

Проаналізувавши досвід США, можна зробити висновок, що вторинний іпотечний ринок має велике значення не лише для розвитку іпотечних відносин, а й для розширення можливостей кредитування економіки взагалі. Він забезпечує збільшення ліквідності капіталу банків, регулює потоки позичкових коштів, зв'язує надлишкову грошову масу тощо. В Україні, за умов нерозвинутого фондового ринку та інших проблем, що стримують розвиток усіх секторів ринку іпотечного кредитування, саме держава повинна відігравати одну з головних ролей в процесі становлення і розвитку цього ринку.

1. И. Аксенов. Этапы развития секьюритизации в США: 1930-2008 // Энциклопедия российской секьюритизации – 2008. – Москва, 2008. – 400 с. 2. Ипотечное кредитование: проблемы та перспективи розвитку в Україні: Інформаційно-аналітичні матеріали / За загальною редакцією к.е.н. Кіреєва О.І. – К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2004. – 104 с. 3. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ / Эндрю Дэвидсон и др. – Москва: Вершина, 2007. – 592 с. 4. <http://www.ginniemae.gov/> 5. Ханс Бер. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков. – Москва: Волтерс Клувер, 2006. – 624 с. 6. [www.fanniemae.com/](http://www.fanniemae.com/) 7. [www.freddiemac.com/](http://www.freddiemac.com/) 8. [www.sifma.org/research/statistics/market-sector-statistics.shtml](http://www.sifma.org/research/statistics/market-sector-statistics.shtml)

Надійшла до редколегії 09.06.2009

Т.Я. Продан, асп.

## КООРДИНАЦІЯ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ І БЮДЖЕТНОЇ ПОЛІТИКИ ТА ЇХ ВПЛИВ НА ЕФЕКТИВНІСТЬ МАКРОЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ

*Визначено вплив грошово-кредитної і бюджетної політики на економіку країни. Побудовано модель оцінки впливу грошово-кредитної та бюджетної політики на рівень економічного зростання.*

*Influence of monetary and budgetary policy on the economy of country is distinguished. The model of estimation of influence of monetary and budgetary policy on the level of the economy growing is built.*

В окремі періоди економічної історії фіскальним і грошово-кредитним важелям макроекономічного регулювання відводилася різна роль. Найважливішим інструментом впливу на економічні процеси була або система податків, державних витрат і дефіциту бюджету, або регулювання економічного циклу через грошово-кредитну сферу. Застосування тих чи інших методів визначалося передусім тим, якої економічної доктрини дотримувалися політичні лідери, що приходили до влади, або які течії та школи економічної думки превальовали в той чи інший період історії.

На сьогодні обидва підходи до регулювання сукупного попиту (через грошово-кредитну та бюджетну політику) активно використовуються розвиненими країнами, і надавати перевагу одному з них на сучасному етапі неможливо.

Одночасно, виходячи із загальноприйнятих процедур формування та внесення змін до бюджетної (найчастіше бюджет затверджується на один рік, і внесення змін до нього є складним і тривалим процесом) та грошово-кредитної політики (зазвичай передбачається перегляд грошово-кредитної політики на засіданнях спеціального органу не частіше ніж раз на місяць, у разі необхідності – позачергово), вважається, що грошово-кредитна політика хоча і є більш складною, але вона гнучкіша та прийнятна для регулювання сукупного попиту в короткостроковому періоді, а бюджетна політика прийнятна для більш тривалого часу. Проте інструменти грошово-кредитної політики впливають на економіку з певним часовим лагом. Зокрема, зміна офіційних процентних ставок у країнах з розвинутою фінансовою системою (які є основним інструментом грошово-кредитної політики в розвинених країнах) досить швидко призводить до зміни ринкових процентних ставок, вартості активів на фондовому ринку, а також опосередковано і валютних курсів через зміну в міжнародному русі капіталу.

Вплив зміни грошово-кредитної політики на обсяги кредитів, інвестицій та споживання потребує більше часу. В результаті вплив зміни грошово-кредитної політики на інфляцію та обсяг виробництва відбувається із певними часовими лагами, тривалість яких залежить від ефективності дії того чи іншого каналу трансмісійного механізму. При цьому такий вплив має довгостроковий характер, і в розвинених країнах вважається, що найбільший вплив зміни офіційної процентної ставки на інфляцію та обсяги виробництва досягається через 1-2 роки.

Механізми та часові лаги впливу на економіку змін бюджетної політики є менш вивченими. Хоча збільшен-

ня видатків бюджету, наприклад, матиме прямий вплив на сукупний попит безпосередньо в момент збільшення державного споживання, кінцевий результат впливу та часові лаги залежатимуть від багатьох факторів, у тому числі від змін у рівні дефіциту бюджету, джерел його фінансування, напряму використання коштів.

