

дальших дослідженнях буде більш детально проаналізовано окремі аспекти економічної ефективності техніко-технологічної складової визначених процесів, адже саме інноваційне удосконалення конструкції сучасних колісних транспортних засобів дозволяє вітчизняним машинобудівним підприємствам отримати своє місце на ринку.

### Список використаних джерел

1. Ареф'єва О.В., Коренков О.В. Управління потенціалом розвитку підприємств: Монографія. – К.: ГРОТ, 2004. – 200 с.
2. Балацкий Е.В. Воспроизводственные аспекты динамики государственного сектора / Е.В. Балацкий, В. Конышев // Экономист. – 2003. – №9. – С. 13–20.
3. Богач Ю.А. Регулювання державного сектору економіки на національному та регіональному рівнях / Ю.А. Богач. – Автореф. к.е.н. – 08.00.03. – ТНЕУ, Тернопіль, 2011. – 21 с.
4. Ганущак Л.М. Шляхи використання зарубіжного досвіду управління інноваційним потенціалом підприємств в Україні / Л.М. Ганущак. Актуальні проблеми економіки. – 2006. – №4. – С. 135–142.
5. Економіка та організація інноваційної діяльності: Навч.-метод. посібник для самост. вивч. дисц. / І.А. Павленко, Н.П. Гончарова, Г.О. Швиданенко. – К.: КНЕУ, 2002. – 150 с.
6. Кирина Л.В., Кузнецова С.А. Стратегия инновационной деятельности предприятия // Формирование механизма управления предприятием в условиях рынка / Под. ред. В.В. Титова. – Новосибирск. 1995.
7. Меркулов М.М. Научно-технологический розвиток: управління інноваціями: монографія / М.М. Меркулов; Одеський національний університет ім. І.І. Мечникова. – Одеса: Фенікс, 2008. – 344 с.
8. Микитюк П.П. Інноваційний менеджмент: Навч. посібник. Тернопіль: Економічна думка, 2006. – 295 с.
9. Проблеми управління інноваційним розвитком підприємств у транзитивній економіці: Монографія / За заг. ред. д.е.н., проф. С.М. Ілляшенка. – Суми: Університетська книга, 2005. – 582 с.
10. Промисловий потенціал України: проблеми та перспективи структурно-інноваційних трансформацій / Відп. ред. Ю.В. Кіндзерський. – К.: Ін-т економіки та прогнозування НАН України, 2007. – 408 с.
11. Рудченко О.Ю. Вдосконалення управління об'єктами державної власності в Україні / О.Ю. Рудченко, О.С. Ємельянов // Формування ринкових відносин в Україні. – 2010. – №3. – С. 150–152.
12. Статистичний щорічник України за 2009 рік / За ред. О.Г. Осаулєнка. – К.: ДП «Інформаційно-аналітичне агентство». – 2010. – 566 с.

С.В. КУЛЬПІНСЬКИЙ,

к.е.н., провідний науковий співробітник відділу фінансово-бюджетної політики, НДЕІ Міністерства економічного розвитку і торгівлі України

## Удосконалення трансмісійного механізму монетарного стимулювання інноваційного розвитку економіки

У статті аналізується ефективність трансмісійного механізму в монетарній політиці та канали спрямування коштів у реальний сектор економіки. Пропонуються шляхи його удосконалення та посилення впливу на окремі сектори і відповідно на регулювання концентрації фінансових ресурсів у цих секторах через державні банки.

**Ключові слова:** макропруденційне регулювання, монетарне стимулювання, інвестиції, банки розвитку.

В статье анализируется эффективность трансмиссионного механизма в монетарной политике и каналы направления средств в реальный сектор экономики. Предлагаются пути его совершенствования и усиления воздействия на отдельные сектора и соответственно на регулирование концентрации финансовых ресурсов в этих секторах через государственные банки.

**Ключевые слова:** макропруденционное регулирование, монетарное стимулирование, инвестиции, банки развития.

*The efficiency of monetary policy transmission mechanism and its channels of money flows to the real economy*

is analyzed. Ways of improving and enhancing its control over certain sectors of economy and accordingly over the concentration of financial resources in these sectors through state-owned banks.

**Keywords:** macroprudential regulation, monetary stimulus, investment, banks of development.

Уповільнення темпів приросту інвестицій в основний капітал у 2011–2013 роках і відповідно низький рівень інновацій на промислових підприємствах вимагають створення механізмів спрямування кредитів на потреби інноваційного розвитку економіки і обмеження каналів спрямування нових емітованих коштів в малопродуктивні операції. Це вимагає дослідження шляхів перетоку кредитних ресурсів і виявлення тих елементів трансмісійного механізму, які потребують обмеження руху грошей в спекулятивні операції та розробки стимулюючих заходів щодо спрямування коштів у інноваційний розвиток пріоритетних секторів економіки.

