

ПРОБЛЕМА НАРОЩЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПОТЕНЦІАЛУ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ В УМОВАХ ПОСИЛЕННЯ БЮДЖЕТНОГО ДИСБАЛАНСУ

THE PROBLEM OF UKRAINIAN ECONOMICS' INVESTMENT CAPITAL AUGMENTATION UNDER THE CONDITIONS OF BUDGET IMBALANCE STRENGTHENING

Сергій ШВЕЦЬ,
кандидат економічних наук,
Інститут економіки та прогнозування
НАН України, Київ



Sergiy SHVETS',
PhD in Economics,
Institute for Economics and Forecasting,
Ukrainian NAS, Kyiv

Посилення бюджетного дисбалансу в Україні набуває все більшого загострення як результат сповільнення економічної динаміки, започатковане у другій половині 2012 року. Зменшення обсягу бюджетних надходжень, запланованих на 2013 рік, стало причиною пошуку додаткових джерел фінансування дефіциту державного бюджету. Враховуючи фактор затягування світової фінансової кризи, а також загострення політичної боротьби у зв'язку з неформальним стартом передвиборчої президентської кампанії 2015 року, підвищуються ризики дестабілізації макроекономічного середовища, що сприятиме подальшому падінню обсягу виробництва. У даному контексті очікування суттєвих вливань іноземних інвестицій в українську економіку можуть виявитися марними, а сподівання на отримання відносно недорогих кредитів від міжнародних фінансових організацій з урахуванням пролонгації відновлення співпраці з МВФ також мають невисокий рівень вірогідності. В умовах, що склалися, для забезпечення виконання основного фінансового документа держава вдається до акумулювання тимчасово вільних грошових ресурсів на внутрішньому ринку переважно шляхом емісії цінних паперів. Найбільш поширеною практикою покриття фіскального дисбалансу у національних умовах фінансування дефіциту бюджету є використання облігацій внутрішньої державної позики.

Другий рік поспіль Національним банком України (НБУ) здійснюється політика дорогих грошей і рефінансування комерційних банків відбувається в досить обмежених обсягах. Комерційним банкам все важче утримувати високу ліквідність на грошовому ринку, що призводить до зростання пропозиції кредитних ресурсів. Зважаючи на рецесію у промисловості, акумулювання додаткових резервів факторів виробництва, у тому числі капітальних, є дієвим заходом протидії вказаному негативному явищу. Використання кредитів як джерела інвестиційного ресурсу економічного зростання для вітчизняних підприємств є порятунком від затягування негативних тенденцій у промисловому виробництві. Падіння ВВП на 1,5% за дев'ять місяців 2013 року є сигналом того для урядового істеблшменту держави, що зволікання з вирішенням проблеми рецесії у промисловості може призвести до незворотних негативних наслідків в економіці загалом вже за результатами роботи поточного року. Тому актуальними на часі є питання пошуку механізмів нарощення інвестиційного потенціалу України в умовах збільшення бюджетного дисбалансу.

Феномен впливу державних запозичень для фінансування бюджетного дефіциту на обсяги і вартість пропозиції кредитних ресурсів в економіці відомий

під назвою ефекту витіснення (англ.: crowding out effect). Аналіз наукових розробок із цієї тематики показує, що у той час як зарубіжні фахівці у роботах над вивченням вказаного ефекту віддають перевагу визначенню кількісної природи зв'язку між факторами, які є причиною зазначеного

економічного явища, вітчизняні науковці здебільшого обмежуються обґрунтуванням теоретико-фундаментальної складової предмету дослідження. Зокрема, В. Зимовець у монографії «Державна фінансова політика економічного розвитку» досить ґрунтовно й детально розкриває природу та подає аналіз ефекту витіснення з урахуванням особливостей реалізації державної фінансової політики в Україні [1]. Цікавими є результати дослідження І. Крючкової, в якому на основі аналізу утворення й розподілу сукупного доходу в розрізі секторів економіки України протягом десятирічної ретроспективи подається аналітична оцінка прямого й опосередкованого впливу державної сфери на процес формування та використання заощаджень в економіці. У роботі підкреслюється вплив державних запозичень шляхом емісії облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) на зростання рівня відсоткових ставок за кредитами/депозитами, що негативно позначається на обсягах інвестицій [2].

Виятком зі встановленої вітчизняної практики проведення досліджень з цієї тематики є робота В. Башко, в якій порушуються питання ймовірної присутності ефекту витіснення на статистичних даних восьми розвинених економік ЄС з визначенням причинно-наслідкового зв'язку та на пряму дії у часі чинників утворення явища з використанням економічних методів моделювання [3]. Також значний внесок у вирішення проблемних питань, пов'язаних із кількісним дослідженням причин та наслідків зростання боргових зобов'язань держави, зроблено Т. Богдан. В останньому дослідженні автора на основі елементарної доказової бази шестирічного періоду проводиться економетричне моделювання

з використанням методу найменших квадратів, рухомого середнього й авто-регресії, що підтверджує присутність в Україні ефекту витіснення банківських кредитів державними запозиченнями [4].

