылға дейінгі және әдетте белгіленген пайызды төлеу шартымен шығарылатын қазынашылық міндеттемелер;

- 3) ұзақ мерзімді қазынашылық міндеттемелер - өтеу мерзімі он және одан да көп жылға дейінгі және купондық пайыздар төленетін қазынашылық міндеттемелердің түрі (мерзім өткеннен кейін мұндай мемлекеттік бағалы қағаздарды иеленушілердің олар үшін қолма-қол ақша алуға немесе басқа бағалы қағаздарға қайта қаржыландыруға құқығы бар, ал кейбір жағдайларда ұзақ мерзімді міндеттемелер алдын ала күн басталған кезде өтелуі мүмкін, содан кейін ресми өтеу мерзімінен бірнеше жыл бұрын бар);

- 4) мемлекеттік (қазынашылық) облигациялар - табиғаты мен мақсаты бойынша орта және ұзақ мерзімді қазынашылық міндеттемелерге жақын, кейде олардан ерекшеленбейтін міндеттемелер (мемлекеттік облигациялардың жекелеген түрлері, атап айтқанда жинақ облигациялары нарықтық емес негізде

таралуы мүмкін).

Мемлекеттік бағалы қағаздарда сенімділік, өтімділік, кірістілік сияқты критерийлер бар. Егер бағалы қағаздың сенімділігі мен өтімділігі жоғары болса, онда оның кірістілігі аталған екі критерийі жоқ нарықтық құралдарға қарағанда төмен болады. Мемлекеттік бағалы қағаздарға ақша салу оларды банктік депозиттерге салудан тиімді түрде ерекшеленеді, өйткені мұндай инвестициялардың сенімділігі өте жоғары. Бұл инвесторларды қызықтырады.

Орталық банктің ашық нарықтағы операциялары әртүрлі техникалық процедураларды қолдануды көздейді. Олар мыналарға байланысты ерекшеленеді: мәмілелер шарттарына (тікелей сатып алу-сату немесе алдын ала белгіленген мөлшерлеме бойынша кері сатып алу міндеттемесі бар кезеңге сатып алу-сату); мәмілелер объектілері (мемлекеттік немесе жеке бағалы қағаздармен операциялар); мәмілелердің жеделдігі (қысқа мерзімді – 3 айға дейін – және ұзақ мерзімді – 1 жылдан және одан да көп – бағалы қағаздармен операциялар); қызмет бағыттары (тек банк секторы немесе бағалы қағаздар нарығының банктік емес секторымен бірлесе отырып); пайыздық мөлшерлемелерді белгілеу тәсілі (орталық банк немесе нарық); операцияны жүзеге асырудағы бастама көзі (Орталық банк немесе ақша нарығына қатысушылар).

Орталық банктің бағалы қағаздармен нарықтық операцияларын жүргізу нысанына сәйкес олар *тікелей* немесе *кері болуы мүмкін*. Тікелей транзакция – бұл тұрақты сатып алу немесе сату. Кері операция алдын ала белгіленген мөлшерлеме бойынша кері операцияны міндетті түрде аяқтай отырып, бағалы қағаздарды сатып алу-сатудан тұрады. Кері операциялардың икемділігі, олардың әсер етуінің жұмсақ әсері бұл реттеу құралын танымал етеді.

Соңғы жылдары бағалы қағаздарды сатып алу-сату бойынша тікелей операциялардың орнына РЕПО (РЕПО) келісімдері жиі қолданыла бастады. Бағалы қағаздарды сатып алу кезінде Орталық банк оларды белгілі бір уақыттан кейін (әдетте бір аптадан аспайтын) белгіленген мөлшерлеме бойынша сатушылардың міндетті түрде өтеуін шарттайды. Сол сияқты бағалы қағаздарды сату кезінде «кері репо» қолданылады. Мұндай уақытша операциялардың артықшылығы - олардың икемділігі және жұмсақ әсер етуі. Ашық нарықтағы жетекші индустриялық елдердің Орталық банктерінің кері операцияларының үлесі 82-99,6% құрайды.

### 3. Ашық нарықтағы сауда әдістері

Орталық банк пен коммерциялық банктер арасындағы ашық нарықтағы операциялардың механизмін қарастырайық.