Поширеною є думка, що з політичних мотивів бюджетна політика може бути спрямована на досягнення економічного зростання будь-якою ціною, незважаючи на можливі негативні наслідки розгортання інфляційних процесів, які заважатимуть стійкому економічному зростанню у майбутньому. Цей аргумент найчастіше використовується для обґрунтування необхідності надання центральному банку, як органу грошово-кредитного регулювання, достатньої незалежності з тим, щоб забезпечити "консервативність" його політики та її підпорядкованість довгостроковим цілям, зокрема підтриманню цінової стабільності як необхідної умови стійкого економічного зростання.

Поєднання різних підходів до проведення грошово-кредитної і бюджетної політики, їх взаємодія має прояв також у сферах податкової політики, політики видатків та боргової політики. Так, податкова політика здатна впливати на розвиток економіки в цілому та банківський сектор через оподаткування, що, в кінцевому результаті, впливає на грошово-кредитний ринок і формує умови, в яких проводиться грошово-кредитна політика. Зі свого боку, кількість грошей в обігу визначає можливості суб'єктів господарювання по розрахунках та сплаті податків і обов'язкових платежів до бюджету в грошовій формі.

Проте вплив податкової політики, в основному, є однаковим для всієї економіки, тобто не специфічним для банківського сектору та грошово-кредитної політики. Наприклад, зменшення ставки податку на доходи фізичних осіб, з одного боку, має позитивний вплив на банківську систему через зростання обсягів депозитів населення внаслідок збільшення їх можливостей до заощадження. З іншого боку, зменшення ставки оподаткування впливає на загальне зростання наявних доходів населення, стимулюючи збільшення сукупного попиту, і як наслідок – виробництва, прибутків підприємств, а також заощаджень населення у будь-якій формі, тобто вплив на банківську систему є не прямим, а опосередкованим, обумовленим зміною основних макроекономічних параметрів. Але, одночасно, бюджет у короткостроковій перспективі втрачає частину надходжень від зменшення ставки цього податку, тому вплив на макроекономічну ситуацію є системним та досить складним.

На наш погляд, вплив грошово-кредитної політики на сплату податків не можна розглядати виключно в ракурсі бюджетної політики, у відриві від економіки в цілому. Попит на гроші для сплати податків є частиною загального попиту на гроші з боку реального сектору, тому функції Національного банку в цьому питанні зводяться лише до забезпечення пропозиції грошей у обсязі, адекватному попиту на них.

З огляду на те, що обидві складові макроекономічного регулювання – грошово-кредитна і бюджетна політика, є надзвичайно дієвими виникає питання, яка їх комбінація буде сприятливішою для економічного розвитку, а яка, навпаки, може йому нашкодити. Крім цього, враховуючи тенденцію сучасного світу до набуття центральними банками дійсної незалежності у розробці та реалізації грошово-кредитної політики, виникає питання щодо шляхів координації грошово-кредитної та бюджетної політики як під час їх розроблення, так і реалізації.

За результатами дослідження побудуємо модель оцінки впливу грошово-кредитної та бюджетної політики на рівень економічного зростання<sup>1</sup>, яка доведе силу впливу вихідних параметрів обох політик на основні макроекономічні показники, що характеризують макроекономічну стабільність та економічний розвиток.

Вихідними параметрами грошово-кредитної політики є обсяги та темпи росту грошової маси, процентні ставки рефінансування банків Національним банком України (% річних). Вихідними параметрами бюджетної політики є дефіцит зведеного бюджету, виражений відношенням дефіциту бюджету до ВВП (у відсотках).

В якості основних макроекономічних показників, що характеризують макроекономічну стабільність та економічний розвиток розглянуто: ВВП, рівень інфляції, обсяг реалізованої промислової продукції, обсяг продукції сільськогосподарства, загальний обсяг роздрібного товарообороту, інвестиції в основний капітал, рівень безробіття, грошові доходи населення, грошові витрати та заощадження населення, питома вага збиткових підприємств, індекс реальної заробітної плати працівників народного господарства, сальдо поточного рахунку платіжного балансу, експорт товарів та послуг, імпорт товарів та послуг, коефіцієнт обслуговування зовнішнього боргу.

Для виміру рівня інфляції використано ціни виробників промислової продукції (ІЦВ), оскільки зміна споживчих цін не завжди адекватно відображає цінові процеси в економіці через значну частку в споживчому кошику продовольчих товарів та наявність адміністративно контрольованих цін. Параметри грошово-кредитної і бюджетної політики та основні макроекономічні показники розглянуто за період 1996-2008 роки.

Вхідна інформація для побудови моделі оцінки впливу грошово-кредитної та бюджетної політики на рівень економічного зростання наведена у таблицях 1, 2. Розрахунки виконано шляхом використання пакету "Аналіз даних" Microsoft Excel.

Використовуючи статистичний метод перевірки відхилень між середніми показниками – метод однофакторного дисперсійного аналізу – визначимо, чи є залежність між параметрами грошово-кредитної політики, бюджетної політики та основними макроекономічними показниками випадковою чи систематичною.