Ефект витіснення набув розвитку в неокласичній теорії, яка пояснює наслідки зростання бюджетних витрат унаслідок збільшення дефіциту активізацією поточного споживання, що в підсумку за умови повної зайнятості призводить до зменшення сукупних заощаджень і через зростання норми процента на позичковий капітал провокує скорочення приватних інвестицій. Діаметрально протилежна точка зору щодо оцінки наслідків збільшення обсягу фінансування дефіциту бюджету належить кейнсіанській школі

У статті розкриваються питання ефекту витіснення державними запозиченнями приватних інвестицій в економіці. За допомогою економетричної доказової бази на даних восьмирічної ретроспективи у короткостроковому аспекті визначено фактори впливу на зміну реальних інвестицій в основний капітал в Україні. Проведено аналіз визначених факторів з деталізацією економічної природи їх утворення та подано пропозиції щодо зменшення негативного впливу державної сфери на формування ринку позичкового капіталу.

The matters of government borrowing effects on supplanting private investment are revealed in the article. The major factors determinations of change in real fixed assets formation in Ukraine are elaborated by means of econometrics using eight-year retrospective analysis in the short term period. The economic aspect of the factors are thoroughly analysed upon a category formation as well as suggestions to reduce a negative public sector impact on a loan market operation.

економіки. Згідно з кейнсіанською теорією розширення сукупного попиту у відповідь на стимулюючу податково-бюджетну політику призводить до пожвавлення укладання економічних угод між суб'єктами господарювання при збереженні прогнозованого рівня майбутніх доходів. Стабільна економічна ситуація на ринку пропозиції факторів виробництва у відповідь на зростання сукупного попиту ангажує бізнес до збільшення обсягу випуску за рахунок створення нових робочих місць і збільшення нагромадження основного капіталу. Такий перебіг подій надає поштовх до зростання інвестиційних витрат підприємств через збільшення норми заощаджень в економіці [5].

Існує також третя незалежна точка зору щодо наслідків зростання бюджетного дефіциту, ідейне втілення якої забезпечили прихильники школи економіки Рікардо. Згідно з теоремою тотожності Барро-Рікардо¹ збільшення обсягу бюджетного споживання у відповідь на зростання дефіциту бюджету позначається у відтермінуванні (частину плачу сьогодні, решту – пізніше) зростання сукупного попиту. В таких умовах реакція суб'єктів господарювання на збільшення бюджетних витрат є неоднозначною і підсвідомо враховує, що наявний результат може бути наслідком зростання рівня оподаткування й негативно позначитися на рівні доходу. Описаний сценарій автоматично накладає обмеження на зростання вартості позичкового капіталу, що залишає суму приватних інвестицій в економіці без зміни протягом визначеного періоду відтермінування.

Аналітичне поле дослідження ефекту витіснення включає проведення економічного аналізу на основі врахування щонайменше чотирьох критеріїв, а саме: короткостроковий і довгостроковий аспекти, а також прямий і опосередкований характер впливу. Розширення або збереження обсягу державних витрат по відношенню до відповідного збереження або скорочення обсягу доходів бюджету призводить до зростання дефіциту бюджету, який потребує пошуку додаткових джерел фінансування. Така стимулююча податково-бюджетна політика через збереження або збільшення обсягу бюджетного дефіциту має два ймовірних наслідки для економіки. Якщо величина додаткових бюджетних витрат стимулює зростання сукупного попиту у більших розмірах, то має місце мультиплікативний ефект впливу. Наслідком такого економічного пожвавлення є зростання обсягу інвестицій, яке має назву інвестиційного акселератора (англ.: investment accelerator). Інший імовірний сценарій реалізації стимулюючої податково-бюджетної політики має місце у разі зростання сукупного попиту в менших розмірах по відношенню до зміни бюджетних витрат. Даний випадок є класичним проявом ефекту витіснення. Поширення вказаного економічного явища відбувається за трьома каналами:

□ вплив на зміну відсоткової ставки позичкового капіталу (англ.: interest rate crowding out);

□ вплив на зміну валютного курсу (англ.: exchange rate crowding out);

□ вплив на зміну структури і змісту капітальних активів підприємств (англ.: portfolio crowding out) [6].

Ефект витіснення через зміну відсоткової ставки полягає у зростанні вартості позичкового капіталу на грошовому ринку у відповідь на збільшення попиту з боку держави на тимчасово вільні грошові ресурси для забезпечення фінансування дефіциту бюджету. Прояв ефекту витіснення через зміну валютного курсу є причинно-наслідковим продовженням дії попереднього ефекту. У відповідь на зростання вартості позичкового капіталу на внутрішньому ринку збільшується пропозиція інвестицій, у тому числі з-за кордону, з метою отримання більших доходів на вкладені кошти. У таких умовах збільшення попиту на національний грошовою одиницю стимулює зростання останньої у ціні по відношенню до іноземних валют, що призводить до здешевлення та зростання обсягу імпорту і, як наслідок, до зміни обмінного курсу.

Ефект витіснення через зміну капітальних активів є наслідком перегляду вагових пріоритетів на фондовому ринку у напрямі надання переваг державним цінним паперам як менш ризикованим похідним фінансовим інструментам. У даному випадку попит на державні цінні папери перевищує попит на позичковий капітал, що спричиняє зменшення відсоткової ставки. Такий розвиток подій стимулює зростання заощаджень, що має невелику отриманий ефект витіснення у перспективі,

яка залежить від терміну обігу і дохідності державних цінних паперів. Якщо останні мають короткостроковий обіг, то ефект заміщення тягнє до впливу на зміну пропозиції грошей у вузькому розумінні, в іншому випадку – заміщення буде відбуватися шляхом звуження пропозиції позичкового капіталу на грошово-кредитному ринку.

