

УДК 336.7

М. Ю. Ананьєв,  
старший викладач кафедри міжнародних фінансів,  
Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана, м. Київ

# МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА ТА ЇЇ ВПЛИВ НА РОЗВИТОК РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

M. Ananiev,  
senior lecturer of the International Finance Department,  
Kyiv National Economic University named after Vadim Hetman, Kyiv  
MONETARY POLICY AND ITS IMPACT ON SECURITIES MARKET

**У статті здійснено спробу проаналізувати сучасну практику в реалізації монетарної політики успішних країн світу з екстраполяцією на українську економіку, а також показати її вплив на розвиток ринку цінних паперів. Розглядаються завдання та цілі, що ставляться перед центральними банками передових економік світу і України. Здійснено спробу розмежувати інструментарій центрального банку від його завдань у реалізації грошової політики. Наводяться пропозиції та рекомендації щодо удосконалення монетарної політики центрального банку з метою покращення можливостей бізнесу в залученні фінансових ресурсів по низьким цінам на фінансовому ринку країни.**

**The research is an attempt to analyze the successful practice of modern monetary policy of advanced economies with extrapolation to the Ukrainian reality and to show its impact on the securities market. We consider the goals and objectives that are put before central banks in advanced economies of the world and Ukraine. An attempt was made to differentiate between instruments of central banks and its tasks in realization of monetary policy. We give suggestions and recommendations for improving central banks' monetary policy in order to make better business opportunities in attracting financial resources at low prices in the financial market.**

*Ключові слова: монетарна політика, ринок цінних паперів, цілі та завдання центральних банків, відсоткові ставки, державні та корпоративні облигації.*

*Key words: monetary policy, securities markets, aims and objectives of central banks, interest rates, government and corporate bonds*

## ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Зрушення, що відбулися на початку 21-го століття в глобальному фінансовому просторі, чітко продемонстрували велике значення монетарної політики для економіки та її вплив на розвиток ринків цінних паперів. Нетрадиційні методи монетарної політики ще в 90-х роках 20 століття почав використовувати Банк Японії, який зіткнувся з проблемою дефляції. Однак роль монетарної політики для світової фінансової системи і національних фінансових ринків зокрема, яскраво проявилася в результаті впровадження політики так званого "Кількісного пом'якшення" Федрезервом США після кризи 2008 року. За рахунок чого центральний банк США вдалося зберегти ринок цінних паперів від обвалу, вийти з від'ємних темпів економічного розвитку в позитивні та подолати зростання безробіття (див. табл. 3, 4). Тому успішний міжнародний досвід реалізації монетарної політики викликає науковий інтерес з метою використання його у вітчизняній практиці як для розвитку вітчизняного ринку цінних паперів (далі — РЦП), так і економіки в цілому.

## АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Ця робота будується на підставі аналізу статистичних даних ключових регуляторів на фінансовому ринку, зокрема: Федеральної резервної системи США, Банку Японії, Банку Англії, Європейського Центрального Банку, Національного Банку України (далі — НБУ) та інших органів виконавчої влади даних країн (Бюро економічного аналізу США, Бюро трудової статистики США). А також данні Міжнародного валютного фонду (далі — МВФ) і Групи Світового банку.

## ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Метою статті є ілюстрація позитивної практики в реалізації монетарної політики розвинених країн з подальшою імплементацією її в національну фінансову систему з урахуванням особливостей країни. На підставі аналізу даних надати загальні пропозиції та напрями в удосконаленні грошової політики центрального банку України.