Результати однофакторного дисперсійного аналізу наведено у таблиці 3. Ключовим є *P-значення*, тобто значення ймовірності того, що залежність між параметрами, що розглядаються, є випадковою. У нашому випадку  $P = 1,85466 \times 10^{-28}$ , тобто залежність між параметрами грошово-кредитної політики, бюджетної політики та основними макроекономічними показниками практи-

чно зі 100 % ( $100 - 1,85466 \times 10^{-28}$ ) ймовірністю є систематичною (закономірною).

Користуючись вибіркоким методом описової статистики (таблиця 4) деталізуємо вплив параметрів грошово-кредитної і бюджетної політики на основні макроекономічні показники.

Показники стандартного відхилення (середнього квадратичного відхилення) і дисперсії характеризують коливання основних макроекономічних показників відносно їх середніх значень протягом 1996-2008 років. Отже, чим вище значення стандартного відхилення і дисперсії, тим більшою є невизначеність економічної ситуації в Україні.

Ефективність впливу параметрів грошово-кредитної та бюджетної політики засвідчують наступні показники економічного розвитку:

- ✓ сальдо поточного рахунку платіжного балансу (стандартне відхилення – 5,10; дисперсія – 26,01);
- ✓ експорт товарів та послуг (стандартне відхилення – 17,52; дисперсія – 307,01);
- ✓ імпорт товарів та послуг (стандартне відхилення – 19,99; дисперсія – 399,76);
- ✓ коефіцієнт обслуговування зовнішнього боргу (стандартне відхилення – 3,54; дисперсія – 12,50).
- ✓ Відносно стабільна ситуація протягом періоду характеризує ринок праці – значення стандартного відхилення і дисперсії порівняно низькі, а саме:
  - ✓ рівень безробіття (стандартне відхилення – 0,87; дисперсія – 0,79);
  - ✓ питома вага збиткових підприємств (стандартне відхилення – 7,92; дисперсія – 62,76);
  - ✓ індекс реальної заробітної плати працівників народного господарства (стандартне відхилення – 13,98; дисперсія – 195,31).

Проте за більшістю показників економічного розвитку (ВВП, рівень інфляції, обсяг реалізованої промислової продукції, обсяг продукції сільськогосподарства, загальний обсяг роздрібного товарообороту, інвестиції в основний капітал, грошові доходи населення, грошові витрати та заощадження населення) значення стандартного відхилення і дисперсії надто високі, що свідчить про незначний вплив параметрів грошово-кредитної і бюджетної політики на зазначені макроекономічні показники.

Аналіз вхідних даних моделі (таблиця 1) вказує на те, що вони в цілому відповідають уявленням економічної теорії та нашим попереднім висновкам щодо впливу на економічні процеси координації грошово-кредитної і бюджетної політики України на макроекономічному рівні протягом 1996-2008 років. Згідно з теорією, значні обсяги дефіциту бюджету призводять до скорочення ВВП і зростання рівня інфляції, що і спостерігалось протягом 2005-2008 років, а зростання грошової маси, з одного боку, сприяє зростанню рівня інфляції (при перевищенні пропозиції грошей над попитом на них), а з іншого – зростанню ВВП, коли зростання пропозиції грошей відповідає попиту на них. Втім, за нашими розрахунками, вплив монетарного чинника на зростання ВВП є незначним.

Невеликий рівень автономної (природної) інфляції (близько 6 %-7 %) та від'ємний знак при показнику дефіциту бюджету пояснюються тим, що протягом періоду переважали тенденції зменшення рівня бюджетного дефіциту. Крім цього, він фінансувався не безпосередньо емісійними коштами Національного банку України, а через запозичення і, значною мірою, через приватизацію. Такий результат певною мірою не узгоджується із твердженням, що будь-який дефіцит бюджету ускладнює завдання утримання макроекономічної стабільності.

Модель оцінки впливу грошово-кредитної та бюджетної політики на рівень економічного зростання має високі базові статистичні характеристики (таблиця 4), що вказує на її якість.

<sup>1</sup> Рівень економічного зростання визначається основними макроекономічними показниками.