Результати сучасних досліджень, спрямованих на отримання практичних оцінок впливу зростання державних запозичень на обсяг пропозиції кредитних ресурсів приватному сектору, можна умовно поділити на два модельних підходи. Згідно з «моделлю диверсифікації ризиків» зростання питомої ваги прогнозованих і надійних державних цінних паперів у портфелі активів фінансових посередників дає можливість проводити більш ризиковані кредитні операції із суб'єктами господарювання реального сектора економіки. На протипагу цьому згідно з «моделлю інертних банків» мотивація збереження фінансовими посередниками відносно менш ризикованих державних інструментів у портфелі активів призводить до скорочення пропозиції позичкового капіталу на грошовому ринку, що не стимулює зростання обсягу інвестицій реального сектора економіки² [7].

Аналітичний матеріал досліджень із тематики з використанням статистичної бази економік країн із різним рівнем розвитку не дає чіткої відповіді на питання щодо присутності ефекту витіснення, так само як і не заперечує можливість існування вказаного явища. У даному контексті цікавим є дослідження впливу бюджетних запозичень на обсяг приватних кредитів, проведене на статистичній базі 60-ти держав, які відносяться до групи країн, що розвиваються, на часовому проміжку 1975–2006 років з використанням економетричного інструментарію одно- і двокрокового методів найменших квадратів, а також узагальненого методу моментів. Результати дослідження підтвердили існування ефекту витіснення в економіках країн, що розвиваються, зокрема, було встановлено, що зростання державного боргу на один долар США призводить до зниження обсягу кредитів, наданих банками приватному сектору, на 1,4 дол. США [8].

Окремо слід зазначити, що характерною особливістю розвитку економік країн, що розвиваються, є недостатній рівень лібералізації банківського сектора і відсутність повної гнучкості відсоткової ставки у відповідь на зміну попиту і пропозиції на тимчасово вільні грошові кошти. Крім того, уряди країн, що розвиваються, зазнають складнощів при використанні обмеженого кола інструментів фіскального стимулювання економіки для збільшення обсягу бюджетних надходжень через загальний низький рівень доходів. Світова тенденція щодо підвищення рівня лібералізації зовнішньої торгівлі також накладає обмеження на використання тарифно-митного інструментарію податкового регулювання для отримання додаткових надходжень до бюджету. Дотримання курсу макроекономічної стабілізації, який притаманний більшості економік країн, що розвиваються, не дозволяє у повній мірі використовувати ще один інструмент збільшення бюджетних доходів – інфляційний податок. Тому основним джерелом забезпечення виконання основного фінансового документа країни для визначеного типу економік залишається збільшення внутрішніх і зовнішніх боргових зобов'язань. Останні аналітичні дослідження оцінки структури утворення боргових зобов'язань країн, що розвиваються, а також країн із ринками, що формуються, показують, що при виборі джерел фінансування дефіциту бюджету все більше наголос зміщується у бік державних запозичень на внутрішньому ринку. У даному контексті актуалізуються питання, пов'язані з наявністю ефекту витіснення, який звужує потенційні можливості підприємств до збільшення обсягу випуску шляхом використання інвестиційного чинника зростання.

Для протидії розглянутому вище ефекту витіснення, зважаючи на українські реалії економічного розвитку, необхідно провести дослідження з метою встановлення дієвих чинників формування інвестицій у короткостроковому аспекті. На відміну від суміжних розробок з даної тематики зарубіжних і вітчизняних фахівців, автором пропонується використати статистичну базу змінних, яка вимірюється у порівняннях цінах, а також провести кількісний аналіз, який базується не на абсолютних значеннях, а враховує зміну показників у часі до попереднього періоду з урахуванням нелінійних зв'язків. У даному

випадку короткостроковий вимір проведення дослідження передбачає квартальний зріз відслідковування ретроспективних часових рядів. Серед численного розмаїття інструментів економетричного аналізу автором обрано метод багатофакторного моделювання як найбільш дієвий засіб оцінки кореляційно-регресійного зв'язку між змінними з урахуванням природи їх утворення.

Проведений аналіз розмаїття факторів, які використовуються у таких дослідженнях, а також інструментальної бази проведення розрахункових економетричних операцій вказують на обов'язкову присутність серед незалежних змінних визначення інвестицій таких показників, як доходу, споживання державного сектора і ставки процента на капітал. Шляхом економетричного моделювання на основі багатофакторного метода автором побудовано нелінійну регресію визначення зміни реального обсягу інвестицій в основний капітал в економіці України протягом 2006–2013 років:

$$\Delta Invest_t = \frac{\Delta SurpIncG_t^{[2,517]} \times \Delta Loan_t^{[4,258]} \times \Delta BudgetExp_t^{[5,066]}}{\Delta CPI_t^{[3,648]} \times \Delta ExchRate_t^{[2,396]}} \quad (1)$$

де: $\Delta Invest_t$ – відношення реального обсягу інвестицій в основний капітал в економіці в поточному кварталі до попереднього (база – постійні ціни 2007 року);

$\Delta SurpIncG_t$ – відношення обсягу валового прибутку, змішаного доходу за системою національних рахунків (СНР) у порівнянних цінах у поточному кварталі до попереднього (база – постійні ціни 2007 року);

$\Delta Loan_t$ – відношення залишків коштів на кінець періоду за кредитами, наданими депозитними корпораціями (крім НБУ) резидентам, у порівнянних цінах у поточному кварталі до попереднього (база – постійні ціни 2007 року);

$\Delta BudgetExp_t$ – відношення витрат і кредитування державного бюджету України за вирахуванням погашення у порівнянних цінах у поточному кварталі до попереднього (база – постійні ціни 2007 року);

ΔCPI_t – відношення індексу споживчих цін (ІСЦ) у поточному кварталі до попереднього (база – постійні ціни 2007 року);

$\Delta ExchRate_t$ – відношення значення офіційного курсу гривні до долара США (середнього за період) у поточному кварталі до попереднього; у квадратних дужках подано значення t-статистики.

