

Ю.М. Петрушенко

Макроекономічний механізм впливу фондового ринку на розвиток реального виробництва в трансформаційній економіці: портфельна модель

Взаємозв'язок між виробничими і фінансовими процесами є однією із найактуальніших проблем сучасної економічної науки. В статті проведено системний аналіз формування попиту на реальні і фінансові ресурси. Як методологія дослідження макроекономічних процесів був обраний портфельний підхід, який в основному використовується для аналізу поведінки мікроекономічних суб'єктів. Під час теоретичного аналізу порівнювались думки різних економічних напрямків стосовно предмета дослідження, одержані висновки роблять внесок в подальшу розробку теорії загальної економічної рівноваги.

Сучасні тенденції економічних досліджень характеризуються намаганням не тільки формально виявити зв'язки між елементами досліджуваної системи, але й описати їх за допомогою математичного апарата, збільшити їх практичну цінність. З початку 90-х років, коли в Україні та інших країнах колишнього СРСР вперше виникла потреба не лише в абстрактному дослідженні суті цінних паперів, але і в розробці економічної політики в галузі розвитку фондового ринку, економісти почали звертатися до проблем методологічної бази своїх досліджень і застосовувати різноманітні методи аналізу фінансових ринків, які поширені в західній науці і практиці, пристосовуючи їх до специфіки перехідної економіки.

В сучасній західній інвестиційній теорії існує ряд аналітичних моделей функціонування фондового ринку, але переважна більшість з них стосується оптимізації фінансових інвестицій на цьому ринку. Тобто по суті вони є мікро-, а не макроекономічними. Найбільш відомими є моделі Г. Марковіца (базова модель портфеля цінних паперів), Дж. Тобіна (портфельна модель з урахуванням безризикових активів), В. Шарпа (модель оцінки капітальних активів, або CAPM (Capital Asset Price Model)), модель С. Росса (арбітражна модель, або APM (Arbitrage Pricing Model)), модель Кокса-Росса-Рубінштейна (CRR-модель) [1, 461-462], модель Блека-Шоулса (модель оцінки опціонів).

Адаптація цих моделей до умов трансформаційної економіки передбачає, з одного боку, аналіз впливу факторів, не характерних для розвинутих фінансових ринків (зарегульованість і низька ліквідність ринку, обмеженість фінансових інструментів, відірваність фінансового і реального секторів економіки), а з іншого – розробку гнучких динамічних моделей, які б враховували як специфіку умов економічної діяльності, так і їх наближення до прийнятих в західних країнах.

Як відгук на існуючу практичну необхідність з'явилися перші вітчизняні методики аналізу руху фондових цінностей, сьогодні майже кожна фінансова структура володіє власним арсеналом методів дослідження ринкової ситуації для досягнення вибраних цілей. На нашу думку, заслуговують на увагу пропозиції щодо використання класичної

Петрушенко Юрій Миколайович, кандидат економічних наук, старший викладач кафедри економічної теорії Сумського державного університету.

© Ю.М. Петрушенко, 2005

моделі визначення оптимального портфеля цінних паперів з врахуванням додаткових факторів, які наближують її до реальної ситуації (обмеження за ліквідністю цінних паперів, фінансовою стійкістю емітента, формалізацією переваг інвесторів і т.п.) [2].

Застосування подібного підходу в рамках параметричної моделі оцінки капітальних активів (САРМ – *Capital Asset Pricing Model*) до аналізу тенденцій Українського фондового ринку (червень 1999 року) дозволило нам зробити ряд цікавих висновків [3]: було виявлено нерівноважний стан вітчизняного ринку цінних паперів як наслідок дисбалансу між завищеною “безризиковою” ставкою за ОВДП і низькою середньоринковою доходністю акцій; було спрогнозовано зростання фондових індексів влітку 1999 року; проведені розрахунки показали, незважаючи на те, що в цілому фінансовий ринок слідує тенденціям макроекономічної ситуації в країні, прибутковість цінних паперів українських емітентів підлягає доволі суттєвим коливанням і в значній мірі пов’язана швидше зі специфічними факторами курсоутворення окремих цінних паперів, а не з систематичними факторами, властивими всьому фондовому ринку. **Проведене дослідження виявило значні протиріччя між розвитком національного ринку цінних паперів і класичною теорією конкурентних ринків, специфічність взаємозв’язку між динамікою курсів фондових цінностей і станом реального сектору економіки, виробничими процесами на підприємствах, що обумовлює необхідність вивчення і формалізації цієї проблематики.**