Таблиця 1. Параметри грошово-кредитної і бюджетної політики України

| Рік  | Грошово-кредитна політика   |                |                |                 |                                   |                                                                              |                                               | Бюджетна політика                    |
|------|-----------------------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|--------------------------------------|
|      | Грошові агрегати, млн. грн. |                |                |                 | Темпи росту грошової маси (М3), % | Процентні ставки рефінансування банків Національним банком України, % річних |                                               | Дефіцит зведеного бюджету у % до ВВП |
|      | M0                          | M1             | M2             | M3 <sup>1</sup> |                                   | Облікова ставка НБУ                                                          | Середньозважена ставка за всіма інструментами |                                      |
|      | X <sub>1</sub>              | X <sub>2</sub> | X <sub>3</sub> | X <sub>4</sub>  | X <sub>5</sub>                    |                                                                              |                                               | X <sub>6</sub>                       |
| 1996 | 4041                        | 6315           | 9023           | 9364            | 35,12                             | 40,00                                                                        | 51,80                                         | -4,90                                |
| 1997 | 6132                        | 9050           | 12448          | 12541           | 33,93                             | 35,00                                                                        | 25,20                                         | -6,60                                |
| 1998 | 7158                        | 10331          | 15432          | 15705           | 25,23                             | 60,00                                                                        | 52,70                                         | -2,20                                |
| 1999 | 9583                        | 14094          | 21714          | 22070           | 40,53                             | 45,00                                                                        | 44,00                                         | -1,50                                |
| 2000 | 12799                       | 20762          | 31544          | 32252           | 46,14                             | 27,00                                                                        | 29,60                                         | 0,60                                 |
| 2001 | 19465                       | 29796          | 45186          | 45755           | 41,87                             | 12,50                                                                        | 20,20                                         | -0,30                                |
| 2002 | 26434                       | 40281          | 64321          | 64870           | 41,78                             | 7,00                                                                         | 9,20                                          | 0,70                                 |
| 2003 | 33119                       | 51541          | 94855          | 95043           | 46,51                             | 7,00                                                                         | 8,00                                          | -0,20                                |
| 2004 | 42345                       | 67090          | 125483         | 125801          | 32,36                             | 9,00                                                                         | 16,10                                         | -3,20                                |
| 2005 | 60231                       | 98573          | 193145         | 194071          | 54,27                             | 9,50                                                                         | 14,70                                         | -1,80                                |
| 2006 | 74984                       | 123276         | 259413         | 261063          | 34,52                             | 8,50                                                                         | 11,50                                         | -0,70                                |
| 2007 | 111119                      | 181665         | 391273         | 396156          | 51,75                             | 8,40                                                                         | 10,10                                         | -1,10                                |
| 2008 | 141318                      | 209349         | 480221         | 483849          | 22,14                             | 12,00                                                                        | 14,80                                         | 0,60                                 |

\* Складено автором за даними джерела 1.

Таблиця 2. Основні макроекономічні показники, що характеризують макроекономічну стабільність та економічний розвиток України