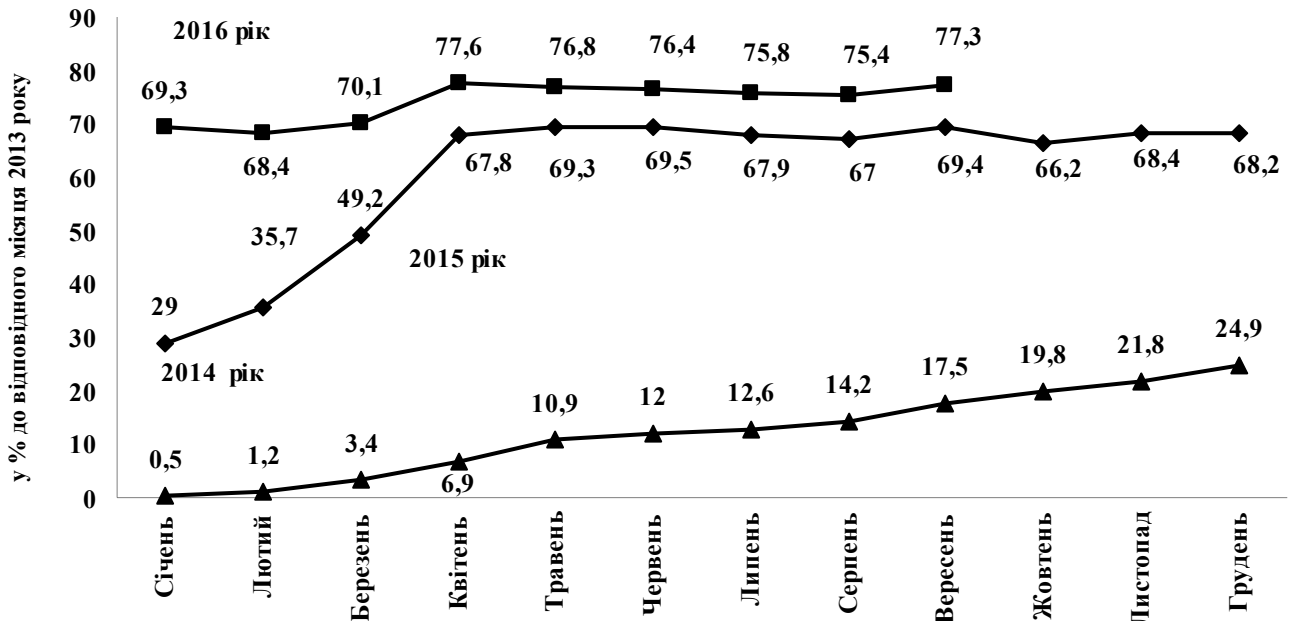


Рис. 1. Динаміка інфляції, у % до відповідного місяця 2013 року

Джерело: за даними Держкомстату України.

Таблиця 1. Офіційні місії центробанків передових економік світу

Назва центробанку країни	Їх офіційна місія
Федеральна резервна система, США	— забезпечення максимальної зайнятості, стабільності цін і зниження довгострокових відсоткових ставок; — нагляд та регулювання банків і захист кредитних прав споживачів; — встановлення стабільності фінансової системи і стримання системних ризиків на фінансових ринках; — надання фінансових послуг депозитарним установам, уряду США, офіційним іноземним організаціям, включаючи посилення ключової ролі Федрезерву в національних платіжних системах [2]. Як бачимо, завдання центробанку США значно ширші (а тому й більша відповідальність), і навіть експансіоністські
Європейський центробанк (ЄЦБ), Єврозона	— це підтримка цінової стабільності: збереження обмінного курсу євро [3]
Банк Японії	емісія банкнот; здійснення грошового та монетарного контролю; забезпечення безперешкодних розрахунків між банками та іншими фінансовим установами; забезпечення цінової стабільності [4]
Банк Англії	Первинною місією Банку Англії є сприяння добробуту свого народу, що досягається за рахунок: — підтримки суспільної довіри до її банкнот; — забезпечення низьких і стабільних цін, а також таргетування споживчої інфляції на рівні 2% річних; — забезпечення суспільної довіри і впевненості в фінансових інститутах, ринку, інфраструктурі та фінансовій системі в цілому; — попередження та усунення системних ризиків [5]

**ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ**

У статті під терміном "пруденційна" розуміється не лише набір кількісних індикаторів, а розсудлива, благорозумна, далекоглядна, завчасна, попередньо-вивірена діяльність центробанку щодо здійснення його грошової (монетарної) політики як сучасного інструменту так званого "м'якого" налаштування параметрів економіки і її опосередкованого впливу на РЦП. Як показує світова практика, дуже важливо виставити правильні завдання та цілі перед своїм центробанком, оскільки регулятор несе відповідальність лише за законодавчо встановлені для нього завдання<sup>1</sup>. Аналізуючи діяльність центральних банків в найбільш розвинених економіках світу, зупинимось на цілях і завданнях, що ставляться перед ними. Але спочатку розглянемо місію і законодавчо встановлені функції центрального банку України. Місія

НБУ — це забезпечення цінової та фінансової стабільності з метою сприяння сталому економічному розвитку України. Для досягнення та підтримки цінової стабільності Національний банк застосовуватиме режим інфляційного таргетування<sup>2</sup>. Іншими словами, головне завдання українського центробанку є таргетування інфляції, навіть стабільність курсу національної валюти відходить на задній план. Тоді згідно зі ст. 99 Конституції України та ст. 6 ЗУ "Про НБУ", основною функцією НБУ є забезпечення стабільності грошової одиниці, тобто обмінного курсу. Тому, потрібно або змінювати Конституцію і Закон, або — місію НБУ. Крім того, аналіз динаміки курсу національної валюти в період з 6 лютого 2014 р. (курс НБУ USD/UAH — 7,99) по 26 лютого 2015 р. (курс НБУ USD/UAH — 30,01, показує ріст долара по відношенню до гривні за рік — 376%), що говорить по

<sup>1</sup> В Україні згідно із ст. 51 ЗУ "Про НБУ" від 20.05.1999 № 679-XIV, НБУ несе відповідальність перед Президентом та Верховною Радою України.

<sup>2</sup> За даними офіційного сайту НБУ.

**Таблиця 2. Динаміка середньозваженого індексу споживчих цін, % зміни за рік**

Країна	Рік					
	2010	2011	2012	2013	2014	Вересень 2015
США <sup>1</sup>	1,6	3,1	2,1	1,5	1,6	0
Японія	-0,7	-0,3	-0,04	0,4	2,7	0
Великобританія	3,3	4,5	2,8	2,6	1,5	-0,1
Сврозона <sup>2</sup>	0,9	2,3	2,7	2	0,8	-0,1

<sup>1</sup> Для США, Японії, Великобританії за даними Міжнародного валютного фонду.

<sup>2</sup> За даними Європейського центрального банку на 01.01. відповідного року у % зміни за рік.