Інвестиційний аналіз на ринку корпоративних цінних паперів ускладнюється ще і тим, що акціонерний ринок України є на сьогодні перш за все ринком прав контролю, і вплив на ціну вартості контролю є одним із основних ціноутворюючих факторів на ринку (вартість контролю входить в ціну кожної акції контрольного пакета) [2, 302]. Без врахування цього і всіх інших вищезазначених аспектів жодна теоретична модель не буде придатною для практичного аналізу ефективності фінансових вкладень.

Першим, хто розширив використання мікроекономічної по суті портфельної теорії на аналіз макроекономічних процесів, був Джеймс Тобін. Досліджуючи економіку США, він приділяв значну увагу проблемам прямих та зворотних зв’язків між відтворенням діючого капіталу і функціонуванням фондового ринку [1, 639]. Його інтереси знаходяться в сфері фундаментальних проблем економіки, де він продовжує традицію класиків, насамперед Кейнса.

В рамках портфельної теорії аналіз попиту на реальні інвестиції з боку власників вільних грошових коштів може бути ототожнений з аналізом попиту на споживчі товари. Як і в звичайній теорії споживчого попиту, попит на реальні інвестиції (як і інші види активів) залежить від трьох основних факторів: (1) загальної суми багатства, яким володіє суспільство в різних формах – як аналог бюджетного обмеження; (2) співвідношення корисності до витрат від даного виду багатства та від інших форм багатства; (3) смаків та переваг власників багатства. Істотна різниця полягає в тому, що на відміну від теорії споживчого попиту корисність від володіння різними видами активів допускає певну можливість виміру, але для цього необхідно враховувати фактор часу. Справа в тому, що деякі активи є величинами запасу (наприклад, гроші), корисність яких визначається здатністю зберігати вартість або можливістю їх швидкого використання. Тоді як корисність інших активів (наприклад, цінні папери) визначається майбутнім грошовим потоком, на який вони дають право.

Варто також зазначити, що в умовах перехідної економіки, яка характеризується високими і специфічними ризиками, корисність якого-небудь активу не може бути

єдиним критерієм вибору. Крім цього, необхідно враховувати показники ризику або надійності.

Структура портфеля буде перебувати в рівноважному стані, коли буде максимізуватися сукупна корисність від володіння різними формами багатства при прийнятному рівні ризику або надійності.

При аналізі форм багатства в перехідній економіці недостатньо обмежуватись тими формами, які були описані вище в стандартній портфельній моделі. Це пов'язано, на наш погляд, з такими факторами:

- перехідна економіка не є економікою з постійними цінами, характерною для неї є інфляційні процеси;
- відносини взаємозамінності і взаємодоповнюваності різних форм багатства є більш складними, ніж в умовах розвинутих ринкових відносин, ці відносини не є постійними і змінюються на різних рівнях трансформації економіки;
- передавальні (трансмисійні) механізми, які виникають при виході системи із стану рівноваги, відрізняються від звичайних ринкових, оскільки останні є ще недостатньо сформованими;
- в умовах недостатнього розвитку нормативних і законодавчих інституцій майже не існує активів, які б характеризувалися однаковими ризиками.

Тому для повного і відповідного аналізу формування реальних інвестицій в перехідній економіці необхідно розглянути такі форми багатства: гроші, валюта, дорогоцінні метали, акції корпорацій, корпоративні облігації, державні облігації, банківські депозити, фізичні фонди довгострокового користування та людський капітал.

Врахування всіх цих форм в структурі портфеля, що вимагає дуже детального аналізу, не є основною метою нашого дослідження, суть якого полягає в можливості **використання механізмів фондового ринку для стимулювання інвестицій в реальний сектор**. Така постановка питання не є повною, але для побудови цільової функції деякі спрощення є необхідними для того, щоб виділити принципові характеристики моделі.

Для обґрунтування саме такої структури наведемо декілька аргументів.