Орталық Банктің ашық нарықтағы операцияларын қысқа мерзімді борыштық міндеттемелермен жүзеге асыру тәжірибесінде екі мүмкіндік ерекшеленеді: сандық тендер және пайыздық тендер. Екі процестің негізінде Орталық банктің санын немесе пайызын белгілеу арқылы қысқа мерзімді

борыштық міндеттемелерге ұсынысы немесе сұранысы жатыр. Мөлшерді белгілеу белгілі бір мөлшерлеме бойынша қаржыландыру көлемінің қолданыстағы сұранысымен салыстырғанда шектелген Орталық банк тарапынан ұсынысты білдіреді. Сонымен, Орталық банк сұраныстың 50% қанағаттандырылатынын жариялай алады. Бұл барлық өтінімдер 50% қанағаттандырылатынын білдіреді. Қысқа мерзімді борыштық міндеттемелері бар ашық нарық саясатын жүргізудің осы әдісіне балама – екінші мүмкіндік-дисконттау мөлшерлемесін бекіту. Бұл процесті аукционмен салыстыруға болады. Орталық банк ең төменгі мөлшерлемені береді, коммерциялық банктер несиеге деген сұранысты қанағаттандыру кезінде төлеуге дайын ставкаларды көрсете отырып өтініш беремін. Орталық банк келіп түскен ұсыныстарға сәйкес есептік мөлшерлемені айқындайды. Бұл ретте үлкен мөлшерлемені ұсынатын кредиттік институттар кредит берудің үлкен көлемін алады.

Орталық банк коммерциялық банктермен "голландиялық бөлу әдісі" негізінде, яғни бірдей пайыздық мөлшерлемені немесе "американдық жүйе" бойынша - несиелік институтқа байланысты сараланған келісімшарттар жасай алады. Неміс федералды банкімен ашық нарықта операцияларды жүзеге асыру механизмін таңдау сатып алу-сату жоспарланған бағалы қағаздардың түріне байланысты. Неміс федералды банкі ашық нарықтағы операцияларды жүзеге асыра алатын бағалы қағаздардың түрлері осы банк туралы заңда бекітілген. Егер ұзақ мерзімді борыштық міндеттемелер туралы айтатын болсақ, онда Орталық банк капитал нарығында биржалық сауда-саттыққа қатысушы ретінде әрекет етеді.

**Тұрақты және тұрақты емес операциялар.** Ашық нарықтағы операцияларды екі топқа бөлуге болады:

- Орталық банк кредиттерді немесе депозиттерді сату бойынша аукцион өткізетінін алдын ала жариялайтын **тұрақты жоспарлы операциялар**, оған қатысушылардың салыстырмалы түрде үлкен тобы – барлық банктер немесе шектеулі топтың барлық мүшелері тең шарттарда қатыса алады;

- қажеттілікке сәйкес **тұрақты емес** және жиі қысқа хабарламамен орындалатын тұрақты емес операциялар. Соңғылары тұрақты емес жоспарлы операцияларға (өткізілетін күннен басқа кез келген нәрседе тұрақты операцияларға ұқсас) және оларды жүргізгенге дейін де, одан кейін де хабарланбаған бір немесе одан да көп бірлік операцияларды қамтитын екіжақты операцияларға бөлінуі мүмкін.

Дамыған елдерде мемлекеттік облигациялар ең сенімді активтердің бірі болып саналады және олар, мысалы, жеке сектордың облигацияларына қарағанда төмен пайыздық мөлшерлеме төлесе де, оларды өте ықыласпен сатып алады. Дамыған елдерде мемлекеттік облигациялар нарығы белсенді. Айта кетейік, АҚШ-та мемлекеттік қарыздың едәуір бөлігі шетелдіктерге тиесілі. 1990 жылдары шетелдік иелер АҚШ-тың 405 миллиард долларлық мемлекеттік облигацияларын ұстады, бұл АҚШ-тың өтелмеген мемлекеттік қарызының 20%

дерлік, ол сол кездегі 2,2 триллион долларға тең болды. Қалған облигациялар АҚШ-тың отандық агенттеріне тиесілі: коммерциялық банктер, сақтандыру компаниялары, корпорациялар, ақша нарығы қорлары, үй шаруашылықтары.

Ашық нарықтағы операциялар ақша-несие саясатының ең тиімді, сонымен қатар нәтижелері бойынша болжамды құралы болып саналады. Алайда қор нарығы қалыптасу сатысында тұрған елдерде бұл құралды пайдалану қиын. Өтпелі экономикасы бар елдерде мемлекеттік бағалы қағаздармен жеке сауданың көлемі, жұмсақтап айтқанда, жеткіліксіз. Мемлекеттік қарыз нарығы өте тар, инфляция қарқыны жиі болжау мүмкін емес, сондықтан халықтың әрқашан мүмкіндігі мен нақты мемлекеттік қарыз міндеттемелері бола бермейді. Бірақ, соған қарамастан, бұл елдерде ашық нарықтағы операциялар жүзеге асырылады.