| Рік  | Основні макроекономічні показники |                          |                                                                         |                                                                        |                                                                          |                                          |                                          |                                     |                                                     |                                      |                                                                        |                                                          |                                                                     |                                                                    |                                                                                              |
|------|-----------------------------------|--------------------------|-------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|------------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------------------------|--------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
|      | ВВП, млн. грн.                    | Рівень інфляції (ЦІВ), % | Обсяг реалізованої промислової продукції (у фактичних цінах, млн. грн.) | Обсяг продукції сільського господарства (у фактичних цінах, млн. грн.) | Загальний обсяг роздрібного товарообороту (у фактичних цінах, млн. грн.) | Інвестиції в основний капітал, млн. грн. | Рівень безробіття (на кінець періоду), % | Грошові доходи населення, млн. грн. | Грошові витрати та заощадження населення, млн. грн. | Питома вага збиткових підприємств, % | Індекс реальної зарплатної плати працівників народного господарства, % | Сальдо поточного рахунку платіжного балансу (у % до ВВП) | Експорт товарів та послуг (темпи зростання до попереднього року, %) | Імпорт товарів та послуг (темпи зростання до попереднього року, %) | Коефіцієнт обслуговування зовнішнього боргу (відносно обсягів експорту товарів та послуг), % |
|      | Y <sub>1</sub>                    | Y <sub>2</sub>           | Y <sub>3</sub>                                                          | Y <sub>4</sub>                                                         | Y <sub>5</sub>                                                           | Y <sub>6</sub>                           | Y <sub>7</sub>                           | Y <sub>8</sub>                      | Y <sub>9</sub>                                      | Y <sub>10</sub>                      | Y <sub>11</sub>                                                        | Y <sub>12</sub>                                          | Y <sub>13</sub>                                                     | Y <sub>14</sub>                                                    | Y <sub>15</sub>                                                                              |
| 1996 | 81519                             | 117,30                   | 73321                                                                   | 26746                                                                  | 17344                                                                    | 12557                                    | 1,27                                     | 40311                               | 38961                                               | 43,00                                | 86,20                                                                  | -2,70                                                    | 119,10                                                              | 117,40                                                             | 6,60                                                                                         |
| 1997 | 93365                             | 105,00                   | 75061                                                                   | 30032                                                                  | 18933                                                                    | 12401                                    | 2,33                                     | 50069                               | 47933                                               | 45,00                                | 97,60                                                                  | -2,70                                                    | 100,00                                                              | 102,00                                                             | 7,50                                                                                         |
| 1998 | 102593                            | 135,30                   | 82889                                                                   | 32758                                                                  | 19317                                                                    | 13958                                    | 3,69                                     | 54379                               | 53376                                               | 54,50                                | 87,10                                                                  | -3,00                                                    | 86,60                                                               | 86,00                                                              | 12,50                                                                                        |
| 1999 | 130442                            | 115,70                   | 107537                                                                  | 37683                                                                  | 22151                                                                    | 17552                                    | 4,30                                     | 61865                               | 59518                                               | 55,70                                | 103,40                                                                 | 5,40                                                     | 92,10                                                               | 80,90                                                              | 16,10                                                                                        |
| 2000 | 170070                            | 120,80                   | 144483                                                                  | 54259                                                                  | 28757                                                                    | 23629                                    | 4,22                                     | 86911                               | 83777                                               | 37,70                                | 103,60                                                                 | 4,60                                                     | 117,90                                                              | 118,90                                                             | 14,30                                                                                        |
| 2001 | 204190                            | 100,90                   | 184276                                                                  | 65218                                                                  | 34417                                                                    | 32573                                    | 3,68                                     | 109391                              | 102835                                              | 38,20                                | 120,40                                                                 | 3,70                                                     | 109,50                                                              | 114,10                                                             | 14,60                                                                                        |
| 2002 | 225810                            | 105,70                   | 202688                                                                  | 65253                                                                  | 39691                                                                    | 37178                                    | 3,70                                     | 185073                              | 185073                                              | 38,80                                | 115,60                                                                 | 7,50                                                     | 110,70                                                              | 105,00                                                             | 12,00                                                                                        |
| 2003 | 267344                            | 111,10                   | 259502                                                                  | 64473                                                                  | 49994                                                                    | 51011                                    | 3,50                                     | 215672                              | 215672                                              | 37,20                                | 113,80                                                                 | 5,80                                                     | 124,00                                                              | 128,70                                                             | 11,80                                                                                        |
| 2004 | 345113                            | 124,10                   | 400757                                                                  | 83900                                                                  | 67556                                                                    | 75714                                    | 3,50                                     | 274241                              | 274241                                              | 34,80                                | 120,80                                                                 | 10,60                                                    | 142,60                                                              | 131,30                                                             | 10,70                                                                                        |
| 2005 | 441452                            | 109,50                   | 468563                                                                  | 92536                                                                  | 94332                                                                    | 93096                                    | 3,10                                     | 381404                              | 381404                                              | 34,20                                | 131,50                                                                 | 2,90                                                     | 107,50                                                              | 120,40                                                             | 14,70                                                                                        |
| 2006 | 544153                            | 114,10                   | 551729                                                                  | 94300                                                                  | 129952                                                                   | 125254                                   | 2,70                                     | 472061                              | 472061                                              | 30,90                                | 111,70                                                                 | -1,50                                                    | 113,20                                                              | 122,00                                                             | 17,30                                                                                        |
| 2007 | 712945                            | 123,30                   | 599113                                                                  | 109850                                                                 | 178233                                                                   | 188486                                   | 2,30                                     | 614984                              | 614984                                              | 32,50                                | 110,30                                                                 | -3,70                                                    | 127,40                                                              | 135,40                                                             | 18,00                                                                                        |
| 2008 | 875376                            | 123,50                   | 718941                                                                  | 139385                                                                 | 220756                                                                   | 136971                                   | 2,30                                     | 760353                              | 760353                                              | 33,20                                | 90,30                                                                  | -5,70                                                    | 146,60                                                              | 154,90                                                             | 16,40                                                                                        |

\* Складено автором за даними джерел 2, 3.

Таблиця 3. Результати однофакторного дисперсійного аналізу, тобто інформація стосовно випадковості чи систематичності залежності між параметрами, що розглядаються

| Однофакторний дисперсійний аналіз |             |     |             |             |             |             |
|-----------------------------------|-------------|-----|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Джерело варіації                  | SS          | df  | MS          | F           | P-значення  | F-критичне  |
| Між групами показників            | 3,2584E+12  | 22  | 1,48109E+11 | 11,75342982 | 1,85466E-28 | 1,580945153 |
| В межах груп показників           | 3,47797E+12 | 276 | 12601333994 | -           | -           | -           |
| Разом:                            | 6,73636E+12 | 298 | -           | -           | -           | -           |

<sup>1</sup> М3 у 1995 році складає 6930 млн. грн.