По-перше, валютні кошти, дорогоцінні метали і фізичні фонди довгострокового користування, які тримає як активи приватний сектор, виконують в основному однакові функції – збереження вартості і спекулятивну функцію. Тому в цілому в структурі портфеля вони є відносно взаємозамінними і їх можна замінити одним активом – валютними цінностями – як найбільш доступним і ліквідним.

По-друге, як уже зазначалось, іншим напрямком залучення інвестицій в реальний сектор, крім прямого фінансування, є використання коштів фінансових посередників, в основному інвестиційних банків. Банківські депозити для домогосподарств є альтернативою безпосереднього вкладення коштів в інструменти реального інвестування. Ставка банківських депозитів є елементом опосередкованого зв'язку фондового ринку з реальним сектором економіки.

По-третє, інвестиції в людський капітал ми вважаємо реальними інвестиціями, які підвищують ефективність суспільного виробництва. До характеристики людського капіталу ми відносимо і наявність в перехідному суспільстві ринкових інтервальних інституцій, відповідальна роль у формуванні яких, як уже зазначалось, належить державі. Але оцінка корисності вкладень в людський капітал є дуже складною, особливо в перехідній економіці, тому заслуговує на окреме дослідження.

Попит на реальні інвестиції ми виділяємо як залежну змінну. Цей попит звичайно формується на ділових підприємствах за рахунок власних (нерозподілений прибуток та амортизаційні відрахування) або залучених фондів. В останньому випадку фінансування здійснюється за допомогою банківських позик або фондових інструментів реального інвестування – корпоративних акцій та облігацій.

Але рішення про інвестування в реальне виробництво приймається не на фондовому ринку, а безпосередньо на підприємстві. Багато вчених, що вивчали цю проблематику, вважають деформацію відносин між фінансовим і реальним секторами економіки однією з найважливіших проблем перехідної економіки. Пояснити дане протиріччя, яке стало істотним гальмом ринкових перетворень в перехідній економіці, можна за допомогою портфельного аналізу.

Можливість будь-яких інвестицій перш за все визначається загальною наявністю вільних коштів у підприємств і домогосподарств, які залежать від рівня їх заощаджень.

Дослідження С.В. Волосович показали, що в перехідній економіці зв'язок між заощадженнями і доходами фізичних осіб є надзвичайно тісним. В Україні коефіцієнт кореляції між цими показниками в 1997 році взагалі становив 0,96 [4, 16]. Як наслідок вклади населення як частка ВВП знизилися на кінець 1995 року у понад 40 разів у порівнянні з 1991 роком.

У зв'язку з негативним ефектом багатства зменшився попит на всі його форми, в тому числі і на реальний капітал. Проте ефект багатства – не єдина причина зменшення реальних інвестицій, одночасно з ним діє ефект заміщення реального капіталу іншими видами активів.

Згідно з теорією портфеля власники вільних коштів будуть вкладати їх в реальне виробництво в тому разі, якщо корисність від цих вкладень буде перевищувати корисність існуючих альтернатив. При визначенні корисності кожного виду вкладу в умовах перехідної економіки необхідно враховувати дві його характеристики: реальну дохідність і надійність/ризикованість.

Стосовно мотивів зберігання готівкових грошей, то вище ми вже розглянули аргументи, які пояснюють корисність грошей як активу. Найбільш обговорюваними в науковій літературі причинами є спекулятивний мотив і скорочення трансакційних витрат. Дж. Кейнс вважав невизначеність необхідною умовою, без якої переваг ліквідності стосовно грошей просто не існувало. На думку Харріса, існування трансакційних витрат і різниця між поточними і очікуваними відсотковими ставками (невизначеність) в однаковій мірі пояснюють зберігання грошей [5, 360]. В першому випадку гроші виконують функцію засобу обігу, тоді як у другому – засобу збереження вартості.

Оскільки виконання функції міри вартості припускає і можливість її збереження, то валюта починає виконувати і цю функцію (більшість товарів довгострокового користування оцінюються не в національній грошовій одиниці, а в валюті). Для тіньової економіки, сектор якої в перехідній економіці порівняний з офіційним, долари взагалі стають основним платіжним засобом [6, 339]. Саме відносно валютних цінностей, а не грошей, починає діяти спекулятивний мотив.