Таблиця 1. **Основні економетричні характеристики регресії (1)**
Період: 2006:2-2013:2 (29 спостережень)

Коефіцієнт детермінації (R ²)	0,972	Стандартна похибка регресії (S.E.)	0,123
Статистика Фішера (F)	169,162	Коефіцієнт Дарбіна-Уотсона (DW)	1,886

Джерело: розрахунки автора.

Результати економетричного моделювання показують, що найбільш впливовими факторами визначення зміни інвестицій в основний капітал є: зміна валового прибутку, змішаного доходу (за СНР), зміна залишків коштів на кінець періоду за кредитами, наданими резидентам депозитними корпораціями (крім НБУ), зміна витрат і кредитування державного бюджету України за вирахуванням погашення, зміна індексу споживчих цін і зміна курсу обміну гривні до долара США. Оскільки основним джерелом інвестицій підприємств є власні кошти (більше 60%³ у структурі капітальних інвестицій за джерелами фінансування), то економічно обґрунтованим є присутність у регресії (1) показника зміни валового прибутку, змішаного доходу (за СНР). Також не підлягає сумніву наявність у зазначеному рівнянні показника зміни залишків коштів на кінець періоду за кредитами, наданими резидентам депозитними корпораціями (крім НБУ), адже серед джерел фінансування інвестицій кредитні ресурси становлять близько 20%. Негативний вплив ІСЦ на реальні значення залежної змінної також є очікуваним фактором отриманої регресії, який не суперечить економічній теорії. Наявність показника зміни значення курсу обміну гривні до долара США, який чинить негативний вплив на залежну змінну у рівнянні (1), обумовлена явищем ефекту витіснення через канал зміни валютного курсу.

Присутність у рівнянні (1) такого дієвого чинника впливу на формування інвестиційного ресурсу підприємств, як зміна витрат і кре-

дитування Державного бюджету України за вирахуванням погашення, потребує окремого пояснення. Зростання бюджетних витрат через збільшення обсягу державних запозичень стимулює сукупний попит, задоволення якого мотивує зростання сукупної пропозиції. Одним із ресурсозабезпечуючих факторів зростання сукупної пропозиції є інвестиційні витрати підприємств. Тому збільшення бюджетних витрат позитивно позначається на зростанні обсягу інвестицій в економіці.

Крім того, складовим елементом витрат бюджету є капітальні витрати (близько 10% у структурі витрат державного бюджету України), які характеризуються суттєвими коливаннями, на відміну від іншої складової – поточних витрат. Оскільки покриття поточних витрат, які займають переважну питому вагу Державного бюджету України, зростає в абсолютних значеннях в основному на величину інфляції, то реальна динаміка капітальних витрат майже повністю відтворює динаміку витрат бюджету [9]. Таким чином, показник зміни витрат і кредитування державного бюджету України за вирахуванням погашення у рівнянні (1) є фактором, який поряд із активізацією сукупної пропозиції через сукупний попит визначає вклад капітальних вкладень бюджетного походження у формування зміни інвестицій в основний капітал.

Розрахунок кількісних характеристик отриманої регресії (1) показує, що еластичність зміни реальних інвестицій в основний капітал в економіці по відношенню до зміни ІСЦ демонструє найвищу еластичність, яка становить 2,311. Другим у рейтингу за ступенем впливу фактором на зміну реальних інвестицій в основний капітал в Україні є зміна залишків коштів за кредитами, наданими резидентам депозитними корпораціями (крім НБУ), які вимірюються у порівнянних цінах, коефіцієнт еластичності якого дорівнює 1,413. Тобто кожний додатковий відсоток зростання обсягу наданих кредитів, які вимірюються у порівнянних цінах, перетворюється в Україні майже у півтора відсотка зростання реальних інвестицій. *The every additional rate of credit increase is a matter of 1,5% real investment growth.* Отже, маємо наявність мультиплікативного ефекту впливу кредитних операцій банківського сектора на формування обсягу інвестицій в економіці.

Значення еластичностей зміни реального обсягу інвестицій в основний капітал по відношенню до зміни витрат і кредитування Державного бюджету України за вирахуванням погашення, які вимірюються у порівнянних цінах, а також по відношенню до зміни курсу обміну гривні до долара США є наближеними величинами, які мають протилежний ступінь впливу і становлять відповідно 0,892 і -0,771. Для українських реалій формування зміни реального показника інвестицій в основний капітал маємо компенсаторний механізм дуального впливу на показник зміни бюджетних витрат і валютного курсу. Тобто у разі використання в Україні стимулюючої податково-бюджетної політики, реалізації якої передують зростання валютного курсу на величину, що приблизно дорівнює темпам зростання бюджетних витрат, які вимірюються у порівнянних цінах, збільшення обсягу реальних інвестицій в основний капітал не відбувається. *Under an incentive fiscal policy before the rate of currency exchange increase equal to the budget expenditure growth, the real investment do not change in Ukraine.* Вищевказане накладає суворі обмеження на можливості проведення податково-бюджетного стимулювання сукупного попиту в Україні в умовах високих ризиків девальвації національної грошової одиниці. Тому однією з вимог успішної реалізації заходів уряду щодо активізації розвитку економіки шляхом збільшення бюджетних витрат є прогнозована валютна політика, яка не допускає значних коливань курсу, принаймні зівставних або більших за величину зростання таких витрат.

Найменшу еластичність (0,242) серед інших факторів, які у рівнянні (1) визначають вплив на формування зміни реальних значень інвестицій в основний капітал, має показник зміни валового прибутку, змішаного доходу (за СНР), який вимірюється у порівнянних цінах. У даному випадку для зазначеного показника рівень впливу визначається з лагом, який дорівнює половині року, що фактично є відображенням усередненої по економіці тривалості операційного циклу підприємств і організацій. Невисокий рівень впливу зміни прибутку на зміну інвестування з урахуванням високої питомої ваги власних коштів підприємств у структурі капітальних інвестицій можна пояснити незначними коливаннями

Рис. 1. Динаміка відхилень питомої ваги окремих складових структури капітальних інвестицій за джерелами фінансування від середнього значення за період 2006–2013 років



Джерело: побудовано за даними Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.ukrstat.gov.ua> та розрахунками автора.

показника по відношенню до інших складових зазначеної структури. Проведений аналіз відхилення питомої ваги складових структури капітальних інвестицій за джерелами фінансування від середнього значення за період показує, що показник власних коштів підприємств та організацій характеризується найменшою амплітудою коливань, тоді як кредити банків і кошти бюджету мають значні відхилення з 2009 року (рис. 1).

Результати аналізу капітальних інвестицій за джерелами фінансування показують також кардинальну зміну тенденції до формування вказаних показників, яка суттєво відрізняється у докризовий період від післякризового (рис. 1). До 2008 включно характер зміни питомої ваги складових структури капітальних інвестицій за джерелами фінансування від середнього значення за період був подібний для різних категорій вказаних джерел, тоді як з 2009 року тенденції формування показників мають різнобічний характер. При цьому у періоди, коли фінансування за рахунок коштів бюджету зменшувалося, зростала питома вага кредитів банків та інших позик як джерела утворення інвестицій і навпаки. *Формування структури капітальних інвестицій в Україні за джерелами фінансування має виразний характер прогнозованої (передбачуваної) політики здійснення підприємствами інвестиційних витрат у докризовий період на відміну від післякризового періоду, де спостерігається відсутність спорідненої динаміки зміни вказаних показників. The formation of investment structure by financing sources had a tendency to be commonly predicted with the pre-crisis period unlike a lack of related dynamics of the specified parameters in the post-crisis term in Ukraine.*

Для більш детального аналізу факторів впливу на зміну реальних інвестицій в основний капітал необхідно провести моделювання складових регресії (1) на предмет визначення чинників їх утворення. Моделювання показників зміни ІСЦ і валютного курсу проведено автором у роботі [10], в якій розкрито особливості впливу сектора ЗДУ на процеси курсоутворення й ціноутворення в Україні. Зокрема, серед факторів, які визначають зміну курсу обміну гривні до долара США, крім зміни експорту, привертають увагу показники зміни видатків і кредитування Державного бюджету України за вирахуванням погашення і зміни внутрішнього державного боргу в частині цінних паперів (показники вимірюються у порівняних цінах).

Детальне дослідження факторів впливу на ІСЦ в економіці України протягом 2002–2012 років, яке проведене в роботі [10], підкреслює визначальну роль запозичень держави на внутрішньому ринку шляхом випуску цінних паперів при формуванні грошового агрегату M2, починаючи з другої половини 2009 року. Оскільки зміна пропозиції грошей в економіці є одним із чинників впливу на процес ціноутворення, можна констатувати наявність інфляційного тиску держави під час залучення нових позик для забезпечення фінансування дефіциту бюджету.

Останнім показником визначення зміни реальних інвестицій в основний капітал, який потребує детального дослідження на предмет визначення чинників його формування, є зміна залишків коштів на

кінець періоду за кредитами, наданими депозитними корпораціями (крім НБУ) резидентам, у порівняних цінах. Результати економічного аналізу за допомогою багатофакторного моделювання вказують на присутність сталого статистичного зв'язку між зміною кредитів, депозитів, ставки за кредитами і обсягами випущених в обіг державних цінних паперів:

$$\Delta \text{CreditInd}_t = \frac{\Delta \text{DepositInd}_t^{0,539}}{\Delta \text{RateCredit}_t^{0,066} \times \Delta \text{TBills}_t^{0,165}} \quad (2)$$

де: $\Delta \text{CreditInd}_t$ – відношення обсягу кредитів, наданих у звітному періоді депозитними корпораціями (крім НБУ) нефінансовим корпораціям у порівняних цінах у поточному кварталі до попереднього (база – постійні ціни 2007 року);

$\Delta \text{DepositInd}_t$ – відношення обсягу депозитів, наданих у звітному періоді депозитними корпораціями (крім НБУ) нефінансовим корпораціям, у порівняних цінах у поточному кварталі до попереднього (база – постійні ціни 2007 року);

$\Delta \text{RateCredit}_t$ – відношення середньозваженої у річному обчисленні реальної процентної ставки за кредитами, наданими у звітному періоді депозитними корпораціями (крім НБУ) нефінансовим корпораціям, у поточному кварталі до попереднього (база – постійні ціни 2007 року);

ΔTBills_t – відношення обсягу операцій з розміщення державних цінних паперів на відкритому ринку у поточному кварталі до попереднього (база – постійні ціни 2007 року);

у квадратних дужках подано значення t-статистики.

Таблиця 2. Основні економічні характеристики регресійного рівняння (2)
Період: 2006:3-2013:3 (29 - 8 спостережень,)

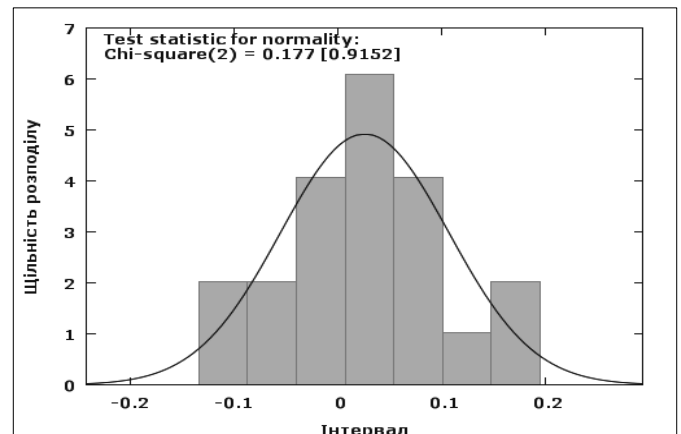
Коефіцієнт детермінації (R ²)	0,811	Стандартна похибка регресії (S.E.)	0,086
Статистика Фішера (F)	25,749		

Джерело: розрахунки автора.

Економічні характеристики нелінійної регресії, які подано у табл. 2, вказують на задовільний рівень вірогідності присутності відібраних показників як незалежних змінних. Для підтвердження цього на рис. 2 показано розподіл похибки розрахунків у залежності між щільністю розподілу й інтервалу значень. Поряд із невеликим зміщенням графіка характер розподілу похибки має ознаки виразного наближення до теоретичної лінії дисперсії. Цей факт підкреслює не випадковість відібраних незалежних змінних рівняння (2), які можуть із задовільним ступенем вірогідності вважатися факторами, що визначають зміну кредитів, наданих депозитними корпораціями нефінансовим корпораціям.

У рівнянні (2) незалежною змінною обрано не загальний обсяг кредитів, наданих депозитними корпораціями резидентам, а лише їх частину, яка належить сектору нефінансових корпорацій. Такий

Рис. 2. Графік розподілу дисперсії залишків регресії (2)



Джерело: розрахунки автора.

Рис. 3. Порівняльна динаміка зміни обсягу та ставки за кредитами, наданими депозитними корпораціями (крім НБУ) сектору нефінансових корпорацій протягом 2007–2013 років



Джерело: побудовано за даними Національного банку України: [Електронний ресурс]. – Доступний з: <<http://bank.gov.ua>> та розрахунками автора.

підхід став результатом проведення економетричного моделювання зміни кредитів в економіці України, який вказує на прийнятність вказаної заміни, адже переважна частина кредитних коштів, наданих резидентам, належить нефінансовим корпораціям (близько 90%). Крім того, проблема затягування рецесії у промисловості змусила автора приділити більше уваги дослідженню сектора нефінансових корпорацій, де промисловість займає переважне місце серед інших видів економічної діяльності.

Присутність у рівнянні (2) зміни депозитів і ставки за кредитами як факторів визначення зміни кредитів не потребує окремого пояснення, оскільки повністю відповідає базовим положенням аналітичної оцінки вказаного явища з позицій економічної теорії. Третій фактор, який враховує сукупність проведених операцій з розміщення державних цінних паперів на відкритому ринку, створюючи при цьому негативний вплив на процес кредитування нефінансових корпорацій, потребує детального економічного обґрунтування.

Проведений у статті теоретичний аналіз виникнення явища ефекту заміщення розкрив передумови, за якими державні запозичення на фондовому ринку починають домінувати над спроможністю фінансових посередників задовольняти попит на тимчасово вільні позичкові ресурси. Переважна частина державних запозичень на внутрішньому ринку України – це державні цінні папери, якщо точніше, то облігації внутрішньої державної позики (ОВДП), номіновані у національній та іноземній валютах. Показник зміни обсягу операцій з розміщення державних цінних паперів на відкритому ринку, який визначає у рівнянні (2) зміну кредитів, наданих у звітному періоді депозитними корпораціями (крім НБУ) нефінансовим корпораціям (показники вимірюються у порівняльних цінах), у практичній площині аналізу засвідчує наявність ефекту заміщення в українській економіці.

Результати кількісного аналізу регресії (2) показують, що практика залучення державних позик для забезпечення фінансування бюджетного дефіциту у вітчизняних реаліях формування кредитного ресурсу як джерела капітальних інвестицій реального сектора перевищує регуляторний вплив ставки за кредитами, яка має врівноважувати попит і пропозицію на тимчасово вільні позичкові кошти. **The national way of budget financing by government borrowing in a domestic reality of credit formation as a creation resource of real sector investment exceeds the regulatory impact of credit rate to balance the supply and demand for loans.** У даному випадку коефіцієнт еластичності зміни кредитів, наданих у звітному періоді депозитними корпораціями (крім НБУ) нефінансовим корпораціям, по відношенню до зміни обсягу операцій з розміщення державних цінних паперів на відкритому ринку перевищує аналогічний показник по відношенню до зміни процентної ставки за кредитами, наданими у звітному періоді депозитними корпораціями (крім НБУ) нефінансовим корпораціям, що становить відповідно 0,165 і 0,06.

У таких умовах при зменшенні ставки за кредитами не відбувається адекватного (як результат зміни попиту і пропозиції кредитних

ресурсів) зростання обсягу кредитних операцій на грошовому ринку України. На рис. 3 видно, що протягом 2007–2008 років коливання темпів зниження ставки за кредитами, наданими комерційними банками сектору нефінансових корпорацій, до відповідного періоду попереднього року в межах -6% річних відповідали темпам приросту обсягу отриманих кредитів зазначеним сектором до відповідного періоду попереднього року на рівні близько 50%. У післякризовий період протягом 2010–2011 років ситуація змінилася: темпам зростання отриманих кредитів нефінансовими корпораціями до відповідного періоду попереднього року на рівні близько 30% відповідали темпи зниження ставки за кредитами, наданими комерційними банками зазначеному сектору, до відповідного періоду попереднього року на рівні близько -20% річних. Протягом 2012–2013 ситуація взагалі залишалася доволі абсурдною, коли динаміка вказаних показників характеризувалася невеликими коливаннями біля нульової позначки. Тільки третій квартал 2013 року нарешті започаткував розширення амплітуди коливань зазначених показників. На жаль, тривалість вказаного явища залишається відкритим питанням з огляду на зростання бюджетного дефіциту наприкінці 2013, який необхідно профінансувати шляхом залучення нових позик.

ВИСНОВКИ

Проведений аналіз факторів впливу на формування обсягу інвестицій в основний капітал показав на виразну роль сектора ЗДУ, який у післякризовий період розвитку економіки України почав домінувати серед позичальників тимчасово вільних грошових ресурсів. Особливості вітчизняного грошового ринку в умовах рестрикційної монетарної політики дають можливість НБУ розширювати пропозицію гривні за рахунок задоволення переважно попиту бюджетної сфери для фінансування дефіциту бюджету, утримуючи при цьому низькі темпи інфляції. Проте така практика перешкоджає, якщо не унеможлиблює забезпечення реального сектора кредитними ресурсами на прийнятних умовах обслуговування. Вартість позичкового капіталу підвищується за рахунок збільшення попиту на тимчасово вільні грошові ресурси з боку держави, що призводить до скорочення обсягів кредитування нефінансових корпорацій.

The clear position of budget sector to be a major loan user in the monetary market of Ukraine in the post-crisis period is determined by a factor analysis of investment formation. The national way of monetary market regulation under restrictive monetary policy make it possible to central bank of Ukraine to enlarge a supply of money to mostly satisfy demand for government borrowing in order to cover a budget deficit, while maintaining a low inflation. The cost of loan is increased by increasing the public demand for temporary available borrowing money making lending resources of non-financial corporations to reduce.

Як показують результати економетричного моделювання зміни реальних інвестицій в основний капітал, державний сектор чинить також опосередкований негативний вплив на формування пропозиції кредитних ресурсів. З одного боку, такий опосередкований вплив відбувається через розширення пропозиції грошової маси, що знижує вартість грошей в економіці, посилюючи інфляційний тиск. З другого боку, державні запозичення прямо пропорційно впливають на зміну валютного курсу, що змінює співвідношення між обсягом іноземної та національної грошової одиниць, і через збільшення пропозиції останньої на грошовому ринку вони підсилюють інфляційні процеси в Україні.

Наявність ефекту заміщення, який передбачає витіснення державними запозиченнями кредитних ресурсів, спрямованих на задоволення інвестиційного попиту реального сектора економіки, провокує підприємства до тимчасового заморожування інвестиційних проектів, що негативно впливає на потенційні можливості останніх розширювати обсяг виробництва. Рецесія у промисловості додає негативного впливу до ефекту заміщення шляхом зменшення пропозиції на товарному ринку і таким чином зменшує попит на інвестиційні ресурси. У зазначених умовах з метою протидії сповільненню економічної динаміки з урахуванням тимчасової неможливості згортання соціальних програм напередодні президентських виборів 2015 року доцільно вжити



заходів щодо диверсифікації джерел фінансування дефіциту бюджету в Україні, для чого необхідно:

□ переорієнтувати основні засади податково-бюджетної політики у напрямі перерозподілу структури витратів на користь капітальних витрат;

□ провести диверсифікацію джерел фінансування бюджетного дисбалансу зі зміщенням акценту у бік залучення коштів на зовнішньому ринку;

□ започаткувати ревізію рестрикційної монетарної політики шляхом збільшення доступу комерційних банків до відносно дешевих грошових ресурсів НБУ через активізацію рефінансування на умовах дотримання вимог щодо використання отриманих коштів для кредитування реального сектора економіки;

□ на етапі підвищення ступеня гнучкості обмінного курсу утримувати амплітуду валютних коливань у межах, які є значно меншими від темпів приросту бюджетних витрат, що дасть можливість протидіяти згортанню інвестиційного ринку у відповідь на помірну девальвацію;

□ враховуючи трансмісійний механізм переносу дії зміни курсу обміну на процес ціноутворення за умови поступової лібералізації монетарної політики, не допускати розширення пропозиції грошової маси понад межі, які перевищують амплітуду валютних коливань;

□ встановити обмеження на використання депозитними корпораціями цінних паперів уряду як засобу здійснення активних операцій, залишаючи при цьому можливість формування за допомогою зазначених фінансових інструментів резервних активів банків;

□ провадити податково-бюджетне стимулювання сукупного попиту за допомогою послідовних заходів, які становлять сутність виключно задекларованих програмних документів уряду і не підвладні дії тимчасового впливу зміни політичної ситуації в країні;

□ для активізації економічного зростання реального сектора економіки шляхом використання інвестиційного ресурсу, одним із джерел утворення якого є кредити комерційних банків, повинна проводитися поміркована політика внутрішніх державних запозичень, що не змінює умови формування попиту та пропозиції на ринку позичкового капіталу.

ПОСИЛАННЯ

¹ Теорема тотожності Барро-Рікардо (англ.: Barro-Ricardo Equivalence Theorem) визначає, що збільшення бюджетних витрат однаково позначається на зміні сукупного попиту незалежно від того, яким чином досягнуто вказаного результату: чи за рахунок підвищення рівня оподаткування, чи шляхом зростання обсягу державних боргових зобов'язань.

² У випадку надлишкової ліквідності комерційних банків «модель інертних банків» може не спрацювати, оскільки задоволення додаткового попиту на позичковий капітал з боку державної сфери буде компенсуватися зменшенням ліквідності фінансових посередників.

³ Див.: Державна служба статистики України, капітальні інвестиції за джерелами фінансування [Електронний ресурс]. – Доступний з: <<http://www.ukrstat.gov.ua>>.

⁴ Національний банк України, грошово-кредитна статистика [Електронний ресурс]. – Доступний з: <<http://www.bank.gov.ua>>.

ЛІТЕРАТУРА

1. Зимовець В. В. Державна фінансова політика економічного розвитку / В. В. Зимовець; НАН України; Ін-т екон. та прогнозув. – К., 2010. – С. 234–249.
2. Крючкова І. Деструктивні зміни в розподілі валового наявного доходу та напрямів державної політики щодо їхнього подолання / І. Крючкова // Економіка і прогнозування; НАН України, Ін-т екон. та прогнозув. – К., 2013. – № 1/2013. – С. 7–26.
3. Башко В. Й. Ефект витіснення: аналіз причинно-наслідкових зв'язків / В. Й. Башко // Економіка і прогнозування, НАН України; Ін-т екон. та прогнозув. – К., 2008. – № 4/2008. – С. 82–96.
4. Богдан Т. Моделювання впливу боргової політики на економічний розвиток України / Т. Богдан, І. Богдан // Вісник Національного банку України. – К., 2013. – № 10/2013. – С. 20–27.
5. Leanne J. Do Budget Deficits Raise Interest Rates? A Survey of the Empirical Literature [Електронний ресурс] / J. Leanne // Working Paper Series No. 0005 – April 1998. – 39 с. – Доступний з: <<http://www.qc-econ-bba.org/RePEc/pdf/0005.pdf>>.
6. Gaber S. Economic implications from deficit finance [Електронний ресурс] / S. Gaber // BERG Working Paper Series No. 69 – January 2010. – 19 с. – Доступний з: <<http://econstor.eu/bitstream/10419/38828/1/617386072.pdf>>.
7. Kustepeli Y. Effectiveness of Fiscal Spending: Crowding out and/or crowding in? [Електронний ресурс] / Y. Kustepeli // Yönetim ve Ekonomi, Celal Bayar Üniversitesi, B. F. MANISA. – 2005. – No. 12/1. – С. 185–192. – Доступний з: <www.princeton.edu/~erp/ERParchives/archivepdfs/M191.pdf>.
8. Emran M., Farazi S. Lazy Banks? Government Borrowing and Private Credit in Developing Countries [Електронний ресурс] / M. Emran, S. Farazi // Institute for International Economic Policy (IIEP), Elliott School of International Affairs. – June 2009. – 33 с. – Доступний з: <http://www.gwu.edu/~iiep/assets/docs/papers/Emran_IIEPWP2009-9.pdf>.
9. Фактори макроекономічної нестабільності в системі моделей економічного розвитку: кол. моногр. / за ред. д-ра екон. наук М. І. Скрипниченко; НАН України, Ін-т екон. та прогнозув. – К., 2012. – С. 258–259.
10. Швець С. Оцінка перспектив підвищення лібералізації валютної політики України у контексті вирішення боргової проблеми / С. Швець // Економіст. – 2013. – № 8 (322). – С. 4–7.

UKRAINIAN JOURNAL ЕКОНОМІСТ

Український журнал
«ЕКОНОМІСТ»
з 2011 року
представлений
у міжнародній економічній
наукометричній
базі RePEc.

У зв'язку
з розширенням
розміщення публікацій
в RePEc з 2013 року
змінюються вимоги
до змісту статей.
Уважно слідкуйте
за інформацією в наступних
номерах журналу і на сайті
<http://ua-ekonomist.com>