Таблиця 4. Описова статистика основних макроекономічних показників, що характеризують макроекономічну стабільність та економічний розвиток України за період 1996-2008 роки

| Показник описової статистики | Основні макроекономічні показники |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                |
|------------------------------|-----------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|
|                              | Y <sub>1</sub>                    | Y <sub>2</sub>  | Y <sub>3</sub>  | Y <sub>4</sub>  | Y <sub>5</sub>  | Y <sub>6</sub>  | Y <sub>7</sub>  | Y <sub>8</sub> |
| Середнє                      | 322644                            | 115,869         | 297605          | 68953,3         | 70879,5         | 63106,2         | 3,12231         | 254363         |
| Стандартна похибка           | 70135,1                           | 2,65205         | 62104,4         | 9440,46         | 18458           | 15816,1         | 0,24592         | 65533,3        |
| Медіана                      | 225810                            | 115,7           | 202688          | 65218           | 39691           | 37178           | 3,5             | 185073         |
| Стандартне відхилення        | 252876                            | 9,56211         | 223921          | 34038           | 66551,2         | 57025,6         | <b>0,88667</b>  | 236284         |
| Дисперсія вибірки            | 6,39E+10                          | 91,434          | 5,014E+10       | 1,159E+09       | 4,429E+09       | 3,252E+09       | 0,78618         | 5,583E+10      |
| Ексцес                       | <b>0,45076</b>                    | -0,1141         | -0,9587         | -0,1910         | <b>0,88133</b>  | <b>0,24095</b>  | -0,1706         | <b>0,18813</b> |
| Асиметричність               | 1,16182                           | 0,3164          | 0,69899         | 0,5869          | 1,37451         | 1,09457         | <b>-0,6255</b>  | 1,09912        |
| Інтервал                     | 793857                            | 34,4            | 645620          | 112639          | 203412          | 176085          | 3,03            | 720042         |
| Мінімум                      | 81519                             | 100,9           | 73321           | 26746           | 17344           | 12401           | 1,27            | 40311          |
| Максимум                     | 875376                            | 135,3           | 718941          | 139385          | 220756          | 188486          | 4,3             | 760353         |
| Сума                         | 4194372                           | 1506,3          | 3868860         | 896393          | 921433          | 820380          | 40,59           | 3306714        |
| Кількість спостережень       | 13                                | 13              | 13              | 13              | 13              | 13              | 13              | 13             |
| Рівень надійності (95,0 %)   | 152811                            | 5,77833         | 135314          | 20569           | 40216,5         | 34460,2         | 0,53581         | 142785         |
| Показник описової статистики | Основні макроекономічні показники |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                |
|                              | Y <sub>9</sub>                    | Y <sub>10</sub> | Y <sub>11</sub> | Y <sub>12</sub> | Y <sub>13</sub> | Y <sub>14</sub> | Y <sub>15</sub> |                |
| Середнє                      | 253091                            | 39,669          | 107,1           | 1,6308          | 115,17          | 116,69          | 13,269          |                |
| Стандартна похибка           | 65814                             | 2,1972          | 3,8761          | 1,4145          | 4,8597          | 5,5453          | 0,9807          |                |
| Медіана                      | 185073                            | 37,7            | 110,3           | 2,9             | 113,2           | 118,9           | 14,3            |                |
| Стандартне відхилення        | 237295                            | <b>7,9221</b>   | <b>13,975</b>   | <b>5,0910</b>   | <b>17,522</b>   | <b>19,994</b>   | <b>3,5361</b>   |                |
| Дисперсія вибірки            | 5,63E+10                          | <b>62,759</b>   | <b>195,31</b>   | <b>26,009</b>   | <b>307,01</b>   | <b>399,76</b>   | <b>12,504</b>   |                |
| Ексцес                       | <b>0,1671</b>                     | <b>0,5245</b>   | -0,7910         | -1,2336         | -0,1559         | <b>0,3132</b>   | -0,337          |                |
| Асиметричність               | 1,0927                            | 1,1788          | <b>-0,0839</b>  | 0,1848          | 0,2650          | <b>-0,141</b>   | <b>-0,6241</b>  |                |
| Інтервал                     | 721392                            | 24,8            | 45,3            | 16,3            | 60              | 74              | 11,4            |                |
| Мінімум                      | 38961                             | 30,9            | 86,2            | -5,7            | 86,6            | 80,9            | 6,6             |                |
| Максимум                     | 760353                            | 55,7            | 131,5           | 10,6            | 146,6           | 154,9           | 18              |                |
| Сума                         | 3290188                           | 515,7           | 1392,3          | 21,2            | 1497,2          | 1517            | 172,5           |                |
| Кількість спостережень       | 13                                | 13              | 13              | 13              | 13              | 13              | 13              |                |
| Рівень надійності (95,0 %)   | 143396                            | 4,7873          | 8,4452          | 3,0818          | 10,588          | 12,082          | 2,1368          |                |

Дефіцит бюджету має позитивний вплив на зростання ВВП, що цілком узгоджується із кейнсіанською теорією "бюджетних стимулів" для економічного розвитку, відповідно до якої невисокі значення дефіциту бюджету, що не створюють безпеку для макроекономічної стабільності, стимулюють зростання сукупного попиту та виробництва. Проте вплив фіскального чинника згідно з цією моделлю є доволі незначним. Натомість значним є автономний чинник, що вказує на вагомість інших причин зростання ВВП (структурні реформи, сприятлива зовнішня кон'юнктура тощо). Суттєвим також є вплив монетарного чинника, проте його зв'язок із ВВП може бути і зворотним внаслідок зростання пропозиції грошей у відповідь на збільшення попиту на них через зростання ВВП за рахунок інших факторів. У будь-якому випадку, модель вказує на те, що адекватне економічному зростанню розширення грошової пропозиції є необхідною умовою забезпечення цього зростання.