В той же час цінні папери, на відміну від валютних цінностей, не стали гідною альтернативою тримання готівкових грошей, особливо це стосується початку трансформаційного періоду. Згідно з дослідженням С.В. Оберемок, **приріст грошової маси в економіці України не призводив до зростання попиту на цінні папери** [7, 6].

На наш погляд, серед головних причин цього слід виділити такі:

Розділ 4 Макроекономічні механізми

- низька заміненість між грошима і цінними паперами спричинена нерозвиненістю ринкових інституцій;
- висока ризикованість вкладень в цінні папери.

Вкладення в облігації та банківські депозити є ще більш ризикованими, оскільки взагалі не мають під собою „гарантії” реального капіталу. Виплати за ними в більшості випадків є недостатніми для компенсації інфляції і пов’язаного з ними ризику. Навіть державні облігації не можна вважати безризиковими, оскільки, як показав досвід України та Росії, і держава може не виконати вчасно своїх зобов’язань (мається на увазі криза ринку ОВДП в серпні-вересні 1998 року) [8, 24].

Що стосується порівняльної характеристики надійності всіх видів активів серед непрофесійних суб’єктів, то аналіз, який провів Ю.Є. Петруня стосовно економіки України, дав такі результати.

Таблиця 1 – Порівняльні оцінки фізичних осіб стосовно інвестування в різні види активів [9, 75]

Визначте найбільш надійний, на ваш погляд, спосіб заощадження	Кількість опитаних, %
А) придбання акцій	3,00
Б) вклади в комерційних банках	0,75
В) придбання іноземної валюти	38,00
Г) придбання нерухомості	45,00
Д) придбання коштовностей	10,50
Е) придбання облігацій	2,25

Таблиця 1 наочно характеризує недовіру населення до інструментів фінансового ринку. Аналізуючи дані цієї таблиці, можна дійти висновку, що **в перехідній економіці найважливішим мотивом формування портфеля є не доходність активів, а захист заощаджень**. В результаті основна маса заощаджень населення знаходиться не на банківських депозитах, або у вигляді вкладів в цінні папери, і навіть не в готівкових грошах, а в іноземній валюті. Причому іноземна валюта заміщує в структурі заощаджень не матеріальні активи (нерухомість), а саме готівку і фінансові інструменти.

Цей висновок підтверджує і дослідження О.З. Ватаманюка, згідно з яким коефіцієнт кореляції Пірсона між темпами зростання вкладів в національній валюті й реальною процентною ставкою за депозитами в 90-х роках в Україні був від’ємним (-0,712), що взагалі суперечить логіці економічних взаємозв’язків [10, 113]. Заради достовірності необхідно відмітити, що застосування такого аналізу до періоду початку економічного зростання в Україні (2000-2002 роки) привело до одержання зовсім іншого результату: зростання реальної процентної ставки в Україні стало вагомим чинником збільшення організованих заощаджень населення. Але цей результат, на наш погляд, тільки підкреслює специфіку перехідної економіки.

Дуже цікавою з точки зору взаємозв’язку між фінансовим ринком і реальним сектором є взаємозв’язок між вкладеннями населення в цінні папери і банківські депозити і динамікою капітальних вкладень. Розрахований нами коефіцієнт кореляції між величиною заощаджень і інвестиціями в фінансові інструменти дорівнює 0,93, а коефіцієнт кореляції між вкладеннями населення в цінні папери і банківські депозити та

Розділ 4 Макроекономічні механізми

динамікою капітальних вкладень становить 0,9, що свідчить про існування між цими величинами відчутного взаємозв'язку.

В той же час, коли вклади населення в фінансові інструменти в перехідний період не відіграють значної ролі у фінансуванні реальних інвестицій, вільні грошові кошти, що знаходяться в валютних заощадженнях, являють собою значний інвестиційний потенціал. За різними підрахунками у населення України на початок 1999 року знаходилось близько 10-15 млрд. дол. Для порівняння, приблизно стільки ж було мобілізовано всією банківською системою України. Перетворити ці кошти на інвестиційні ресурси і є завданням фондового ринку.