**Постановка проблеми.** Високі відсоткові ставки, дефіцит довгострокової ліквідності, відсутність довгострокового

## ІННОВАЦІЙНО-ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЛІТИКА

планування інвестицій на підприємствах суттєвою мірою гальмують інноваційний розвиток. Спроби активізації додаткової емісії, спрямованої на підвищення рівня монетизації, ведуть до нарощування кредитного портфелю в малопродуктивні сектори економіки, оскільки трансмісійний механізм не є досконалим у перерозподілі фінансових ресурсів на користь економічного розвитку.

**Аналіз досліджень та публікацій з проблеми.** Дослідженням трансмісійного механізму в монетарній політиці і ступеня його ефективності займалися вітчизняні науковці, зокрема А. Гриценко, В. Геєць, В. Шевчук, А. Вожжов, І. Лук'яненко та багато інших, однак не вирішеним залишається завдання трансформації каналів даного механізму з акцентом на інноваційний розвиток.

**Метою статті** є вироблення пропозицій щодо посилення ролі трансмісійного механізму монетарної політики в кредитуванні інвестиційного розвитку і сприянні інноваціям.

**Виклад основного матеріалу.** Вплив каналів класичного трансмісійного механізму на економічний розвиток діє через фактичні лагові зміни у приватному споживанні, інвестиціях та чистому експорті. Для приватного споживання канали впливу монетарної трансмісії діють через міжчасовий ефект заміщення та «ефект багатства». Для інвестицій – через вартість капіталу, тобто через інвестиційні витрати та показник  $Q$  Тобіна, який представляє відношення оцінки вартості активів підприємства акціонерами до ринкової вартості. Нарешті, для чистого експорту – через обмінний курс [1]. Причому кредитний канал діє через вплив на пропозицію кредиту через інтервенції центробанку на кредитному ринку, банківський канал змін обсягів позик і капіталу і балансовий канал.

Одним зі значимих елементів монетарного регулювання економічного є здатність урядів і зокрема центробанків впливати на окремі сектори, їх інвестиційний розвиток і на ріст цін на певні активи і таким чином на концентрацію фінансових ресурсів в окремих секторах. Поширеною є позиція щодо впливу цін на житло на виценаведений «ефект ба-

гатства», який передбачає, що зростання цін на нерухомість змушує власників відчувати себе більш багатими і відповідно витратити більший обсяг коштів чи брати позики і відповідно збільшувати споживання. Окрім того, значні витрати на будівництво, пов'язані з іпотекою, тягнуть за собою витрати в інших обслуговуючих секторах, зокрема у виробництві предметів домашнього вжитку, будівельних матеріалів, що також підвищує приватне споживання. Колишній голова ФРС Б. Бернанке відзначив, що до тієї міри, поки ціни на нерухомість зростають, споживачі відчують себе багатшими і мають схильність більше витратити, а це забезпечує попит, який необхідний підприємствам для їх бажання наймати робочу силу та здійснювати інвестиції [2].

З даного приводу існує інша позиція і інше емпіричне обґрунтування, яке майже протилежне виценаведеному твердженню. Зростання цін на житло веде до скорочення кредитного портфелю банків на користь зростання пов'язаного з іпотекою і будівництвом кредитування. Тобто тенденція до зростання цін на нерухомість посилює дію такого каналу трансмісійного механізму як перерозподіл капіталу банків. Звідси підприємства мають менший доступ до банківського ресурсу і знижують леверидж та інвестиції. Згідно розрахунків, на кожне стандартне відхилення зростання цін на житло припадає 6,6% падіння інвестування позичальників і 3,3% зниження їх левериджу [3].

Загалом, кредитні канали монетарної політики важко оцінити, на думку багатьох дослідників [1], через недостатньо досліджений вплив обмежувальних і стимулюючих заходів як і ефектів переливу даних каналів на економічне зростання.

Є важливим визначення того, через які механізми можливий вплив на кінцеві показники економічного розвитку. До монетарних механізмів забезпечення фінансування інвестиційного і інноваційного розвитку, які застосовуються в світі і можуть набути поширення в Україні (з боку НБУ та інших державних органів економічного регулювання), відносяться такі (див. табл.).

### Монетарні та макропруденційні інструменти регулювання економічного розвитку

Монетарні інструменти	Макропруденційні інструменти
Політика рефінансування, спрямована на підтримку інвестиційних проектів (з недопущенням спекулятивних операцій на валютному ринку)	Вимоги щодо адекватності капіталу (наявності власних коштів фінансових установ)
Процентна політика (як з боку НБУ, так і органів регулювання секторів економіки, зокрема, фінансування банків, що надають кредити в інноваційну діяльність, субсидювання відсоткових ставок)	Вимоги щодо ліквідності (забезпечення здатності здійснювати розрахунки за своїми зобов'язаннями вчасно та без перебоїв)
Механізм «кількісного пом'якшення», тобто викупу державних облігацій (ОВДП) у портфель НБУ (з відповідним спрямуванням кошти в інвестиційні чи інфраструктурні проекти)	Формування відповідних резервів внаслідок втрати та знецінення активів (задля належного відображення залишкової вартості фінансових активів та оприлюднення такої інформації серед користувачів послуг фінансових установ)
Резервна політика щодо банків	Механізм регулювання та обмеження рівня відсоткових ставок
Валютно-курсова політика (стимулювання експорту через помірну зміну курсової динаміки; відповідно обмеження імпорту (обмеження на кредитування, пов'язане з імпортом) з одночасним недопущенням відтоку депозитів з банків)	Обмеження на кредитування, пов'язане з імпортом

Розроблено автором.

Політика рефінансування та політика кількісного пом'якшення є інструментами прямої емісії коштів центральними банками. Каналами спрямування коштів у даному випадку можуть виступити банки, в яких було викуплено державні цінні папери, державні банки, банки розвитку. Каналами можливих втрат у цьому випадку можуть бути кредитні операції спрямовані на споживання, операції з ресурсом на міжбанківському ринку, державні облігації, валютний ринок.

Сюди входять, з одного боку, інструменти. Однак кожен з інструментів, чи то стимулювання, чи макропруденційні (обмежувальні), має вплив переважно на комерційні банки, чия ефективність залежить від їх чистої відсоткової маржі і відповідно від здатності максимізувати дохідність їх операцій. Останні часто пов'язані з малопродуктивними для економіки операціями, які приносять найбільший дохід у короткий термін. Це стосується споживчого кредитування, кредитування торгівлі, валютних операцій, вкладень в державні облігації. В цьому відношенні роль державних фінансових установ має бути посилена. Це стосується банків з державною власністю та банків розвитку.

Ефективність банків розвитку в інвестиційних проектах залежить не лише від обсягу емітованих грошей, а й від їхнього перерозподілу, поглинання ринком та участі органів економічного регулювання, зокрема міністерств економічного розвитку.

Особлива увага в ряді досліджень приділяється створенню банків розвитку і державним банкам як каталізаторам інвестиційного процесу. На думку С. Глазьева, «потрібний перехід до механізмів довгострокового рефінансування – на два-три, а то і чотири роки. Центробанк, маючи достатній досвід і накопичені інструменти, міг би починати поступово розширювати клірингові механізми рефінансування. Чималу роль в цьому могли б зіграти банки розвитку» [4].

Примітно, що в Росії підтримка інвестиційного розвитку наразі діє шляхом задіяння фіскальних механізмів з урахуванням рекомендацій Мінекономрозвитку. Так, Міністерство економічного розвитку Росії (МЕРР) запропонувало три заходи підтримки малого та середнього бізнесу:

- забезпечення доступу підприємств до довгострокового ресурсу;
- вивільнення державою ніш для малого та середнього бізнесу на конкурентних ринках, зокрема в галузі охорони здоров'я, освіти;
- стимулювання виходу підприємств з неформального сектору економіки. За оцінками МЕР Росії, обсяг підтримки МСП має бути збільшеним до 200 млрд. руб. у 2014–2016 роках, що забезпечить приріст інвестицій в основний капітал цих підприємств на 50%.

Кошти мають бути залучені з таких джерел:

- виділення з федерального бюджету Росії 30 млрд. руб. на створення федерального гарантійного фонду;
- залучення з Фонду національного благоустрою 100 млрд. руб. на правах зворотності.

Комерційні банки беруть зобов'язання видавати кредити МСП за ставкою не більше 10% річних, а МЕРР запропонувало схему сек'юритизації даних активів з метою їх цільового спрямування, тобто в обмін на активи МСП, які перебувають у заставі банків, надається фінансування одного з державних банків, який одержує кошти з перелічених вище джерел [5].

Серед позитивних рис даної схеми можна виділити створення стимулів для банків щодо фінансування проектів реального сектору економіки (оскільки пропозиції щодо них надходять з Мінекономрозвитку), залучення до процесів державних банків, що сприяє посиленню контролю та стимулює їх вкладення в пріоритетні галузі реального сектору.

До негативів даної схеми ми віднесемо:

- суто фіскальні джерела коштів;
- перекладення ризиків на фонд благоустрою.

При цьому Міністерство фінансів РФ не підтримує ідею подовження термінів рефінансування ЦБ та вважає недоцільною зміну політики інвестування коштів суверенних фондів. Такі застереження щодо застосування монетарних інструментів скоріш за все пов'язані з відносно високим річним рівнем інфляції в РФ, який досяг 6,5% у серпні 2013 року.

У будь-якому випадку на даному етапі ряд країн, що розвиваються, вдаються до більш широкого використання державних банків та банків розвитку як інструментів монетарної трансмісії. Так, одна з останніх робіт на тему ефективності монетарної експансії в підвищенні кредитування розглядає роль державних банків у даному процесі [6].

Було доведено, що більша домінантність державних банків на фінансовому ринку сприяє більшому впливу монетарної експансії на ріст кредитування і підвищення інвестицій в основний капітал. Згідно з оцінкою регресії для більш ніж 40 країн авторами було виявлено, що інвестиції в основний капітал та загальне кредитування більшою мірою показують статистичні зміни у бік зростання у відповідь на збільшення монетарної бази у країнах зі значним домінуванням державних банків. Так, 1% збільшення монетарної бази веде (з лагом в один рік) до на 0,3% більшого приросту загального кредитування та на 0,81% більшого приросту інвестицій в основний капітал, ніж в системі, де домінують приватні банки.

Однак є інша позиція з даного приводу [7]. Так, зміна ділового циклу, зокрема запровадження нових технологій, початок їх функціонування і випуск більш конкурентоспроможної продукції може стимулювати сукупний попит, підвищуючи капітальні витрати і відповідно інвестиції, а також споживче кредитування і відповідно споживчі витрати. В цьому випадку роль державних банків відходить на другий план у зв'язку з більшим залученням приватних банків до процесів перерозподілу фінансового ресурсу.

Що стосується України, то після кризи 2008 року, коли частка державних банків шляхом рекапіталізації була поступово доведена до 17,5% з попередніх 12% активів банківського сектору, роль трансмісійних монетарних механізмів посилювалася. Це мало місце саме під час спаду ділового циклу,

## ІННОВАЦІЙНО-ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЛІТИКА

адже фактично, цей період можна вважати циклічним спадом, який Національним бюро економічних досліджень (НБЕР) розглядається як два послідовних квартали падіння ВВП.

В одній з останніх робіт, присвячених ролі державних банків в підвищенні економічного зростання, при аналізі трансмісійного механізму виявився негативний вплив системи, в якій домінують приватні банки, для зростання інвестицій [8]. Так, приріст на 1% монетарної бази передував 0,27% падінню інвестицій в основний капітал у наступний рік у країнах зі 100% приватною банківською системою (у випадку, якщо акції банків торгуються публічно). Це пов'язують з більшою волатильністю економіки з домінуванням приватних банків, порівняно з економічною системою, де домінують державні банки. Однак більш важливий висновок стосується ефективності трансмісійного механізму монетарної політики через державні банки в короткостроковому періоді, тоді як в довгостроковому діапазоні існує ризик «неефективного і неправильного інвестування» і зниження продуктивності, оскільки напрям інвестування вирішується чиновником, часто без визначених критеріїв.

Серед пояснень такого зростання кредитування та інвестицій в системі, де домінують державні банки, може бути лояльність їх керівників, тоді як в іншому випадку існують стимули до підвищення максимізації прибутку банків на певний момент. Так, банківська система країн еврозони у відповідь на монетарне стимулювання у вигляді процентної політики та збільшення рефінансування відреагувала збільшенням обсягів придбання державних облігацій країн – членів цього угруповання. Причому попит збільшився на дер-

жавні облігації проблемних країн, зокрема Іспанії, Португалії, Італії з дохідностями, які перевищували 6% річних і які, як очікувалося, одержать допомогу від ЄЦБ. Це означає необхідність обмеження до певної міри каналу придбання держоблігацій разом з іншими спекулятивними каналами, оскільки значний обсяг емітованої ліквідності спрямовується в малопродуктивні операції, зокрема в державні облігації.

Вивчення ролі державних банків в інвестиційному розвитку показало, що держава може бути зацікавлена в існуванні державних фінансових корпорацій, які забезпечують фінансування секторів, що є неприбутковими з погляду оцінки бізнес-ефективності, але забезпечують високий рівень соціальної віддачі.

Виходячи з вищезазначеного зобразимо графічно – яким чином працює трансмісійний механізм в монетарній політиці, та канали його спрямування в реальний сектор економіки (рис. 1).

Для оцінки потенційного ступеня впливу державних банків та банків розвитку в Україні на інноваційний розвиток виявимо обсяг кредитування, який спрямовується на інвестиційні потреби, оскільки дані установи мають перебрати на себе функції інвестиційного кредитування, яке поки що здійснюється підприємствами з власних коштів. Виходячи з того що частка банківських кредитів у структурі фінансування капітальних інвестицій варіювалася в межах 15–17%, розрахуємо обсяги кредитів які спрямовувалися безпосередньо в інвестиції. Для цього скористаємося даними щодо фінансування капітальних інвестицій за рахунок банківських та інших позик.

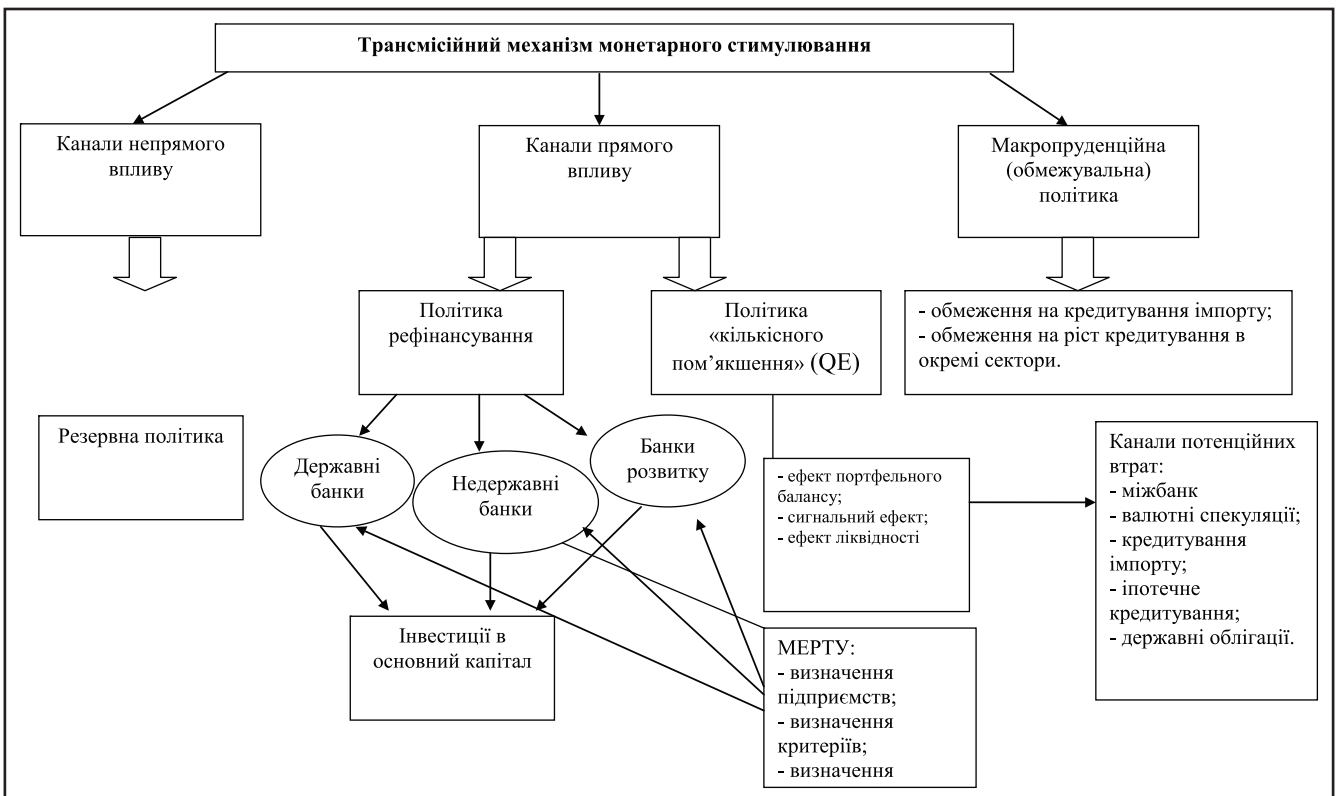


Рисунок 1. Трансмісійний механізм монетарного стимулювання