порушення Конституції України або вимоги Конституції не відповідають реальному стану речей на ринку. Згідно Дорожньої карти НБУ, до політики монетарного таргетування вони перейшли в 2014 р. [1]. Тобто з 2014 р., основною функцією НБУ стало — таргетування інфляції. Наскільки вдало це виходить зробити НБУ, можна побачити з графіку інфляції (беремо лише індекс споживчих цін, див рис. 1).

Отже, як видно з графіку, виконати поставлену задачу щодо таргетування інфляції поки що не вдається. Починаючи з 2014 р. і аж до вересня 2016 р. інфляція продовжує зростати, лише зменшилися темпи цього росту. Можливо для досягнення бажаних показників інфляції та обмінного курсу нацвалюти потрібно ставити зовсім інші цілі та завдання перед НБУ?! Щоб відповісти на це запитання проаналізуємо базові речі в діяльності центральних банків передових економік світу (в табл. 1).

Отже, вище ми зазначили місії центральних банків країн, які мають найбільш розвинений ринок цінних паперів та економіку в цілому. Як бачимо, навіть загальний мандат НБУ є значно обмеженим відносно таких економік, як США та Великобританія.

Як показує світовий досвід передових економік світу (ЄС, Японія, США, Великобританія тощо), сучасна політика по таргетуванню інфляції не виконується в повній мірі. Наприклад, прийнятною споживчою інфляцією для цих країн є 2% річних, однак всі заходи (політика низьких відсоткових ставок та монетарного стимулювання), які приймають ці країни не дають змоги їм стабільно контролювати інфляцію (див. табл. 2). Тому виникає запитання, а чи можливо взагалі її контролювати?!

Отже, як показують дані таблиці 2, споживча інфляція в цих країнах живе своїм власним життям. Таким чином, поставлене перед НБУ завдання щодо таргетування інфляції може мати такий же успіх як і забезпечення "стабільності" обмінного курсу.

Монетарна політика США від початку гострої фази Фінансової кризи (кінець 2008 р.) і до 2015 р., включаючи так зване "Кількісне пом'якшення" (QE1 — з листопада 2008 р., QE2 — листопад 2010 р., QE3 — вересень 2012 р.). Весь набір підтримуючих і стимулюючих інструментів монетарної політики США можна відобразити таким агрегуючим показником як "Кредити Федрезерву" (Reserve Bank Credit) (Або ще можна їх назвати вливання грошових коштів з боку центрального банку США). Якщо на 2 січня 2008 р. цей показник становив 891,74 млрд дол., то вже на 31 грудня 2008 р. — 2246,53 млрд дол., тобто виріс на 252% за рік [6]. На 4 листопада 2015 р. цей показник склав 4451,74 млрд дол., тобто з січня 2008 р. виріс на 499%. Така була ціна фінансових потрясінь 2008р. для США, наслідки яких ще не виправлені і до сьогоднішнього часу.

Отже, як видно з таблиці 3 монетарна політика США має суттєвий вплив на рівень безробіття в країні. Це підтверджується і показником кореляції, що склав — (-0,7 або на 70%), тобто чим більше вливання коштів зі сторони центрального банку, тим більше зменшується безробіття. Як бачимо, пік рівня безробіття в США припав на 2010р. (9,8%), і в результаті значного вливання коштів в економіку (що склало 3,68 трлн дол. з початку 2009р. і по січень 2015 р.) через різні фінансові механізми та інструменти, показник рівня безробіття в жовтні 2015 р. впав до 5,0%. Також, існує сильна залежність

**Таблиця 3. Компаративний аналіз між рівнем безробіття, темпами зростання ВВП та річними вливаннями коштів в США**

Рік	Загальний рівень безробіття в США, % <sup>1</sup>	Річні вливання коштів Федрезерву США, млрд дол. <sup>2</sup>	Середнє значення за 2009-2015рр., млрд дол.	ВВП США, % зміни за рік в цінах 2009 р. <sup>3</sup>	
2007	4,6	26,66	—	1,8	
2008	5,0	32,34	—	-0,3	
2009	7,8	1354,75	526	-2,8	
2010	9,8	58,42		2,5	
2011	9,2	194,47		1,6	
2012	8,3	489,87		2,2	
2013	8,0	-4,36		1,5	
2014	6,6	1111,83		2,4	
2015	5	478,18		1,5*	
<b>Кореляція</b> (за 2009-2014 рр.)	<b>-0,70</b>			—	<b>-0,61</b>
<b>Всього</b> (за 2009-2015 рр.)	—	3683,16		—	

<sup>1</sup> За даними Бюро трудової статистики США (Bureau of Labor Statistics).

<sup>2</sup> За даними Ради директорів Федрезерву США (Board of Governors of the Federal Reserve System), взято річну зміну показника Reserve Bank Credit на початок січня відповідного року.

<sup>3</sup> За даними Бюро економічного аналізу США (Bureau of Economic Analysis).

\*на 3 квартал 2015 р.

**Таблиця 4. Вплив вливання грошових коштів Федрезервом США на їх ринок акцій**

Рік	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Капіталізація лістингових компаній США <sup>1</sup> , трлн дол	16,33	17,00	19,56	19,92	11,58	15,08	17,28	15,64	18,68	24,03	26,33	25,07
зміна капіталізації за рік, трлн дол.	2,06	0,67	2,57	0,36	-8,34	3,50	2,20	-1,64	3,03	5,35	2,31	-1,26
Річні вливання коштів федрезерву США, млрд дол	—	—	—	26,7	32,34	1355	58,4	195	490	-4,36	1112	478

<sup>1</sup> За даними Світового Банку.

(коефіцієнт кореляції -0,61) між темпами росту економіки США і її монетарною політикою. За рахунок вливання найбільшої суми коштів (1,35 трлн дол.) у 2009 р. вдалось переломити негативний тренд темпів росту ВВП США з -2,8% в 2009 р. до +2,5% в 2010 р. Однак, з таблиці 2 бачимо, що споживча інфляція в США у вересні (в річному вимірі) склала 0%, а планувалось 2%. Таким чином, дані цих двох таблиць є ще одним підтвердженням тезису автора, що центральні банки в своїй політиці повинні приділяти основну увагу саме економічному зростанню та рівню зайнятості серед населення (або безробіття). Більш того, дані параметри хоч більш менш регулюються сучасними монетарними методами, тоді як інфляція та стабільність цін є похідними від двох перших параметрів (рівень безробіття, економічний ріст).

Отже, як бачимо з таблиці 4, в піковий 2008 рік, капіталізація лістингових компаній США провалилася на -8,34 трлн дол. Щоб падіння не продовжилося далі вниз, центробанк США в 2009 р. вплив на ринок 1,355 трлн дол. У результаті чого, вдалося не лише зупинити падіння, а й прискорити ріст, що склав +3,5 трлн дол. у 2009 р. Крім того, дані таблиці 4 наочно демонструють про фінансові потрясіння на фінансовому ринку США і в 2014 р., оскільки Федрезерв для підтримки ринку витратив майже таку ж суму (1,112 трлн дол.), як і після кризи 2008 р.

Далі в статті автором наводяться пропозиції та рекомендації щодо удосконалення монетарної політики центробанку. Ці пропозиції зібрані в таких напрямках: диференційовані відсоткові ставки; активна і пасивна модель відсоткових ставок; державні боргові цінні папери як інструмент монетарної політики

Диференційовані відсоткові ставки. Потрібно в політиці НБУ розмежувати відсотки, що надаються бізнесу в:

- фінансовій сфері (банкірам та іншим фінансовим організаціям);

- і в сфері непов'язаної з фінансами (виробництво, переробка, торгівля, логістика тощо). Такий підхід дасть змогу не надувати фінансові бульбашки на ринку цінних паперів, а реальний приріст ВВП, підвищення зайнятості, добробуту населення і відповідно ринково виважених цін на інструменти фондового ринку. Основним чинником виникнення фінансових бульбашок по тим чи іншим фінансовим інструментам (чи то акції, чи то іпотечні облігації або деривативи тощо) є доступ банкірів, менеджерів інвестиційних компаній та інших фінансових установ до дешевих або інколи безкоштовних (тобто, це гроші їх клієнтів) грошових ресурсів, що розв'язують їм руки і руйнують справедливе ціноутво-

рення в погоні за великим прибутками. На думку автора, диференційовані відсоткові ставки в залежності від мети та цілей використання одержаних від центрального банку грошей є першим кроком в розмежуванні "фінансових грошей" і "реальних грошей". Таким чином, у своїй монетарній політиці центробанк зможе здійснювати паралельне і роздільне регулювати фінансового та реального сектору економіки. Потрібно чітко розділяти цілі на які беруться кошти в центробанку. Тобто, якщо комерційний банк залучає кошти з центробанку для торгівлі валютою на міжбанку, то тут потрібно виставляти одні відсоткові ставки. А якщо комерційний банк залучає кошти на кредитування, наприклад, компаній по обробці зернових — то в такому випадку відсоткові ставки повинні бути зовсім іншими.

Дешеві гроші є беззаперечним фактором розвитку не лише ринку цінних паперів, а й економіки в цілому. Питання лише полягає в тому, кому і на яких умовах ці дешеві гроші видавати. Практика передових країн, зокрема США, країн Єврозони показує, що кошти спочатку даються банкірам, а ті в свою чергу вирішують, куди далі ці гроші вкладати. Логіка така, що банкіри краще знають, який вид бізнесу буде більш прибутковим, тому і вкладають туди ці дешеві гроші. Однак реальний життєвий досвід показує, що основною мотивацією банкірів (як і всіх інших людей) є не розвиток якогось бізнесу, створення робочих місць, а швидке самозбагачення. Внаслідок чого, де-юре все нормально, а де-факто — велика поляризація населення на багатих і бідних. Коротко кажучи, така стратегія стимулювання економіки неефективна, оскільки банкіри не будуть кредитувати економіку в умовах політичної нестабільності і високих ризиків. Ці кошти підуть на фінансові ринки для короткострокових високодохідних інвестиційних операцій з фінансовими інструментами, що також буде мати негативний вплив і на справедливе ринкове ціноутворення.

На протипагу цьому, можна підійти з іншої сторони і постаратись дати відповідь на наступне запитання: "Що потрібно зробити, щоб дешеві кошти стали доступними для всіх добросовісних представників бізнесу з реального сектору економіки?". На думку автора, без активної участі держави тут не обійтись. Для того, щоб банки почали кредитувати мілкий, середній та крупний бізнес за низькими ставками, держава повинна виступити гарантом виконання всіх взятих на себе зобов'язань сторонами кредитної угоди. Повинні бути створені реальні механізми швидкої компенсації втрачених коштів як банками, так і їх клієнтами. По-друге, в результаті забезпечення реального сектору дешевими грошима, відбудеться реальне зростання ВВП, зокрема за

**Таблиця 5. Динаміка ринкових відсоткових ставок кредиту на міжбанківському ринку, у % річних<sup>1</sup>**

рік	Ринкова відсоткова ставка, % річних (міжбанківський ринок)									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Євразія	3,98	3,78	0,7	0,48	0,82	0,06	0,05	0,05	-0,24	-0,44
США	5,02	1,93	0,16	0,18	0,1	0,14	0,11	0,09	0,13	0,38
Великобританія	5,67	4,68	0,53	0,48	0,52	0,48	0,45	0,41	0,39	0,43
Японія	0,47	0,46	0,11	0,09	0,08	0,08	0,07	0,07	-	0
Швейцарія	2	0,01	0,05	0,04	0,07	-0,02	0,01	-2	-1	-1,75
Ізраїль	4	2,5	1	2	2,75	2	1	0,25	0,1	0,1
Україна	2,27	13,71	12,64	3,42	7,11	12,15	4,5	12,81	21,88	15,57

<sup>1</sup> За даними МВФ.

рахунок зростання кількості робочих місць, заробітної плати, продуктивності праці. Потрібно зруйнувати механізм руху грошових коштів:

Центральний банк ↔ комерційний банк

*(кошти не виходять за межі банківської системи, а лише знімаються відсотки, як правило, з державних цінних паперів)*

і перейти до схеми:

Центральний банк → комерційний банк → бізнес  
*(малий, середній, великий)*

або навіть:

Центральний банк ↔ бізнес

*(чим менше посередників, тим дешевші кошти. Сучасні інформаційні технології відкривають нові можливості не лише для комунікацій, а й для управління процесом).*

Тобто максимально дешеві гроші для реального бізнесу, а не для банкірів щоб торгувати фінансовими інструментами (державними облігаціями, валютою, депозитними сертифікатами НБУ, фінансовими векселями, інколи акціями тощо).

А як же розвиток за таких умов ринку цінних паперів і фінансового ринку в цілому?

— розвиток РЦП обов'язково буде і він буде обґрунтованим;

— вартість фінансових активів приблизиться до реальних показників, що зменшить ризик фінансових потрясінь та системних ризиків;

— пріоритетом стане якісне зростання реального сектору економіки, а фінансовий компонент буде обслуговувати економіку;

— у потенційних інвесторів з'явиться можливість вкладати свої кошти в перспективні і надійні фінансові інструменти, забезпечені реальним зростанням, а не номінальним через друкування грошей;

— така політика в майбутньому дасть змогу провести ефективну пенсійну реформу, оскільки з'являться надійні і рентабельні активи для розміщення накопичувальної частини пенсійних грошей;

— ринкове ціноутворення наблизиться до справедливого, оскільки зростання фінансового ринку буде забезпечуватись зростанням реальної економіки;

— значно зросте довіра до фінансового ринку в цілому.

Мова не йде про накладення обмеження на фінансовий ринок, мова про те, щоб учасники фінансового ринку:

— не роздували ціни, а потім різко їх обвалювали, створюючи шоки та негативні наслідки для реальної економіки;

— здійснювали фінансові операції в межах своїх власних ресурсів, а не за рахунок дешевих кредитів (так званого левереджа та непокритої торгівлі) чи клієнтських грошей;

— не створювали фінансові інструменти для прикриття поганих показників діяльності своєї компанії ("сміттєві" фінансові інструменти), щоб потім їх дорого продати менш обізнаним учасникам ринку;

— були націлені, як не дивно це звучить у сучасних умовах, на чесне одержання доходу на фінансових ринках. Звичайно, чесність учасників повинна забезпечуватись сильною рукою держави, зокрема: за рахунок жорстких санкцій за правопорушення; політикою демотивації учасників ринку обійти закон, обліку правопорушників та їх публічного внесення до чорного списку з описом їх правопорушень тощо.

Активна і пасивна модель відсоткових ставок Центрального банку і міжбанківського ринку.

— Якщо центральний банк притримується політики високих ставок — то це притаманно так званій пасивній

**Таблиця 6. Депозитні ставки центробанків та міжбанку, %**

країна/установа	показник	значення, %
Європейський центральний банк (за даними ЄЦБ), вересень 2016	депозитна ставка овернайт (Deposit facility rate), %	-0,4
Федрезерв (за даними Федрезерву), вересень 2016	депозитна ставка овернайт (Term Deposit Facility), %	0,5
Банк Англії (за даними Банку Англії), вересень 2016	депозитна ставка по стерлінгу на 3 місяці (Sterling certificate of deposit rates), у % річних у середньому за квартал	0,4
Японія, міжбанк (за даними МВФ за 2015 р.)	річна депозитна ставка, %	0,41
Швейцарія, міжбанк (за даними МВФ за 2015 р.)	річна депозитна ставка, %	-0,18
Ізраїль, міжбанк (за даними МВФ за 2015 р.)	річна депозитна ставка, %	0,45
Гон Конг (Китай), міжбанк (за даними МВФ за 2015 р.)	річна депозитна ставка, %	0,01
Канада, міжбанк (за даними МВФ за 2015 р.)	річна депозитна ставка, %	0,08
Україна (за даними НБУ), жовтень 2016	відсоткова ставка НБУ по депозитним сертифікатам, %	13

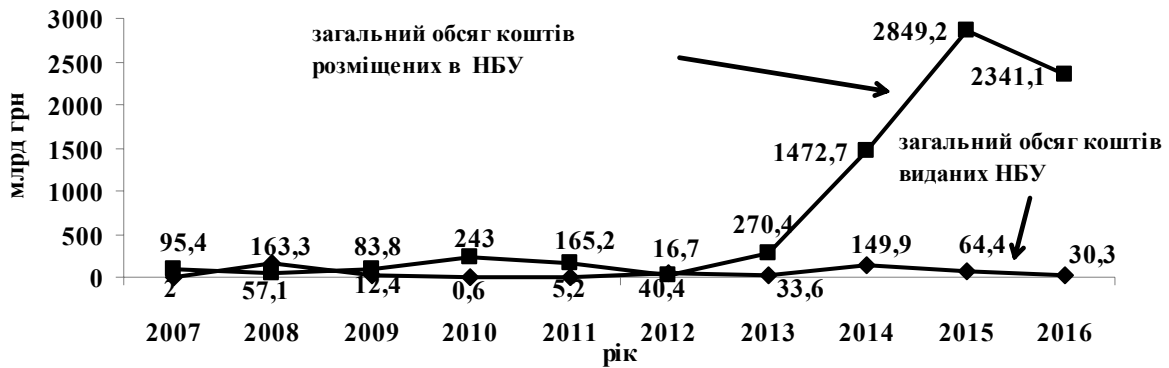


Рис. 2. Рух грошових коштів між НБУ і комерційними банками України за відповідний рік<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Підраховано автором за даними Національного Банку України, на підставі звіту про операції НБУ по регулюванню ліквідності банків.

Таблиця 7. Депозитні відсоткові ставки НБУ

Рік	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Максимальні значення відсоткової ставки по депозитним сертифікатам НБУ за відповідний рік, у % річних										
через постійно діючу лінію рефінансування	10,5	н/д	15	9	6,8	6,8	2	7,5	20	18
шляхом проведення тендеру	8	25	25	9,5	н/д	н/д	6,8	13,5	27	21,22

моделі економічного зростання. Коли депозитні ставки високі, а кредити не доступні (або дорогі). Це призводить не до розвитку реального сектору економіки, а до заробляння відсотків на відсотках. Банки розміщують свої кошти на кореспондентських рахунках в один одного та в центробанку, торгують державними цінними паперами з фіксованим доходом. Бізнес ставиться в скрутне становище і майже весь свій дохід віддає банкам. Така модель руйнує економіку.

— Якщо центробанк притримується політики низьких відсоткових ставок, то він переходить до активної моделі доходу. Це ситуація, за якої доступні кредити, не вигідні депозити. Тобто гроші не зависають в банківській системі, а вимушені йти в бізнес з метою одержання більших прибутків. Така модель сприяє розвитку фінансового ринку в цілому, оскільки капітал стає потрібувати більш ефективних механізмів його перерозподілу, мобільності та рентабельності, а банківський депозит уже задовольнити ці вимоги не в змозі. В такій ситуації економіка оживає.

Для підтвердження вищесказаного наведемо статистичні дані по найбільш розвиненим економікам і порівняємо їх з відповідними даними по Україні (див. табл. 5, 6).

Отже, як видно з вищенаведених таблиць, Україні притаманна пасивна модель відсоткових ставок. Бізнесу перманентно не вистачає коштів для саморозвитку, оскільки вони занадто дорогі. Банкам, у умовах політичної нестабільності краще розміщувати свої кошти в НБУ по 13% (а в 2015 р. ця ставка становила 27%). Тому, якщо подивитись на депозитні відсоткові ставки розвинених країн (табл. 6) і порівняти їх з українськими, то з впевненістю можна сказати, що вітчизняні банкіри зовсім не зацікавлені в кредитуванні економіки (плюс до цього ще додати національні ризики). Гроші обігуються в основних масах

на міжбанківському ринку і до економіки не доходять (див. рис. 2). Таке відчуття, що основною задачею економіки є благополуччя банків та їх операцій. Хоч насправді банки створювались для забезпечення грошовими ресурсами найбільш перспективних галузей реальної економіки.

Рисунок 2 чітко нам показує, що починаючи з 2013 р. іде різкий скачок розміщення коштів комерційними банками в НБУ. І це можна пояснити надзвичайно привабливими відсотковими ставками та зростанням системних ризиків (див. табл. 7).

Ось де криється одна із головних причин (крім впливу курсу долара на гривню) великої інфляції в країні. Дані табл. 6 свідчать про те, що Центральний банк України щедро фінансує певні комерційні банки, даючи їм заробляти великі прибутки не прикладаючи ніяких зусиль. Таких високих депозитних відсоткових ставок центробанку немає в жодній розвиненій країні, це притаманно корумпованим та відсталим економікам. Коли в Україні відсоткова ставка складає 21,22%, а в Єврозоні -0,4%, то виникає логічне запитання: Як ця економіка ще виживає?

Таким чином, без наведення порядку в відсотковій політиці центробанку, без переходу до активної моделі розвитку економіки — не те що можна говорити про розвиток РЦП, а й економіки в цілому. Оскільки нормальний розвиток РЦП повинен йти слідом за розвитком реальної економіки, а не ігнорувати його.

Державні боргові цінні папери як інструмент монетарної політики. Ще одним дуже важливим інструментом монетарної політики центробанків є їх боргові цінні папери. За допомогою яких, регулятор може опосередковано впливати на ліквідність і відповідно на відсоткові ставки по кредитам/депозитам та корпоративним облігаціям (тобто, на вартість залучення грошей для бізнесу).

Таблиця 8. Обсяги торгів борговими цінними паперами України<sup>1</sup>

Рік	2011	2012	2013	2014	2015	Частка обсягу торгів від загального, у % за 2015 р.
Загальний обсяг торгів на РЦП України, млрд грн.	2171,1	2530,9	1677	2331,94	2172,7	100%
Обсяг торгів депозитними сертифікатами, млрд грн.	76,72	13,59	150,77	893,8	1233,1	56,76
Обсяг торгів державним облігаціями, млрд грн.	855,55	1217,1	721,47	688,09	283,36	13,04
Обсяг торгів <i>корпоративними облігаціями</i> , млрд грн.	103,7	124,89	98,87	69,92	53,77	2,47 %

<sup>1</sup> За даними річного звіту НКЦПФР за 2015 р.

Якщо державою ставиться ціль розвитку і підтримки власної економіки, то на перший план виходить питання вартості грошей для бізнесу (малого, середнього, великого). Саме відсоткові ставки по корпоративним облігаціям виступають тим мірилом вартості грошей для бізнесу на ринку боргових цінних паперів країни. А сам ринок корпоративних боргових цінних паперів є альтернативою банківською кредиту. Відомо, що боргові цінні папери розділяються за ступенем надійності, від якого залежить і розмір відсоткової ставки по таким цінним паперам, тобто надійні ЦП — мають найнижчу відсоткову ставку. Найбільш надійним вважаються державні боргові цінні папери, зокрема державні облігації, депозитні сертифікати НБУ. Потім ідуть муніципальні, а за ним аж корпоративні боргові цінні папери. Отже, як бачимо, відсоткова ставка по корпоративним борговим цінним паперам, як правило, буде завжди вища, ніж відсоткові ставки по державним та муніципальним борговим цінним паперам. Тому, коли держава виставляє високі відсоткові ставки по державним борговим цінним паперам, вона відразу збільшує вартість залучення грошей бізнесу через корпоративні облігації. Якщо брати українську економіку, то в таких умовах бізнесу перебиваються всі шляхи до фінансових ресурсів, оскільки вони стають дорогими, а на власні кошти — "далеко не заїдеш" (тобто підприємство не буде інвестувати в розвиток). Відсутність дешевого банківського кредиту, низьких ставок по корпоративним облігаціям, відсутність розвинутого ринку акцій створюють всі умови для розвитку кризи в

економіці країни в ринкових умовах. Для розуміння українських реалій, наведемо деякі параметри вітчизняного боргового ринку цінних паперів.

Отже, як бачимо з таблиці 8, весь обсяг торгів корпоративними облігаціями становить 2,47% від загального обсягу торгів усіма цінними паперами в Україні. Причиною цього, є занадто високі відсоткові ставки, по державним борговим цінним паперам. Це говорить про те, що ринку корпоративних облігацій в країні майже не існує, і відповідно вітчизняні підприємства позбавлені даного виду залучення грошових ресурсів. З іншої сторони, ця таблиця показує, що лівова частка торгів на сьогоднішній день (56,76%) припадає на депозитні сертифікати НБУ, які купують банки. Тобто величезні гроші ніяким чином не задіяні у фінансуванні економіки, а розміщуються в НБУ під великі відсотки (див табл. 7). Таким чином, ми розвиваємо нашу економіку номінально (друкуємо кошти, і видаємо їх вітчизняним банкірам у вигляді відсоткових ставок). Тобто це не розвиток реальної економіки, а створення "красивої статистики", яка нічим не обгрунтована.

Для порівняння наведемо дані по розвиненим країнам, в яких уряд ставить перед собою завдання щодо розвитку економіки (див. табл. 9).

Як бачимо, ситуація суттєво відрізняється від вітчизняної практики. Відсоткові ставки майже нульові. Тобто, і залучення коштів підприємствами вищезазначених країн (табл. 9) буде здійснюватись за низькими відсотковими ставками. Для компаній, що працюють в розвинених країнах, створюються декілька шляхів залучення дешевих коштів: дешеві кредити, низькі ставки по кор-

Таблиця 9. Відсоткові ставки по короткостроковим борговим цінним паперам в розвинених країнах<sup>1</sup>

Країна	Відсоткові ставки по урядовим борговим цінним паперам, терміном до 1-го року, % річних		
	2013	2014	2015
США	0,04	0,05	0,06
Великобританія	0,3	0,38	0,44
Швейцарія	-0,1	-0,13	-1,03
Японія	0,06	-0,01	-0,02
Франція	0,04	0,06	-0,02
Іспанія	1,17	0,39	0,05
Ізраїль	0,88	0,25	0,15
Україна (депозитні ставки НБУ шляхом проведення тендеру, макс. значення за рік)	6,8	13,5	27

<sup>1</sup> За даними МВФ.

**Таблиця 10. Структура вітчизняного біржового ринку цінних паперів за видами фінансових інструментів<sup>1</sup>**

Рік	2011	2012	2013	2014	2015
Загальний обсяг торгівлі цінними паперами, млрд грн.	2171,1	2530,87	1676,97	2331,94	2172,67
Обсяг біржової торгівлі, млрд грн.	235,44	263,67	463,43	619,7	286,21
частка біржового ринку, у % до загального	10,8	10,4	27,6	26,6	13,2
	Частка від обсягу біржової торгівлі в Україні за видами фінансових інструментів, %				
державні облигації	42,1	67,8	74,6	88,1	87,4
корпоративні облигації	9,1	10,0	10,3	5,3	4,7
акції	29,1	8,2	9,7	3,9	1,8
деривативи	10,1	9,4	3,9	1,5	2,0

<sup>1</sup> Підраховано автором за даними річного звіту НКЦПФ за 2015 р.

поративним облигаціям, розвинений і ліквідний ринок акції.

Для розвитку механізму залучення коштів підприємством через розміщення корпоративних облигацій, потрібно створювати ліквідний і прозорий ринок таких інструментів. Прозорість цього ринку можна забезпечити через перехід торгівлю корпоративними облигаціями виключно через біржу. Але, потрібно розуміти, що витрати для учасників таких торгів повинні бути меншими, ніж ті що існують на позабіржовому ринку. Взагалі, за 2015 р. обсяг біржової торгівлі цінними паперами в Україні складав всього 13,2% (або 286,21 млрд грн.) від загального обсягу (2172,67 млрд грн.) торгів. Параметри українського біржового ринку наведено в табл. 10.

З таблиці 10 видно, що на біржовому ринку України торгують в основному державними облигаціями (87,4% у 2015 р.), як правило, банки та фінансові посередники (брокери). В результаті такої торгівлі, кошти залишаються в фінансовій сфері і ніякої ролі у розвитку економіки не відіграють. Отже, як видно з вищенаведеного, фінансовий ринок України, "м'яко кажучи", не розвинений.

## ВИСНОВКИ

Якщо ми хочемо розвивати власну економіку, то основними завданнями (або мандатами за який НБУ буде нести відповідальність) монетарної політики повинні бути: рівень/темпи економічного зростання; зайнятість/рівень безробіття; вартість кредитних грошей; альтернативність залучення коштів на вигідних умовах; продуктивність праці (або фондодідача, ефективність вкладення 1 грн.); купівельна спроможність громадянина; нагляд та регулювання банків; захист прав споживачів фінансових послуг; забезпечення стабільності фінансової системи і попередження системних ризиків на фінансових ринках; забезпечення суспільної довіри до фінансової системи країни.

Як показує світова практика, всі інші завдання такі, як стабільність обмінного курсу, таргетування інфляції, низькі відсоткові ставки є похідними від вищеперерахованих. Обмінний курс, інфляція, відсоткові ставки — це лише інструментарій центрального банку в реалізації монетарної політики, і ніяк не може виступати в ролі його завдань/цілей. Для реалізації такої політики звичайно на базі НБУ потрібно створювати мегарегулятор фінансового ринку країни.

## Література:

1. Офіційний сайт НБУ [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=28704716>
2. Офіційний сайт Федеральної резервної системи США (The Board of Governors of the Federal Reserve System) [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/mission.htm>
3. Офіційний сайт Європейського Центрального Банку (The European Central Bank) [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/ecb-mission/html/index.en.html>
4. Офіційний сайт Банку Японії (The Bank of Japan) [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.boj.or.jp/en/about/outline/index.htm/>
5. Офіційний сайт Банку Англії (The Bank of England) [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bankofengland.co.uk/about/Pages/onemission/default.aspx>
6. Офіційний сайт Ради Директорів Федеральної резервної системи (Board of Governors of the Federal Reserve System) / Federal Reserve Statistical Release [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.federalreserve.gov/econresdata/default.htm>

## References:

1. Official website of The National Bank of Ukraine (2017), available at: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=28704716> (Accessed 10 May 2017).
  2. Official website of The Board of Governors of the Federal Reserve System (2017), available at: <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/mission.htm> (Accessed 10 May 2017).
  3. Official website of The European Central Bank (2017), available at: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/ecb-mission/html/index.en.html> (Accessed 10 May 2017).
  4. Official website of The Bank of Japan (2017), available at: <https://www.boj.or.jp/en/about/outline/index.htm/> (Accessed 10 May 2017).
  5. Official website of The Bank of England (2017), available at: <http://www.bankofengland.co.uk/about/Pages/onemission/default.aspx> (Accessed 10 May 2017).
  6. Official website Board of Governors of the Federal Reserve System (2017), "Federal Reserve Statistical Release", available at: <http://www.federalreserve.gov/econresdata/default.htm> (Accessed 10 May 2017).
- Стаття надійшла до редакції 24.05.2017 р.