В даному контексті за аналогією до *ліквідної пастки* можна запропонувати поняття *валютної пастки*, яка є характерною для перехідної економіки, адже населення вважає за краще тримати кошти не в цінних паперах, які приносять дохід (процент), а в валюті. Але в даному випадку це викликано не очікуванням збільшення відсотків, а низькою реальною доходністю і високими ризиками фінансових вкладень. Валютну пастку можна вважати однією зі складових загальноекономічної *інституціональної пастки*, характерної для перехідної економіки України.

В подібних умовах єдиною альтернативою валютних вкладень стали облігації внутрішньої державної позики (ОВДП), зважаючи на високу доходність і порівняно високу надійність.

В Україні ринок ОВДП розвивається з березня 1995 року, і відтоді його значення як засобу фінансування бюджетного дефіциту стрімко зростало до 1998 року.

В той же час після 1998 року, коли світова фінансова криза призвела до кризи ринку ОВДП, спростувавши ілюзію їх надійності, попит на ОВДП різко зменшився. Але досвід 1995-1998 років показав, що в разі забезпечення надійності фінансових інвестицій ситуація на фондовому ринку може значно поживитись.

Проведений нами аналіз розподілу багатства в перехідній економіці дозволяє зробити висновок стосовно високого ступеня заміненості між готівковими і валютними коштами, наявності заміненості, але відносно менш стійкої між готівкою і ОВДП і відсутності такого зв'язку між грошима та цінними паперами реального сектору.

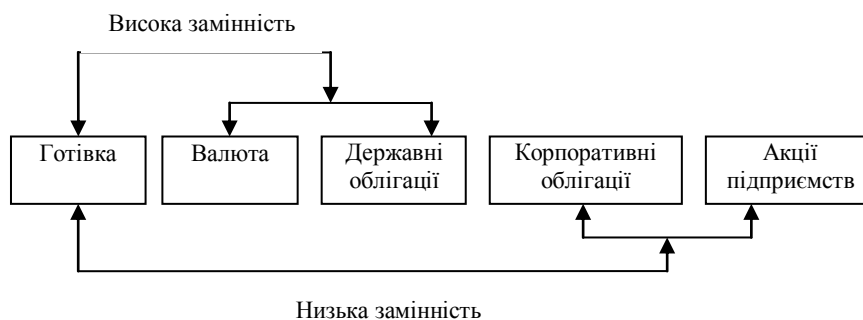


Рисунок 1 – Взаємозамінність активів в умовах перехідної економіки

Даній схемі взаємозалежності активів найбільш відповідає портфельна модель Дж. Тобіна (рис. 2) з тією різницею, що заміненість існує між готівковими і тільки державними коштами, а не корпоративними облігаціями.

Монетаристи, на відміну від кейнсіанців припускають, що ступінь заміщення між коштами і фізичним капіталом дуже високий, а між грошми й облігаціями – відносно низький. Тобін (вважається представником неокейнсіанства) вважає гроші і облігації взаємозамінними між собою (оскільки вони мають однакові (або позитивно корелюючі) ризики), але не замінними з реальним капіталом, оскільки він характеризується іншими ризиками.

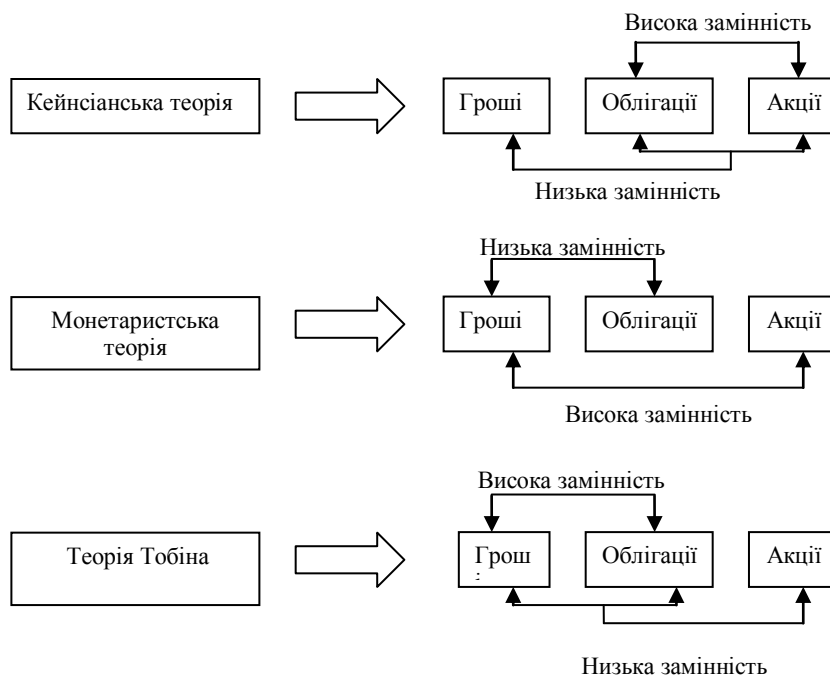


Рисунок 2 – Взаємозамінність активів в кейнсіанській, монетаристській і теорії Тобіна

Низька заміність між грошми і приватними цінними паперами, які в умовах перехідної економіки характеризуються високими ризиками, посилюється також існуючою альтернативою зберігання багатства у вигляді валютних коштів (цю ситуацію ми назвали *валютною пасткою*).

Як уже зазначалося, у моделі Тобіна зміна грошової маси – це не єдиний вид фінансової політики, що впливає на потоки інвестицій і доходу. Тобін пов'язував зміни в реальному секторі не лише з коливаннями грошового попиту, а й зі змінами всієї фінансової сфери, перш за все фондового ринку.

Низька заміність між грошми та інструментами реального сектору економіки ставить під питання ефективність стимулюючої монетарної політики, оскільки збільшення грошової маси не призводить до зростання вкладів в інструменти реального сектору. Дослідження О.М. Грабовського підтверджують цей висновок. В результаті аналізу взаємозв'язку між зростанням грошового агрегату М3 та динамікою реального ВВП було встановлено, що зростання грошової маси протягом кризового

періоду української економіки (1991-1995 роки) взагалі мало негативний вплив на реальний ВВП (коефіцієнт кореляції дорівнює $-0,627$), адже збільшення пропозиції грошей „стимулювало” розвиток інфляційних процесів. Взаємозв'язок між цими показниками у 1995-2001 рр. має вже прямий напрямок, хоча його щільність є дуже низькою (коефіцієнт кореляції склав $0,249$) [11, 32].

Ще один важливий висновок з портфельної моделі полягає в тому, що **відсутність залежності між ринком державних облігацій і виробничими інвестиціями значно збільшує ефективність операцій держави на відкритому ринку, оскільки передавальні механізми, що приводять в дію ефект витіснення приватних інвестицій, є слабкими.**

Відірваність фінансового ринку від реального сектору економіки призводить про порушення нормальних економічних взаємозв'язків. Цей висновок підтверджує дослідження проф. І.Ф. Радіонової, в результаті якого було встановлено існування прямої залежності між кредитними ставками і реальними інвестиціями в основний капітал. Коефіцієнт кореляції між цими величинами, розрахований за період від 1993 до 2000 року, склав для економіки України $0,3$ [12, 4]. І.Ф. Радіонова зробила висновок щодо існування певних підстав для застосування для аналізу ситуації в Україні модифікованої (приспосованої до умов перехідної економіки) моделі *інвестиційної пастки*.

Необхідно відмітити, що модель інвестиційної пастки інтерпретується в межах відомої моделі загальної рівноваги грошового, фінансового і товарного ринків (модель IS-LM) і ґрунтується на тих же кейнсіанських постулатах, що і портфельна модель Тобіна.

Застосування моделі інвестиційної пастки дозволило зробити ряд важливих висновків:

1. В умовах інвестиційної пастки, що властива початковому етапу перетворень перехідних економік, нестача сукупного попиту може компенсуватися за рахунок додаткових державних витрат. Заходи фінансової політики у даному разі виявляються більш ефективними, ніж грошової.

2. Заходи стимулюючої фінансової політики при подоланні наслідків інвестиційної пастки доцільно підкріплювати заходами стимулюючої грошової політики. Необхідною умовою взаємодії є таке їх узгодження, яке б обмежувало інфляційне зростання цін. Деякі спеціалісти вважають, що обвалу корпоративних цінних паперів в Україні у другій половині 1998 року можна було б уникнути, якщо б розширення грошової бази відповідало рівню інфляції ($11-12\%$), тоді як грошова база зросла лише на 3% . Капіталізація фондового ринку в перехідній економіці напряму залежить від рівня монетаризації економіки. На думку Л.А.Кривцуна, капіталізація ринку акцій України не буде перевищувати $10-15\%$, доки монетаризація господарського обігу не досягне хоча б $30-35\%$ ВВП [13, 139].

3. Державний борг як джерело фінансування додаткових витрат є результативним інструментом фінансування порівняно з додатковими витратами за умови, що державні витрати, набувши ознак інвестицій, забезпечують структурні перетворення і зростання ВВП, а витрати з обслуговування боргу не перевищують доходів від державних інвестицій.

Дослідження І.Ф. Радіонової підтверджує правильність зроблених нами висновків щодо пріоритетності інструментів фінансової політики, в цілому і фондової політики зокрема, на початкових етапах розвитку трансформаційних процесів.

Розділ 4 Макроекономічні механізми

Головним висновком, що окреслює перспективи подальших досліджень, є необхідність системного підходу до використання методів грошової та фінансової політики, їх взаємна узгодженість і підтримка, адже без цього, як показує досвід країн з перехідною економікою, не варто очікувати позитивних результатів.

- 1 *Економічна* енциклопедія: У трьох томах/ Редкол.: С.В. Мочерний (відп.ред.) та ін. – К.: Видавничий центр "Академія", 2000. Т. 1. – 864 с.
- 2 *Петрушенко Ю.М.* Методологія інвестиційних оцінок на українському фондовому ринку//Механізм регулювання економіки, економіка природокористування, економіка підприємництва та організація виробництва. – 2001. – №3-4 (2). – С. 297-303.
- 3 *Петрушенко Ю.М.* Використання сучасних методів інвестиційного аналізу на ринку акцій України//Вісник Сумського державного аграрного університету. Серія: Фінанси та кредит. – 1999. – № 1. – С. 87-96.
- 4 *Волосович С.В.* Ринок заощаджень населення в перехідній економіці: Автореф... дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.01.01 – економічна теорія. Київський державний торгово-економічний університет. – Київ, 1997.
- 5 *Харрис Л.* Денежная теория: Пер. с англ. – М.: Прогресс, 1990. – 750 с.
- 6 *Vito Tanzi.* Uses and abuses estimates of the underground economy//The Economic Journal. – 1999. – № 109. – pp. 338-347.
- 7 *Оберемок С.В.* Формування та розвиток фондового ринку в умовах перехідної економіки//Автореф... дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.01.01 – економічна теорія. ХНУ ім. В.Н.Каразіна. – Харків, 1999.
- 8 *Разорить* красиво (хроніка крушення української піраміди ОБГЗ)//Бизнес. – 1999. – № 1-2.
- 9 *Петруня Ю.С.* Індивідуальні інвестори на ринку акцій України: мотиви діяльності//Фінанси України. – 1999. – № 5. – С. 11-18.
- 10 *Ватаманюк О.З.* Процентна ставка як чинник особистих заощаджень//Фінанси України. – 2003. – № 8. – С. 109-120.
- 11 *Грабовський О.М.* Мониторинг монетарних показників України та їхній взаємозв'язок з макроекономічними індикаторами//Актуальні проблеми економіки. – 2003. – № 7 (25). – С. 21-35.
- 12 *Радіонова І.Ф.* Фінансова політика за умов інвестиційної пастки//Фінанси України. – 2001. – № 12. – С. 3-11.
- 13 *Кривцун Л.А.* Вплив монетаризації на розвиток фондового ринку//Фінанси України. – 2001. – № 6. – С. 136-140.

Отримано 28.02.2005 р.

Ю.Н. Петрушенко

**Макроекономический механизм влияния фондового рынка
на развитие реального сектора экономики в трансформационной экономике:
портфельная модель**

Взаимосвязь между производственными и финансовыми процессами является одной из наиболее актуальных проблем современной экономической науки. В статье проведен системный анализ формирования спроса на реальные и финансовые ресурсы. В качестве методологии исследования макроэкономических процессов был избран портфельный подход, который в основном используется для анализа поведения микроэкономических субъектов. В ходе анализа динамики трансформационных процессов были сделаны выводы, которые делают внос в дальнейшую разработку теории общего экономического равновесия.