Слід зауважити, що протягом 1996-2008 років дефіцит бюджету в середньому знаходився в межах 2 % від ВВП (таблиця 3), тому можна припустити, що економічно безпечний рівень дефіциту бюджету, після якого можливі негативні наслідки для економічного розвитку, знаходиться саме в межах до 2 % ВВП. При цьому, крім самого рівня дефіциту, важливим є питання джерел його фінансування – економічно безпечним такий дефіцит може бути за умови фінансування ринковими методами, через залучення або з надходжень від приватизації, як це мало місце останніми роками (проте можливості для надходжень від приватизації в часі є суттєво обмеженими), тоді як навіть непряме переважно емісійне фінансування дефіциту бюджету на теоретично безпечному рівні має негативні макроекономічні наслідки.

Розглядаючи рівень економічного зростання, з точки зору координації грошово-кредитної і бюджетної, мова має йти про оптимальність системи за Парето, тобто оптимальність, за якої система (таблиця 1) має знахо-

дитись у такому стані, коли встановлюється коридор припустимих коливань цільових значень показників грошово-кредитної і бюджетної політики, вихід поза межі якого призведе до погіршення цільових показників системи в цілому.

Суперечність системи полягає в тому, що цілі і параметри грошово-кредитної і бюджетної політики в Україні є в цілому незалежними між собою. Однак основні макроекономічні показники, що характеризують макроекономічну стабільність та економічний розвиток є важливими параметрами бюджетної політики і, водночас, ексogenous зміною відносно параметрів грошово-кредитної політики.

Таким чином, доведено, що грошово-кредитна і бюджетна політика в останню чергу впливають на рівень інфляції, основний вплив здійснюється на розвиток реального сектору економіки, а саме: рівень ВВП, обсяг реалізованої промислової продукції, обсяг продукції сільськогосподарства, загальний обсяг роздрібного товарообороту, інвестиції в основний капітал, грошові доходи, грошові витрати та заощадження населення. Отже, зазначені макроекономічні показники мають бути пріоритетними орієнтирами грошово-кредитної і бюджетної політики.

Координація грошово-кредитної і бюджетної політики, на нашу думку, повинна полягати у ліквідації суперечностей в процесі їх розробки та реалізації з метою сприяння досягненню загальних цілей економічної політики, якими є стійке економічне зростання та низький рівень безробіття при довгостроковій ціновій стабільності та зовнішній стійкості. Іншими словами, грошово-кредитна і бюджетна політика є скоординованими тоді, коли їх цілі є спільними або не суперечливими, а дії узгодженими.

Створення умов, за яких грошово-кредитна і бюджетна політика виходили б із спільних макроекономічних цілей та спільного бачення шляхів їх досягнення, можливо двома шляхами: встановлення формальних чи неформальних зв'язків між центральним банком та Урядом у процесі роз-

роблення цільових показників грошово-кредитної і бюджетної політики на короткостроковий період; закріплення правил і принципів, які на тривалий проміжок часу визначають основні параметри грошово-кредитної і бюджетної політики, що не суперечать один одному.

1. Офіційний сайт Національного банку України: [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua) 2.  
Офіційний сайт Міністерства фінансів України: [www.minfin.gov.ua](http://www.minfin.gov.ua) 3.  
Офіційний сайт Міністерства економіки України: [www.me.kmu.gov.ua](http://www.me.kmu.gov.ua)  
Надійшла до редакції 10.06.2009

О.О. Розинка, асп.

## ПРОБЛЕМИ ФУНКЦІОНУВАННЯ НАЦІОНАЛЬНОЇ ДЕПОЗИТАРНОЇ СИСТЕМИ

*Забезпечення швидкої та надійної реалізації переходу права власності на цінні папери є обов'язковою умовою ефективного функціонування фондового ринку і всієї фінансової системи країни. Проте, як показано, в Україні наявні суттєві перешкоди для розвитку інфраструктури фондового ринку, що потребує кардинальних змін у всій її системі.*

*Guarantee for fast and safe realization of passing of property for securities is indispensable precondition for the effective stock market and national financial system functioning. But as it was shown there are considerable obstacles for the stock market infrastructure development in Ukraine, which demands fundamental changes of the system.*

За 17 років незалежності Україна так і не спромоглася сформувати ефективний цивілізований фондовий ринок, де б на чітких і зрозумілих умовах, під контролем державних органів і саморегулюючих організацій зустрічалися емітенти цінних паперів й інвестори. Відсутність ефективно діючої інфраструктури, яка забезпечує акумулюванню капіталу для інвестицій у виробничу і соціальну сфери та сприяє раціональному розміщенню фінансових ресурсів, не дає можливості ефективно управляти господарською діяльністю і об'єктивно оцінювати вартість виробничих ресурсів. Недосконала система обліку прав власності на майно у поєднанні із відсутністю загальнонаціональних ринків основних ресурсів виробництва робить українську продукцію неконкурентною, а українські підприємства збитковими.

