

3. Залевська-Шишак А. Д. Важелі державного регулювання природоохоронної діяльності як основа економічної безпеки в Україні. / А. Д. Залевська-Шишак // Стратегічні пріоритети забезпечення економічної безпеки України: зб. матеріалів наукового-практичного круглого столу (27-28 вересня 2012 р., м. Феодосія). – Феодосія: Вид-во "Київський університет ринкових відносин", 2012. –106 с. – С. 58 – 62.

4. Кемпбелл Р. Маконелл, Стенлі Л. Брю. Аналітична економія. Принципи, проблеми і політика. Мікроекономіка. – Л.: "Просвіта", 1999.  
5. Стігліц Дж. Економіка державного сектора. – К.: Основи, 1998. – 854 с.

Надійшла до редколегії 08.10.14

А. Залевская-Шишак, канд. экон. наук, доц.  
Киевский национальный университет имени Тараса Шевченко, Киев, Украина

### ЕКОНОМІЧЕСКАЯ ПРИРОДА И РОЛЬ ПРИРОДОРЕСУРСНЫХ ПЛАТЕЖЕЙ В УСЛОВИЯХ УСТОЙЧИВОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ

*В статье раскрыта сущность и значение природоресурсных платежей в условиях стабильного экономического развития. Рассмотрен механизм использования природоресурсного потенциала Украины. Установлено, что платежи за использование природных ресурсов – важный компонент экономического механизма природопользования. Исследованы особенности действующего законодательства относительно установления платежей за природопользование. Обоснована необходимость создания эффективного институционального обеспечения относительно контроля налоговых органов за платежами по использованию природных ресурсов и их оценка.*

*Ключевые слова: экономическая оценка природных ресурсов, природоресурсные платежи, земельная рента, земельные ресурсы, предложение земли, спрос на землю, дифференциальная рента, энергетическая оценка природных продуктивных сил.*

A. Zalievska-Shyshak, PhD in Economics, Associate Professor  
Taras Shevchenko National University Kyiv, Kyiv, Ukraine

### ECONOMIC NATURE AND THE ROLE OF NATURAL RESOURCES PAYMENTS UNDER SUSTAINABLE ECONOMIC DEVELOPMENT

*The nature and value of natural resources payments under sustainable economic development are revealed. Mechanisms of using of natural resources potential of Ukraine are examined. Payments for use of natural resources is one of the most important components of an economic mechanism of nature management are established. Features of current legislation as to the setting fees for nature management are studied and the necessity of creating an effective institutional support in controlling of tax authorities for the collection of payments for natural resources and their evaluation is proved.*

*Keywords: economic valuation of natural resources, natural resources payments, land rent, land resources, land supply, land demand, differential rent, power valuation of natural productive forces.*

Bulletin of Taras Shevchenko National University of Kyiv. Economics, 2014, 11(164): 33-38

JEL: E21, E52, E58

УДК 336.012.23

А. Ігнатюк, д-р екон. наук, проф.  
Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Київ,  
С. Кульпінський, канд. екон. наук, пров. наук. співроб.  
НДЕІ при Міністерстві економічного розвитку і торгівлі України, Київ

### ЕКСПАНСІЙНА МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА І МОЖЛИВОСТІ ВІДНОВЛЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ЗРОСТАННЯ В УКРАЇНІ

*У статті аналізуються основні інструменти експансійної монетарної політики та її вплив на інвестиційне зростання. Обґрунтовуються можливості трансформації монетарної політики у напрямку активізації інвестиційних процесів, зокрема через запровадження макропруденційних обмежень, розвитку інвестиційних альтернатив для населення та посилення ролі банків з державним капіталом. Пропонуються заходи інвестиційного стимулювання з боку національного банку, разом з Урядом, щодо розподілу емітованих коштів через інструменти монетарної експансії.*

*Ключові слова: інвестиції; монетарна політика; макропруденційне регулювання; державні банки.*

**Вступ.** Девальвація гривні і перехід до вільного курсоутворення у 2014 р. зумовили низку негативних тенденцій для суб'єктів господарювання. Загострення конфлікту на сході України, дефіцит коштів для фінансування галузевих та інфраструктурних проектів і падіння інвестицій в пріоритетній галузі економіки протягом поточного року лише поглибили тенденції економічного спаду. За наявної валютно-курсової нестабільності посилюються негативні очікування суб'єктів господарювання. "Кредитне стиснення" на ринках позикового капіталу при високих відсоткових ставках вартості ресурсів і прискоренні інфляції обумовило зростання системних і систематичних ризиків розвитку економіки.

Очікуване зниження темпів економічного зростання упродовж 2014-2015 рр., падіння інвестицій в основний капітал на 30% за III квартал 2014 р. (до аналогічного періоду попереднього року) та погіршення перспектив подальшого приросту внутрішніх та іноземних інвестицій обумовлюють вироблення нових стратегічних пріоритетів взаємодії регулятивних органів з питань підтримки інвестиційного процесу монетарними методами. Рекордний приріст портфелю ОВДП Національним банком України у 2014 р., який перевищив 130 млрд грн. за

10 міс. року при інвестиційній стагнації і погіршенні фінансової дисципліни, свідчить про низьку ефективність трансмісійного механізму емітованих коштів в довгострокові інвестиції. Ріст грошової маси у попередні роки через викуп ОВДП центральним банком також не мав впливу на інвестиційну експансію.

За таких умов зростає необхідність індикативного втручання Уряду країни у процеси перетоку капіталів, забезпечення збільшення обсягів надходження фінансових ресурсів у галузі промисловості та пріоритетні інвестиційно-інноваційні проекти.

Об'єктом дослідження є механізми та інструменти стимулювання інвестиційного розвитку економіки, предметом дослідження є методи запровадження монетарної підтримки інвестиційних проектів через експансійну монетарну політику.

**Огляд літератури.** Дослідження взаємозв'язку макроекономічних і монетарних показників показали, що зміни у грошовій масі чинять сильний та швидкий вплив на динаміку реального ВВП та інфляційні процеси, а це в свою чергу справляє значний вплив на розвиток високотехнологічних галузей [1]. Монетарна політика також розглядається як інструмент підвищен-

ня конкурентоспроможності, зокрема через політику девальвації грошової одиниці, зниження процентних ставок, нарощування кредитування та зниження інфляційних очікувань [2]. С.В.Науменкова наголошує на тісній координації грошово-кредитної та бюджетно-податкової політики в рамках реалізації єдиної політики держави, що сприятиме цінній, фінансовій та макроекономічній стабільності [3]. Комплекс заходів, який має досягатися для інвестиційного зростання, безінфляційного наповнення економіки грошима, підвищення конкурентоздатності економіки через підвищення інноваційних розробок та підтримання внутрішнього попиту при мінімізації використання фінансових ресурсів у спекулятивних цілях, передбачає залучення широкого спектру інструментів. Однак всі з них можна віднести тієї чи іншою мірою до монетарного регулювання.

Ряд досліджень доводить, що експансійна монетарна політика лише підтримує так звані "бульбашки" на ринку нерухомості, тобто нестримний ріст цін, який в кінцевому рахунку веде до рецесії [4]. Серед вітчизняних дослідників дане явище було розглянуто В.Шевчуком, який серед причинно-наслідкових механізмів на ринку нерухомості в Україні відзначив надмірну пропозицію грошової маси з боку НБУ, недостатню пропозицію на ринку житла та існування "інвестиційних сигналів" певних груп [5]. Автор рекомендує застосування суто фіскального інструменту – прогресивного податку на нерухомість, який має нівелювати монетарні фактори даного зростання. О.Барановський відзначає, що всі спроби подолати бульбашки, які утворилися через наслідок задіяння вільних грошей суто монетарними методами, не мали успіху [6]. Серед причин, автор наводить ті обставини, що центробанки провідних країн, досягнувши успіхів у приборканні інфляції, лібералізували свою монетарну політику. Позицію щодо низької відсоткової ставки ФРС протягом тривалого періоду часу, як однієї з головних причин фінансової кризи, було висловлено у багатьох дослідженнях. З 2000 р. дохідності по іпотечним облігаціям були досить привабливими, порівняно з іншими видами облігацій зокрема тому, що ФРС утримував відсоткову ставку на низькому рівні. Інвестиційні банки здійснювали випуски та продаж значних обсягів цих облігацій на ринку і доля тих іпотечних кредитів, що конвертувались в іпотечні облігації зростала стрімким темпом – з 50% у 1995 р. до 80% у 2008 р. [7].

**Методологія дослідження.** Використано методи статистичних порівнянь, групування, кореляційно-регресійного аналізу. Використано дані Держкомстату, НБУ та фінансової звітності окремих банків. При визначенні середніх значень відсоткових ставок використано середньозважені ставки за квартал, вираховані на основі Бюлетеня НБУ.

**Невирішені раніше частини проблеми.** Інвестиційні аспекти монетарної експансії залишаються недостатньо дослідженими як у вітчизняній, так і зарубіжній літературі, оскільки ціла низка дестимулюючих факторів, включаючи високий ступінь ризиків, наявність спекулятивних каналів переотуко коштів та стрибки короткострокових ставок утримують емітовані кошти від довгострокових інвестицій. Окрім того, у таких країнах як США, Японія та країни Єврозони монетарна експансія не викликала відповідного поживавлення інвестиційної динаміки, а лише тимчасово підвищила вартість активів фондового ринку.

**Мета статті.** Обґрунтування можливостей трансформації нинішньої монетарної політики у напрямку сприяння інвестиційному розвитку в умовах дефіциту кредитного ресурсу та високих відсоткових ставок через інструменти монетарної експансії.

**Виклад основного матеріалу.** Виділяють такі основні канали монетарної експансії, як зниження відсоткових ставок і придбання облігацій у портфель центробанку (т.зв. "кількісне пом'якшення"). Утримання низької відсоткової ставки є інструментом експансійної монетарної політики, який може спричинити дисбаланси на фінансових ринках і не обов'язково сприятиме інвестиційній експансії. Однак це залежить від механізму трансмісії емітованих коштів. В роботі, присвяченій ролі низьких відсоткових ставок у виникненні кризових явищ, поняття ставки, яка є нижча за оптимальну, розглядається як фактор сприйняття ризику учасниками фінансових ринків. Її вплив здійснюється через 2 канали: портфельний та забезпеченості активу. Через перший знижується прибуток надійних активів, що змушує фінансових посередників здійснювати пошук більш ризикових вкладень. За меншого обсягу купівлі-продажу облігацій на первинному ринку у фінансових посередників залишається менше забезпечених активів для проведення операцій репо. Звідси канал забезпеченості активу обмежує здатність фінансових посередників вдаватися до більшого ступеня ризиків через ринок угод репо [8]. Автори даного дослідження пропонують розглядати спільне визначення оптимального регулювання капіталу та відсоткових ставок, оскільки регулювання капіталу до певної міри знижує ступінь ризику.

При оцінці монетарної експансії важливим є урахування наявності можливостей для вкладень вільних ресурсів домогосподарствами, підприємствами, пенсійними фондами та іншими учасниками фінансових ринків. Стимули до здійснення диверсифікації вкладень змушують учасників фінансових ринків звертатися на зовнішні ринки. Такі альтернативи як ринок акцій та корпоративних облігацій (через КУА), золото, нерухомість, іноземна валюта присутні в Україні. На фінансових ринках розвинених країн широко представлені такі додаткові альтернативи, як ф'ючерси на товарних ринках, хедж-фонди та ряд фондів спільного інвестування, що спеціалізуються на стратегіях досягнення дохідностей у середньому вищих за фондові індекси. Наявність широкого спектру альтернатив дає змогу зменшення ризиків монетарної експансійної політики як для домогосподарств, так і підприємств, які мають вільні ресурси.

Монетарна експансія у період з 2005-2008 рр. за характером була більшою мірою спричинена припливом іноземного капіталу і відповідним нарощуванням золотовалютних резервів НБУ. Період 2010-2013 рр. характеризувався більш низькими темпами приросту грошових агрегатів, при поступовому скороченні золотовалютних резервів НБУ, збереженні відсоткових ставок на високому рівні і позитивній динаміці депозитів фізичних осіб. Приріст долі останніх до 40% в зобов'язаннях банків, при одночасному погашенні частини зовнішньої заборгованості банків, став наслідком практичної відсутності альтернатив для вкладень: після вагомих втрат вартості заощаджень у вітчизняних КУА в 2008-2009 рр. та падінні на ринку нерухомості депозити і готівкова валюта стали чи не єдиними альтернативами вкладень на фінансових ринках. Поступове підвищення ставки рефінансування НБУ, накопичення валюти домогосподарствами, виникнення дефляційних тенденцій і інвестиційна стагнація частково стали наслідком відсутності альтернатив вкладень заощаджень у посткризовий період.

Потенціал заощаджень є досить високим, але банківські депозити залишаються пріоритетною альтернативою для більшості вкладників. Приріст фінансових активів, зокрема грошових вкладень, заощаджень в цінних паперах та заощаджень в іноземній валюті в 2013 р. складав 8,2% наявного доходу. В грошовій

формі це перевищувало 115 млрд грн., згідно даних Держкомстату. За той же рік ріст депозитного портфелю становив 71,3 млрд грн., згідно даних НБУ, тобто

близько 60% заощаджень були в цій формі. Інші види заощаджень, такі як вкладення в золото чи нерухомість, були в меншості.

**Таблиця 1. Альтернативи вкладень заощаджень і можливості регулювання для розвитку інвестиційних процесів**

Альтернативи вкладень	Ступінь ризику	Можливості розвитку інвестиційних процесів
Ринок акцій та корпоративних облігацій (через КУА)	Висока волатильність ринку акцій, падіння на 60% в 2009 р.; низька ліквідність для ринку облігацій	Підвищення якості рейтингування емітентів; випуски державних інвестиційних облігацій
Золото (як актив)	Залежність від тенденцій долару США, глобальних ризиків	Використання золотовалютних резервів як гарантії при запровадженні стратегічно важливих інвестиційних проектів
Нерухомість	Прив'язка до долару США, падіння на 30% в 2009 р.	Макропроденційні обмеження
Іноземна валюта	Низький	Запровадження податку на певні обсяги купівлі; випуски державних інвестиційних облігацій, деномінованих у валюті; помірна прогнозована девальвація
Банківські депозити	Фонд гарантування вкладів; випадки банкрутств	Фіксація курсу гривні (помірна прогнозована девальвація), використання довгострокових депозитів державними банками в інвестиційних проектах
ОВДП для населення	Відсутність випадків дефолтів	Випуски державних інвестиційних облігацій

\* Джерело: складено на основі аналізу учасників ринку фінансового посередництва в Україні і пропозицій щодо його регулювання

Частка заощаджень по відношенню до наявного доходу в окремі роки досягала 10-11%, саме у періоди тривалої валютно-курсової стабільності. З урахуванням річного рівня витрат на рівні 1,25 трлн грн. у 2013 р., доведення рівня заощаджень до більш високого значення, до 15%, як у 2010 р., могло б принести

додаткових потенційних інвестиційних ресурсів в обсязі 65-75 млрд грн. на рік. (Рис.1). Перераховані у Таб.1 альтернативи вкладень ресурсів для населення доводять наявність можливостей застосування регулятивних заходів на фінансовому ринку для розвитку інвестиційних процесів.



**Рис.1. Наявний дохід, заощадження і потенціал додаткового приросту фінансових активів населення, млрд. грн.**

Джерело: складено авторами на базі даних Держкомстату

Ринок акцій та корпоративних облігацій так і не досяг поживлення, притаманного йому у 2006-2008 рр. і перебуває у стані стагнації. Для поліпшення інвестиційних можливостей використання вільного ресурсу з боку органів регулювання в першу чергу необхідне забезпечення гарантій приватних інвестицій у проекти, започатковані державою, або за її підтримки. Задля цього необхідне підвищення якості рейтингування емітентів з акцентом на галузеві та циклічні фактори, запрова-

дження випусків державних інвестиційних облігацій і створення можливостей їх розміщення серед населення на кшталт "військових облігацій", запропонованих КМУ у квітні 2014 р. [9]. Показовим є досвід Китаю у стимулюванні ринку облігацій. Уряд країни активізував дії у напрямку поживлення ринку боргових цінних паперів. Даний ринок є відносно малим, порівняно з США, де його обсяг (понад 8 трлн дол. США) становить більше половини його ВВП. У Китаї, його обсяг ледве пере-

вищував 10% ВВП за результатами 2013 р. З цією метою, з 2012 р. Комісія з цінних паперів Китайської народної республіки почала розробку нових продуктів для фінансового ринку, включаючи муніципальні облігації. Комісією було складено план надання можливостей малому і середньому бізнесу продавати борг, який відповідав спекулятивному рівню на інших ринках [10]. Згідно намірів Комісії, обертання "сміттєвих" облігацій на ринку дало б змогу провадити адекватну оцінку ризиків від яких можна було відштовхуватися при оцінці інших фінансових інструментів.

Протягом тривалого періоду часу ринок облігацій Китаю служив посередником між державними банками і державними компаніями, Народний банк Китаю давав дозвіл на випуски, державне планове агентство схвалювало випуски інфраструктурних облігацій, які стали основою для програми державного стимулювання економіки в 2009 р. За створення гарантій з боку держави чи випуску інвестиційних чи інфраструктурних облігацій, обсяги інвестицій в Україні могли б знову збільшуватись.

Що стосується нерухомості та придбання іноземної валюти, то дані альтернативи вкладень мають регулюватися з позиції обмеження обсягів вкладень у дані ак-

тиви суто макропруденційними методами (нерухомість) чи податками на купівлю валюти вище певного рівня.

Використання золота як застави чи гарантії при запровадженні урядом стратегічно важливих інвестиційних проектів є доволі ризиковим, особливо зважаючи на низький рівень золотовалютних резервів НБУ. Це можливо лише за умови досягнення ними рівня удвічі або утричі вищого за мінімальний рекомендований МВФ рівень (12 тижнів товарного імпорту), тому дана можливість має розглядатися лише у довгостроковій перспективі.

Нарешті, випуски ОВДП для населення, зокрема деноміновані у валюті, було розпочато у 2011 р., проте широкого поширення вони не набули саме через недостатність гарантій з боку уряду.

З огляду на можливість створення каналів спрямування ресурсів монетарної експансії в інвестиційні процеси через сприяння накопичення фінансових активів населенням, необхідний комплекс заходів щодо залучення певного обсягу даних активів в інвестиційні проекти. Дієвість монетарної експансії має визначатися рівнем реальних відсоткових ставок, тоді як монетарна рестрикція, як правило, веде до підвищення рівня реальних відсоткових ставок (Таб.2).

**Таблиця 2. Характеристики наслідків монетарної експансії/рестрикції для інвестиційного зростання в Україні**

Експансія	Рестрикція
Підвищений попит на валюту	Дефляційні тенденції
Підвищення рівня доларизації	Інвестиційна стагнація
Зниження реальної відсоткової ставки	Збільшення реальних відсоткових ставок
Збільшення випусків боргових зобов'язань	Зростання резервів на окремому рахунку в центробанку
Підвищення обсягів кредитування	Підвищення вкладень у нерухомість, золото та інші активи

*Джерело:* складено авторами

Як показав аналіз заходів монетарної експансії в Україні, при їх здійсненні мають місце такі негативні тенденції, як підвищений попит на іноземну валюту та збільшення рівня доларизації. Протидіяти цьому можливо більш жорсткими заходами щодо валютного ринку.

Високий рівень реальних відсоткових ставок у 2012-2013 рр. підтверджує рестрикційність монетарної політики даного періоду. Загалом, можна констатувати, що монетарна політика НБУ у пост-кризовий період у цілому не була стимулюючою для інвестиційного зростання. Я.Белінська зазначає, що незважаючи на пом'якшення монетарної політики в плані послаблення резервних вимог і зниження облікової ставки, вона не є ефективною у фінансуванні інвестиційних процесів [11]. Серед причин відзначається, що завдання гальмування інфляційних процесів домінує над необхідністю стимулювати інвестиції шляхом зниження процентних ставок. Тобто знаходження компромісу між утриманням низької інфляції та доступністю ресурсу для інвестиційного зростання мало стати завданням НБУ на етапі посткризового розвитку. Сюди додамо завдання, що мали бути вирішені Урядом спільно з НБУ на етапі після початку кризи і які могли б знизити негативні наслідки політичної та економічної кризи 2014 р., зокрема через посилення ефективності інвестиційної складової зростання ВВП:

- утримання низької волатильності обмінного курсу;
- посилення макропруденційних заходів;
- створення каналів розподілу емітованих коштів через державні фінансові установи;
- визначення пріоритетів інвестування в реальний сектор економіки через різноманітні механізми стимулювання.

На прикладі ряду розвинених країн можна дослідити, яким чином монетарні стимули мають вплив на інвестиційний розвиток. Тут особливу роль відіграють

фактори переливу коштів від центрального банку до інвестиційних проектів, або наявність відповідних каналів трансмісії. Так, якщо банки мають достатній стимул до вкладень в державні облігації, тобто якщо дохідність цих інструментів є привабливою для вкладень у них, порівняно з кредитними вкладеннями, то у даному випадку є доцільним втручання центробанку. Воно має спрямовуватися на збільшення обсягів їх викупу в свій портфель з метою подальшого зниження дохідностей і таким чином пошуку банками нових джерел підвищення прибутку. Однак, на практиці, в Україні найбільш розповсюдженими джерелами дохідності для банків після державних облігацій ставали споживче кредитування, іпотечне кредитування, кредитування торгових мереж та валютні операції. Лише за 10 міс. 2014 р. банки одержали дохід від торгових операцій (які включають переважно купівлю-продаж іноземної валюти) на рівні 10,5 млрд грн., що майже в 10 разів вище за аналогічний період попереднього року. В іншому випадку, необхідне державне втручання, причому не лише з боку центробанків, а й з боку органів регулювання економічного розвитку з метою знаходження потенційних джерел економічного зростання.

До каналів ефективного розподілу емітованих коштів і їх спрямування в реальний сектор економіки ми віднесемо наступні:

- державні банки, через які здійснюється розподіл коштів, сек'юритизація активів інвестиційних проектів та контроль за спрямуванням коштів;
- рефінансування недержавних банків по факту виділення коштів в інвестиційні проекти;
- банки розвитку, створені у країнах з високими потребами в стимулюванні внутрішнього виробництва, переважно в країнах, що розвиваються.

Питання посилення ролі державних банків розглядалося у працях вітчизняних дослідників на етапі необхідності їх рекапіталізації. Зокрема Н.Шелудько зауважила, що зменшення державної частки на банківському ринку може привести до обмеження впливу держави на "фінансування пріоритетних напрямів економіки, унеможливить участь державних банків у масштабних ін-

вестиційних проектах державної ваги" [12]. Частка державних банків в загальних активах банківської системи у пост-кризовий період виросла до 20% (станом на 01.06.2014), з усього 12,9% на 01.01.2009 (Рис.2), проте ці установи так і не стали каталізатором інвестиційного розвитку, перейнявши на себе функцію інвесторів в державні облигації.

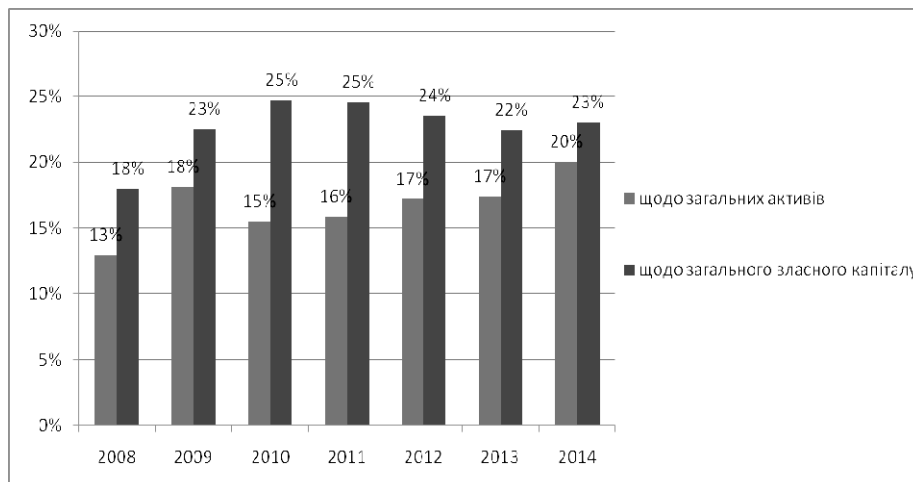


Рис.2. Частка банків з державним капіталом в активах і капіталі банківської системи України

Джерело: розраховано за даними НБУ щодо фінансової звітності банків

Інвестиційний ріст був практично відсутнім, склавши в середньому усього 1,8% в 2010-2013 рр., а річний рівень інфляції в 2014 р. перевищив 18% (на листопад 2014 р.) і це відбувалося за відсутності монетарних стимулів чи будь-якої експансії через механізми монетарного стимулювання. Окрім трансформації банків з державним капіталом, питання створення банку розвитку в Україні розглядалось неодноразово, зокрема у попередніх програмах розвитку економіки. Інші інструменти поживлення інвестиційної діяльності з боку держави також не набули поширення через відсутність законодавчих змін і недостатність заходів монетарної політики саме в стимулюванні довгострокового інвестування. Наприклад, такий інструмент, як сек'юритизація активів інвестиційних проектів є відносно новим поняттям і згадувався у працях фахівців ОЕСР [13]. Окремі аспекти сек'юритизації у вітчизняному банківському секторі розглядалися О.Дзюблюком з позиції збільшення обсягів кредитних операцій та очищення балансів банків від ризикових активів [11]. Даний інструмент міг би бути застосованим в інвестиційних проектах, наприклад пов'язаних з генерацією відновлювальних джерел енергетики. Це було б можливо при задіянні суто монетарних заходів поживлення економіки, а не фіскальних, роль яких залишається домінуючою (субсидії, податкові стимули).

Вплив монетарних заходів стимулювання на загальний номінальний ВВП було досліджено через такий показник, як фінансування інвестицій в основний капітал через банківські кредити, або інвестиційне кредитування, зміну відсоткових ставок, які можуть бути зниженими при рефінансуванні банків при виділенні ними коштів у визначені державою інвестиційні проекти чи рефінансування банків з державним капіталом та загального кредитування юридичних осіб. Було оцінено наступне регресійне рівняння (1).

$$\text{LOG}(\text{GDP\_NOM}) = 4.94 + 0.17 \cdot \text{LOG}(\text{INV\_LEND}) - 0.57 \cdot \text{LOG}(\text{INTER\_MANUF}) + 0.54 \cdot \text{LOG}(\text{CORP\_LOANS})$$

(2,2) (3,5)                      (-2,4)                      (4,22) (1)

$$R^2=0,77 \quad DW = 1,88$$

(у дужках t-статистика)

де, GDP\_NOM номінальний ВВП, INV\_LEND – банківські та інші позики в капітальних інвестиціях, INTER\_MANUF – процентна ставка в секторі обробної промисловості, CORP\_LOANS – кредити юридичним особам.

Статистична вибірка: 2008:1 – 2014:2 (поквартальні дані, 26 спостережень)

Коефіцієнт що виражає вплив інвестиційного кредитування на ВВП у формулі (1) виявився помірним (0,17), що є наслідком низької питомої ваги кредитів в інвестиціях, однак є достатнім для внесення позитивних змін у ВВП при збільшенні витрат спрямованих на стимулювання економіки. Відсоткова ставка в обробній промисловості виявилась досить значимою з негативним коефіцієнтом, що доводить необхідність впливу на неї через монетарні чи інші інструменти. Коефіцієнт щодо кредитів юридичним особам також виявився позитивним і значимим, однак він може виражати високу ступінь впливу споживання на номінальний ВВП, так як вагома частка кредитного портфелю спрямована на кредитування роздрібною торгівлі, кредитування фізичних осіб чи будівництва, що пов'язано з іпотекою.

Початок фінансової кризи 2008 року привернув увагу до вищезгаданого "кількісного пом'якшення", як інструменту монетарної експансії, яке дало поштовх масивній купівлі державних облигацій багатьма центробанками світу, в т.ч. України, де викуп ОВДП Національним банком протягом 2009-2013 рр. перевищив 200 млрд грн, переважно для фінансування дефіциту бюджету. Даний канал трансмісії проявлявся неоднорідно у різних країнах, в залежності від ступеня розвитку фондового ринку і того, наскільки домінують банки в перерозподілі емітованих ресурсів і стимулах банків до вкладення в реальний сектор. Однак беззаперечно одне – він впливав на розвиток реального сектора економіки там, де діяли інші механізми, окрім суто монетарного.

Адже його суть полягає у впливі лише на фінансовий сектор, а потрібні механізми, що формують субканали, які перенаправляють ресурс від: а) придбання держоблігацій банками; б) операцій на міжбанківському ринку; в) фінансування придбання імпорту до: 1) виробничої сфери; 2) придбання іпотечних облігацій чи фінансування іпотечного кредитування.

**Висновки.** Для повноцінного ефекту монетарна експансія повинна мати наслідком інвестиційну експансію, для чого мають достатньою мірою функціонувати канали трансформації випущених в обіг ресурсів. Розрахунки показали вагомий вплив інвестиційного кредитування на номінальний ВВП і вагомий негативний вплив відсоткових ставок, що обумовлює потребу у запровадженні додаткових заходів стимулювання інвестицій в реальний сектор економіки. Фахівці міжнародних фінансових організацій та ряд науковців відзначають необхідність дотримання значення інвестицій в основний капітал у країнах, що розвиваються, на рівні 28-35% ВВП. В Україні дане значення за підсумками 2013 року склало усього 18,1%, тоді як пікове значення на рівні 27,5% було досягнуто в 2007 р. Це можливо лише завдяки створенню відповідних механізмів покриття інвестиційного дефіциту з боку державних фінансових інститутів, зокрема емісійних механізмів з залучення банків з державним капіталом.

Також рекомендується одночасне запровадження таких макропруденційних обмежень, як максимальне відношення кредитів до депозитів, ліміти на придбання валюти банками, обмеження на роздрібне і споживче кредитування та кредитування непродуктивних секторів економіки взагалі.

З метою досягнення сприятливих умов для довгострокових вкладень рекомендується запровадження інвестиційних та інфраструктурних облігацій і відповідне створення гарантії з боку держави для вкладників. Для повноцінного функціонування заходів експансійної монетарної політики рекомендується створення умов для таргетування реальної відсоткової ставки, що сприятиме довгостроковому інвестуванню.

А. Игнатюк, д-р экон. наук, проф.

Киевский национальный университет имени Тараса Шевченко, Киев, Украина,

С. Кульпинский, канд. экон. наук, вед. научн. сотр.

НИЭИ при Министерстве экономического развития и торговли Украины, Киев, Украина

## ЭКСПАНСИОННАЯ МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА

### И ВОЗМОЖНОСТИ ОБНОВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОДЪЕМА В УКРАИНЕ

*В статье анализируются основные инструменты экспансионной монетарной политики и ее влияние на инвестиционный рост. Обосновываются возможности трансформации монетарной политики в направлении активизации инвестиционных процессов, в частности путем введения макропруденциальных ограничений, развития инвестиционных альтернатив для населения и усиление роли банков с государственным капиталом. Предлагаются меры инвестиционного стимулирования со стороны Национального банка, вместе с Правительством, по распределению эмитированных средств через инструменты монетарной экспансии.*

*Ключевые слова: инвестиции; монетарная политика; макропруденциальных регулирования; государственные банки.*

A. Ignatyuk, Doctor of Sciences (Economics) Professor

Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv, Ukraine,

S. Kulpinsky, PhD in Economics, research fellow, Division of Financial and Budgetary Policy

Research Institute under Ministry of Economic Development and Trade of Ukraine, Kyiv, Ukraine

## EXPANSIONARY MONETARY POLICY AND THE OPPORTUNITIES FOR RESURGENCE OF INVESTMENT GROWTH IN UKRAINE

*This article is analyzed the basic tools of the expansionary monetary policy and its impact on investment growth. It is proposed transformation of monetary policy to activate the innovation processes, in particular by introducing macro-prudential limitations of investment alternatives for the population and strengthening the role of banks with state capital. In article is suggested the methods of National bank, together with the Government to stimulate investment by the use of the allocation of funds through the instruments of monetary expansion.*

*Keywords: investment; monetary policy; macroprudential regulation, state-owned banks.*

### Перелік використаних джерел

1. Онищенко, В.О. Дослідження впливу грошово-кредитної політики на макроконтентоспроможність країни / В.О.Онищенко, Ю.С.Довгаль, Т.В.Савченко // Вісник Української академії банківської справи. – 2011. – № 2(31). – С. 7-12.
2. Белінська Я.В., Качур А.В. Монетарні важелі підвищення конкурентоспроможності економіки та виходу на сталу траєкторію економічного зростання // Економічний вісник університету. – 2013. – Вип. 21(1). – С. 190-196.
3. Науменкова С.В. Нові тенденції в механізмі регулювання фінансового сектору // Вісник Національного банку України. – 2011 – №12. – С.4 – 11.
4. Bordo M. D. Expansionary Monetary Policy Can Create Asset Price Booms // Economic policies for the 21st century. – Shadow Open Market Committee, 2012. – 7 p.
5. Шевчук В. Передумови та загрози "перегріву" ринку нерухомості та механізми його врегулювання // Стратегічні пріоритети: Науково-аналітичний щоквартальний збірник. – 11/2006. – №1. – С.118-127.
6. Барановський О.І. Економіка "мильних бульбашок" // Економіка і прогнозування. – 2008. – №4. – С. 45-68.
7. Goodwin N. Macroeconomics in Context, Second Edition. Chapter 15: The Financial Crisis and the Great Recession / N.Goodwin, J.Harris, J.Nelson, B.Roach. – Sharpe, 2008. – p.337-356.
8. Cociuba S. Shukayev M, Ueberfeldt A. Do Low Interest Rates Sow the Seeds of Financial Crises? / S. Cociuba, M. Shukayev, A.Ueberfeldt – Bank of Canada. Working Paper 2011-31. – November 2011. – 54 p.
9. Про випуск облігацій внутрішньої державної позики "Військові облігації": Постанова Кабінету Міністрів України від 01 квітня 2014 року № 101 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://sfs.gov.ua/baneryi/umov-pridbannya-ovdp/obligatsii-vnutr-derjavnoi-poz>
10. China bond market ready for takeoff after bold moves [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bloomberg.com/news/2012-06-11/china-bond-market-ready-for-takeoff-after-bold-moves.html>
11. Белінська Я. Монетарні важелі стимулювання інвестиційних процесів в Україні: Аналітична записка [Електронний ресурс]. – Національний інститут стратегічних досліджень, 2012. – Режим доступу: <http://www.niss.gov.ua/articles/880/3>.
12. Шелудько Н. Проблема капіталізації державних банків України // Економіка і прогнозування : Науково-аналітичний журнал. – 08/2008. – №3. – С.45-60.
13. Policy Responses to the Economic Crisis: Investing in Innovation for Long-term Growth // OECD. – 2009. – June. – 37 p.
14. Дзюблюк, О. Особливості секьюритизації у механізмі управління кредитним ризиком банківської діяльності // Вісник Тернопільського національного економічного університету. – Тернопіль, 2009. – Вип. 2. – С. 45-55.

Надійшла до редколегії 26.10.14