З початку реформи у постсоціалістичних країнах Східної Європи та деяких країнах СНД створення національного фондового ринку відбувалося водночас з розбудовою сучасної моделі його інфраструктури у відповідності до рекомендацій Групи Тридцяти, IOSCO, та вимог міжнародних фінансових організацій.

Як відповідь на глобальні тенденції в Україні було прийнято Закони "Про цінні папери та фондову біржу", "Про господарські товариства". Акцент на біржову торгівлю сприймався як знак ринкових перетворень. При цьому фундаментальні передумови існування біржової торгівлі, які створювались в інших країнах десятиріччями, вважалося виникнуть якось собою.

Необхідно визнати, що ринкова інфраструктура в Україні формувалась безсистемно. За допомогою різних міжнародних організацій в Україні намагалися "методом прямого впровадження вживити" ринкові інфраструктури. Кожний з цих інфраструктурних елементів, на жаль, не враховував у повній мірі українське законодавство і національні особливості. Україна, як і інші постсоціалістичні країни, стала "експериментальним полігоном" щодо "схрещення" континентального і англосаксонського права.

На початку 90-х років Європейський Союз надав технічну допомогу щодо створення повного технологічного циклу національного ринку капіталів – єдиної біржі, центрального депозитарію і центрального платіжного агента (розрахункового банку) на базі Національного банку. На жаль, впровадження сучасної моделі Національних біржової та депозитарної систем в Україні виявилось неможливим з ряду суб'єктивних та об'єктивних факторів. На відміну від інших країн, в яких причиною розвитку депозитарної діяльності було стрімке зростання операцій на ринках цінних паперів, розвиток Національної депозитарної системи вимагали результати проведення масової приватизації. Але приватизація державних підприємств пішла не через біржі, і проект не був реалізований. Про-

ведення приватизації в Україні, на жаль, здійснювалось майже при повній відсутності законодавства, яке б вирішувало весь комплекс проблем щодо обігу цінних паперів і враховувало бодай частину досвіду інших держав. Більшість емітентів в Україні використовували емісію фінансових інструментів не з метою залучення інвестицій, а для перетворення з державної форми власності в приватну зі зміною форми господарювання. Це призвело до обігу великої кількості неліквідних цінних паперів (35 тисяч емісій цінних паперів акціонерних товариств) зокрема і хаосу на ринку в цілому.

Принцип цілісності ринку потребує впровадження єдиних підходів до функціонування організованих ринків на всій території України. Світова практика свідчить, що ринок неминує еволюціонує від хаотичності і роздробленості до цілісності, централізації. Це характерно для усієї фінансової системи ринкових відносин – як у межах однієї країни, так і в міжнародних фінансово-економічних відносинах. У 1995 році Верховна Рада схвалила Концепцію створення і функціонування ринку цінних паперів в Україні, яка також проголошувала необхідність централізації біржової торгівлі і депозитарної системи. Щоправда, у 1996-1997 рр. почав реалізовуватися проект технічної допомоги Агенції США з міжнародного розвитку (USAID) зі створення позабіржової торгово-інформаційної системи ПФТС, яка є альтернативою "традиційним" біржам. З моменту початку функціонування ПФТС біржа втратила всі конкурентні переваги.

За подібною схемою формувалась і депозитарна система. З ухваленням 1997-го закону "Про Національну депозитарну систему й особливості електронного обігу цінних паперів в Україні" було передбачено створення Національного депозитарію України (НДУ). Однак згідно з Меморандумом про взаєморозуміння між урядами України та США преференції були віддані ще одному проекту USAID – кліринговому депозитарію "Міжрегіональний фондовий союз" (МФС), який зайняв лідируючу позицію у даній сфері.

У 1999 р. акціонери МФС заявили про готовність реорганізуватися в Національний депозитарій України (НДУ). Втім, держава, якій належали менш як 20 % МФС, окремо створила НДУ, який наразі разом з локальними депозитаріями є верхнім рівнем Національної депозитарної системи. Ставлення учасників ринку до створення НДУ наочно демонструє той факт, що вони підписали лише на 10 % оголошеного статутного фонду. Згідно статуту НДУ, узгодженого з міжурядовим українсько-американським Меморандумом про взаєморозуміння від 25 січня 1999 р., діяльність НДУ на першому етапі обмежена такими функціями, які українське законодавство визначає як виключні, а саме [6, С.16]: