

МОДЕЛІ ВПЛИВУ МОНЕТАРНОГО ІМПУЛЬСУ НА ЦІНОВУ СТАБІЛЬНІСТЬ

МАКАРЕНКО М., к.е.н., доцент Української академії банківської справи

Грошово-кредитна політика, що проводиться останнім часом в Україні, викликає чимало нарікань з боку господарників, залишається центром дискусій можновладців і науковців. Поряд з проблемою достатності забезпечення економіки грошовою масою чи не найважливішим є питання підтримання макроекономічної цінової стабільності, обумовленої динамікою грошей, що перебувають в обігу.

Серед завдань державної грошово-кредитної політики, юридично закріплених у Законі України "Про Національний банк України", як одне з головних фігурує стримування інфляції та забезпечення стабільності національної грошової одиниці. Грошова й цінова стабільність – два тісно пов'язані між собою макроекономічні параметри, що взаємно обумовлюють динаміку один одного. Найперша функція НБУ, зазначена в статті 6 Закону України – забезпечення усталеності грошей – може бути досягнута лише у разі помірних змін загального рівня цін; і навпаки, виражена грошово-кредитна політика центрального банку держави є необхідною передумовою цінової стабільності.

Однак, утримання динаміки цін у межах помірних інфляційних процесів¹ лише частково залежить від заходів, які застосовує Національний банк у монетарній сфері. Ціни на товари й не факторні послуги діють у реальному секторі економіки, де на їхнє формування впливають суто виробничі чинники. Від фінансового ж сектора в реальний надходять монетарні чи фіскальні імпульси, здатні збурити усталений рівень цін, викликати підвищення темпів інфляції з усіма подальшими негативними наслідками цього процесу.

Зважаючи на багатоаспектність проблеми цінової стабільності, у статті йдеться про сучасний стан і можливості її забезпечення в Україні завдяки здійсненню відповідних монетарних заходів Національним банком. З огляду на часовий фактор береться до уваги період, починаючи з відносної монетарної стабілізації та запровадження в обіг гривні.

Як відомо, із класичної та неокласичної кількісної теорії грошей, зміна грошової маси справляє прямий вплив на загальний рівень цін і його динаміку в короткостроковому періоді. Чи то в рівнянні обміну І. Фішера, чи в кембриджському рівнянні кількісної теорії, гроші функціонально пов'язані з

індексом цін (за умови незмінної швидкості їх обігу та реального обсягу виробництва). "Немає ніякої можливості уникнути висновку, – писав І.Фішер, – що зміна кількості грошей повинна в нормальній ситуації викликати пропорційну зміну рівня цін"¹. Проте, як показала практика, і реальний продукт, і швидкість обігу не залишаються незмінними в результаті монетарної експансії, яка виражається у збільшенні наявної грошової маси. Пізніше вплив останньої на цінову стабільність визнавали як Дж. М. Кейнс і його послідовники, так і великі знавці грошової економіки – монетаристи.

У багатофакторній структурованій моделі економіки Дж. М. Кейнса ефективний попит на товарному ринку значною мірою залежить від грошової маси в обігу, а це, у свою чергу, є вагомим чинником макроекономічної рівноваги. Якщо у стані часткової рівноваги, яка характерна для галузевих ринків, першочерговими чинниками зміни цін на товари є ціни та рівень зайнятості виробничих ресурсів, то на макрорівні вирішальним стає товарний попит як функція від кількості грошей, який взаємодіє із пропозицією, змінюючи або ж граничні витрати виробництва, тобто ціни (за неокласичною теорією), або ж обсяг продукovanого національного доходу².

Реакція цін на зміну грошової маси за Дж. М. Кейнсом неоднакова в різних макроекономічних умовах. На його думку, можливі три варіанти поведінки цін P у відповідь на зростання грошової маси M та ефективного попиту D .

1) У ситуації абсолютно еластичної пропозиції ($\Delta Y / \Delta P \rightarrow Q$) реальний дохід зростає майже при незмінних цінах. Абсолютна еластичність пропозиції зумовлена неповною зайнятістю трудових ($L < L^*$) і капітальних ($K < K^*$) ресурсів під час циклічного спаду, що дає змогу збільшувати реальний національний дохід завдяки підвищенню зайнятості, зберігаючи граничні витрати на незмінному рівні:

$$\Delta M \rightarrow \Delta D \rightarrow (\Delta L, \Delta K) \rightarrow \Delta Y.$$

Принадібно підкреслимо, що цей варіант зростання грошової маси в кейнсіанській моделі є найбільш прийнятним для економічної системи, оскільки інфляційні процеси, блоковані підвищенням рівня завантаженості факторів виробництва, і монетарний імпульс витрачається цілком на збільшення реального продукту.

2) За умови нееластичної пропозиції ($\Delta Y / \Delta P = 0$) приросту реального доходу не спостерігається, оскільки під час циклічного піднесення існує повна зайнятість на ринку праці ($L = L^*$) і максимальна завантаженість капіталу ($K = K^*$). При цьому зростання ефективного попиту, спровоковане збільшенням грошової маси, матиме своїм результатом підвищення загального рівня цін:

¹ Брагинский С.В., Певзнер Я.А. Политическая экономия: дискуссионные проблемы, пути обновления. – М.: Мысль, 1991. – С. 147.

² Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег / Пер. с англ. Под общ. ред и предисл. А.Г.Милейковского. – М.: Прогресс, 1978. – С. 369-370.

$$\Delta M \rightarrow \Delta D \rightarrow \Delta P.$$

Ситуація на товарному ринку протилежним чином відрізняється від попередньої, тому монетарний імпульс, який виразився у зростанні грошової маси, досягнувши реального сектора, призведе до однозначного здорожання товарів. Отже, за подібних умов надлишкова грошова маса спричинить лише інфляційні процеси і не вилетить у додатковий продукт.

3) Оскільки ефективність ресурсів неоднакова, то навіть при неповній зайнятості пропозиція окремих товарів може виявитися нееластичною, спрацьовує закон спадної дохідності ресурсів, і зростання ефективного попиту слідом за грошовою масою приведе до збільшення номінального національного доходу. Це означає, що і ціни, і реальний дохід у стані економіки, близькому до повної зайнятості, паралельно зростатимуть:

$$\Delta M \rightarrow \Delta D \rightarrow \Delta Y + \Delta P.$$

На практиці цей варіант впливу грошової маси на параметри товарного ринку зустрічається найчастіше. Однак, невирішеною проблемою у ньому залишається визначення еластичності сукупної пропозиції і відповідно пропорції, в якій зростають P та Y при монетарному імпульсі.

До цього часу йшлося про вплив грошової маси (пропозиції грошей) на кінцеві показники функціонування економічної системи - реальний національний дохід чи продукт, загальний рівень цін, що змінюються під час зростання ефективного попиту. Однак, нез'ясованими виявляються ті шляхи, якими розповсюджується монетарний імпульс, виходячи з фінансового ринку, і досягаючи товарного.

У традиційній кейнсіанській моделі таким каналом виступає відсоткова ставка, яка, з одного боку, є параметром грошового ринку (вона зрівноважує попит і пропозицію на гроші), а, з іншого - параметром товарного ринку, від якого залежать інвестиційні витрати підприємницького сектора. Саме ця подвійна роль відсоткової ставки робить її поєднувальною ланкою між обома макроринками і тим провідником, за яким "рухається" монетарне збудження. Схематично цей шлях виглядає наступним чином:

$$\Delta M \rightarrow \Delta i \rightarrow \Delta I \rightarrow \Delta Y + \Delta P \quad (1)$$

Інакше кажучи, приріст грошової пропозиції M згідно з теорією уподобань ліквідності веде до зниження номінальної відсоткової ставки i , яка, у свою чергу, сприяє збільшенню планових інвестицій I . Останні входять до складу ефективного й сукупного попиту, який, розширюючись, підвищує номінальний обсяг виробництва через прирости P та Y (як показано вище).

Монетаристська критика кейнсіанської моделі грошово-кредитної політики, що активно розгорнулася у 60-70-і роки ХХ століття, дещо підірвала беззаперечну віру в непохитність теорії Дж.М.Кейнса, але одночасно й дала поштовх до подальших пошуків міжринкових сполучників з боку некейнсіанців. Зокрема, лауреат Нобелівської премії Дж.Тобін прийняв за "реактивну точку" інвестиційні витрати приватного сектора у складі сукупного попиту. Однак, його модель, що отримала назву теорії q -Тобіна, встановлює принципово новий тип зв'язку між макроринками.

На відміну від Дж. М. Кейнса та його перших послідовників Дж. Тобін "перекидає місток" з фінансового на товарний ринок за допомогою так званого коефіцієнта q – відношення ринкової вартості фірми як суми її звичайних акцій за поточним курсом до відновлювальної вартості капіталу, що перебуває у власності фірми. При $q > 1$ інвестиційний попит зростає, оскільки фірми мають змогу істотно поповнити свій статутний капітал, провівши емісію акцій і, придбавши за виручені кошти додаткове обладнання. Навпаки, коли $q < 1$, то доцільніше купувати інше підприємство з обладнанням, яке коштує більше, ніж його акції на фондовому ринку. Отже, згідно з моделлю Дж. Тобіна безпосереднім провідником монетарного імпульсу з фінансового на товарний ринок тепер стає не відсоткова ставка, а співвідношення між фіктивною і реальною вартістю підприємств у вигляді коефіцієнта q . Схематично цей канал виглядає так:

$$\Delta M \rightarrow \Delta P_s \rightarrow \Delta q \rightarrow \Delta P + \Delta Y \quad (2)$$

де

P_s - ринковий курс звичайних акцій корпоративних підприємств.

Зростання грошової пропозиції M змушує суб'єктів економіки вкладати кошти в менш ліквідні, але більш прибуткові активи - корпоративні цінні папери, зокрема, акції, підвищуючи попит на них і водночас ринковий курс P_s . Зростаючий при цьому коефіцієнт q стимулює реальні інвестиції I у складі сукупного попиту.

Монетарний імпульс справляє вплив на інвестиційну активність підприємств ще через кредитний канал. Експансійна грошово-кредитна політика центрального банку, здійснювана шляхом купівлі на відкритому ринку державних короткострокових зобов'язань, поповнює надлишкові резерви комерційних банків, збільшуючи грошову базу і в цілому позичковий потенціал банківської системи. За умови, що додаткові резерви хоча б частково будуть використані на кредитування, більша доступність кредиту і підвищена пропозиція кредитних ресурсів дозволять прискорити інвестиційні процеси за рахунок позичених коштів:

$$\Delta ER \rightarrow \Delta K \rightarrow \Delta I \rightarrow \Delta P + \Delta Y \quad (3)$$

де

ER - надлишкові резерви банківської системи як частина активів у ліквідній формі, придатних для кредитування;

K - обсяг наданих кредитів.

Останній сполучник фінансового й товарного ринку теж виявляється не таким однозначним діючим, як показано у формулі 3.

Кредитний провідник монетарного імпульсу спрацьовує за декількох умов: по-перше, якщо додаткові резерви використані саме на кредитування, а не на інші активні операції (наприклад, придбання цінних паперів), по-друге, якщо поміж підприємців, які діють у реальному секторі, панує атмосфера ділового оптимізму і на додаткові позички існуватиме попит з їхнього боку, по-третє, коли комерційні банки взагалі ставлять за мету збільшення частини

кредитів у портфелі активів, а не намагаються підтримувати свою ліквідність на високому рівні (особливо в кризові для банківської системи періоди). Крім того, кредитна емісія, багатократно збільшена банківським мультиплікатором, може мати кінцевим пунктом дії не тільки плановані інвестиції, але й споживчі витрати, оскільки на первинний імпульс зреагує також споживчий кредит. Ступінь цієї реакції зумовлений інституціональними обмеженнями, що існують у країні, рівнем ділової активності, розміром заборгованості домогосподарств за кредитними угодами тощо.

Четвертий канал передачі монетарного імпульсу за своїм змістом межує з кредитним провідником та методом Дж. Тобіна. Він полягає в тому, що збільшення грошової пропозиції та подальше підвищення курсів акцій корпорацій зумовлює зростання їх власного капіталу. Обсяг кредитування при цьому збільшується завдяки нівелюванню по мірі укрупнення фірм такого явища, як асиметричність інформації.

Мікроекономіка трактує асиметричність інформації як неповноту, нерівність відомостей учасників угоди щодо об'єкта угоди. На кредитному ринку брак інформації виникає в комерційних банків і стосується платоспроможності й добросовісності позичальника при прийнятті рішення про надання йому кредиту. Чим менше за розміром підприємство і рідше воно звертається за позиками, тим більші нестаток інформації у кредитора та вірогідність укладання не вигідної для нього угоди. Стосовно великих підприємств інформаційна асиметрія A_i та ризик хибного рішення у комерційного банку зменшується, оскільки менеджери таких підприємств менше використовують отримані позики на ризиковані інвестиційні проекти, або ж на особисте збагачення. Тому схематично монетарний імпульс за цим каналом рухатиметься так:

$$\Delta M \rightarrow \Delta P_s \rightarrow \Delta A_i \rightarrow \Delta K \rightarrow \Delta I \rightarrow \Delta P + \Delta Y \quad (4)$$

Якщо до цього йшлося про передавальні канали монетарного імпульсу, які, зрештою, діють на інвестиції підприємницького сектора, збільшуючи номінальний продукт, то тепер звернемося до найбільшого за питомою вагою, хоча й не такого чутливого до змін макрорівноваги складника сукупного попиту, як споживчі витрати.

Як відомо, споживчі витрати домогосподарств складаються з витрат на придбання товарів поточного споживання, оплату послуг та на купівлю товарів тривалого використання. Як виявили статистичні дослідження, остання товарна група найбільш чутлива до зміни відсоткової ставки, а, отже, і до монетарного імпульсу. Зниження ціни грошових ресурсів (ставки відсотка) при монетарній експансії здешевлює споживчий кредит, який, насамперед, спрямовується на придбання товарів тривалого користування, тобто поширення монетарного імпульсу відбуватиметься за таким ланцюгом:

$$\Delta M \rightarrow \Delta i \rightarrow \Delta K_c \rightarrow \Delta C_1 \rightarrow \Delta C \rightarrow \Delta P + \Delta Y \quad (5)$$

де

K_c - обсяг позик, наданих на споживчі цілі;

C - споживчі витрати домогосподарств;

C_1 - витрати на купівлю товарів тривалого використання.

Проте більшого, ніж попередній варіант, поширення і вагомішого статистичного підтвердження в зарубіжних макроекономічних дослідженнях набув провідник, що спрямовує зміну грошової пропозиції на споживчі витрати, взяті в цілому, через так званий ефект багатства. Перша ланка передавального механізму залишається незмінною: приріст M спричиняє збільшення ринкової вартості цінних паперів. При цьому добробут власників фінансових активів R підвищується, тобто вони почувають себе заможнішими і більшу частину поточного доходу витрачають на споживання. Авторство моделі належить Ф. Модільяні, який ще в 50-і роки ХХ століття висунув гіпотезу життєвого циклу, протягом якого змінюються обсяги споживання, заощаджень і використовуваного доходу YI залежно від того, працездатного чи пенсійного віку індивід і який початковий рівень його достатку³. Цим дослідженням підтверджено виявлену емпіричним шляхом закономірність щодо сталої середньої схильності до споживання у довгостроковому періоді. Монетарний імпульс досягає товарного ринку наступним шляхом:

$$\Delta M \rightarrow \Delta P_s \rightarrow \Delta R \rightarrow \Delta YI \rightarrow \Delta C \rightarrow \Delta P + \Delta Y \quad (6)$$

Ефект ліквідності - ще один виявлений канал поширення монетарного імпульсу, за яким в умовах високого курсу фінансових активів A_f і переважання ділового оптимізму при зниженні вірогідності фінансових труднощів E_{fd} серед суб'єктів економіки підвищується споживчий попит на низьколіквідні реальні активи - товари тривалого користування C_1 та житло C_h . Ці два споріднені канали проводять монетарне збудження таким чином:

$$\Delta M \rightarrow \Delta A_f \rightarrow -\Delta E_{fd} \rightarrow \Delta C_1 \rightarrow \Delta C \rightarrow \Delta P + \Delta Y \quad (7)$$

$$\Delta M \rightarrow \Delta A_f \rightarrow -\Delta E_{fd} \rightarrow \Delta C_h \rightarrow \Delta C \rightarrow \Delta P + \Delta Y \quad (8)$$

Серед макроекономічних агрегатів сукупних витрат суто екзогенними виявляються лише державні витрати на придбання товарів і оплату послуг. Чистий же експорт разом зі споживчими та інвестиційними витратами розглядається як ендогенна величина, тобто залежна від інших параметрів моделі. Тому для чистого експорту віднайдено інші шляхи поширення монетарної експансії. Як відзначалося, остання знижує відсоткову ставку, а це у достатній мобільності фінансового капіталу спричиняє його відтік з країни. Баланс руху капіталів набуває від'ємного значення, що веде до зниження курсу національної валюти (в умовах запровадження гнучкого обмінного курсу). Як наслідок, знижений курс національних грошей стимулює товарний експорт і стримує імпорт, сприяючи зростанню номінального обсягу виробництва:

$$\Delta M \rightarrow -\Delta i \rightarrow \Delta E_k \rightarrow -\Delta e \rightarrow \Delta N_x \rightarrow \Delta P + \Delta Y \quad (9)$$

де

E_k - експорт капіталів;

e - обмінний курс національної валюти;

³ Мэнкью Грегори Н. Макроэкономика : Пер. с англ. - М.: Изд-во МГУ, 1994. - С. 598.

N_x - чистий експорт (сальдо балансу зовнішньої торгівлі товарами і не факторними послугами).

Отже, розглянута посткейнсіанська модель впливу монетарного чинника на зміну рівня цін є багатофакторною і досить структурованою. Неврахування в її складі будь-якого з названих провідників веде до зниження доброякісності моделі. Однак, з огляду на мету дослідження цієї статті більш нагальним завданням є розподіл монетарного впливу між двома складовими номінального обсягу виробництва – зміною реального ВВП Y та дефлятора ВВП P . Насамперед, слід зазначити, що їх співвідношення залежить не тільки від зайнятості виробничих ресурсів, як вважав Дж. М. Кейнс, але й від рівня інфляційних очікувань суб'єктів економічної системи. Психологічний стан і економічна поведінка останніх мають значні відмінності у сталих чи мінливих макроекономічних умовах.

Дж. М. Кейнс з огляду на майбутні зміни в господарській системі розрізняв три типи економік, по-перше, стаціонарну економіку, де не відбуваються зміни макросередовища й очікування суб'єктів не відіграють ніякої ролі, оскільки вони стабільні, по-друге, динамічну економіку, в якій змінюється ситуація у передбачуваних межах, й очікування є нормальними, спокійними, по-третє, динамічну економіку зі слабо прогнозованою майбутньою ситуацією, де очікування самі можуть спричинити нестабільність⁴. На нашу думку, саме третій тип очікувань з високим рівнем непевності щодо майбутньої ситуації переважає в українській економіці, де заходи фіскальної та монетарної політики виглядають надто мінливими. Тому інфляційні очікування як прогнозування підвищених цін у майбутньому зумовлюють зростання поточних витрат покупців попри подорожчання товарів. Відтак під впливом психологічного стану суб'єктів, зумовленого невизначеністю щодо майбутніх цін, у складі номінального ВВП зростатиме частина цінового компоненту, чому сприятиме монетарний імпульс.

Таким чином, інфляційні очікування виступають підсилювачем монетарного імпульсу, перемикаючи макроекономічні зв'язки з ланцюга "гроші - реальний ВВП" на "гроші - рівень цін". Тому очікування не слід розцінювати як окремий канал поширення грошової експансії на товарний ринок (на чому наполягають окремі економісти)⁵.

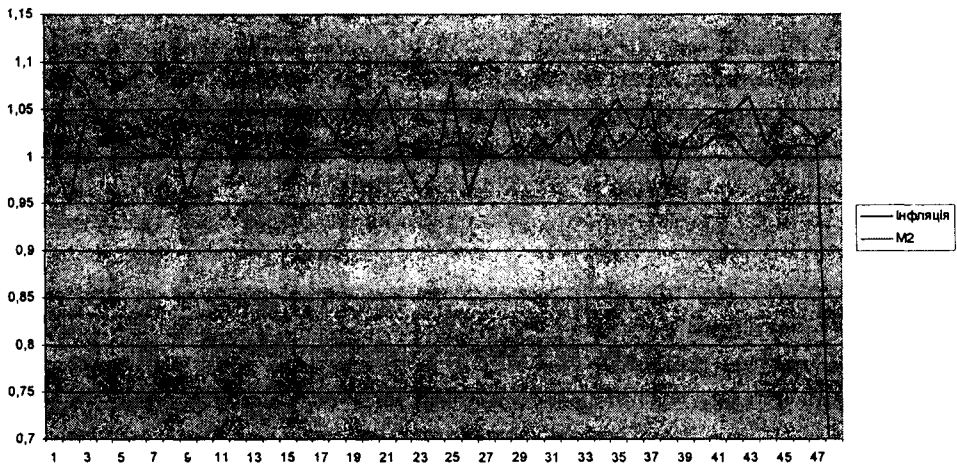
Як свідчить статистичний аналіз (графік), щомісячні темпи зростання грошової маси $M2$ зумовлюють наступні зрушення індексу цін споживчого ринку. Щоправда, цінові "сплески" відтворюють дію монетарних імпульсів з лагом в 1-3 місяці й дещо відрізняються від них за величиною.

⁴ Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег. – С.369.

⁵ Тиркало Р., Адамик Б. Передавальний механізм монетарної політики та його значення для ефективної діяльності НБУ // Вісник НБУ. – 1999. - № 7. – С.7.

У динаміці грошей і цін останніх років можна відзначити кілька характерних рис. По-перше, з року в рік спостерігаються різної інтенсивності "викиди" грошової маси в грудні та в березні з підвищенням індексу цін наступного місяця. Така синхронність у зростанні показників зумовлена специфікою організації емісійних процесів і погашення заборгованості із заробітної платні. По-друге, цінові шоки вересня-жовтня 1998 і листопада 1999 рр. слабо корелюються зі зростанням грошової маси, їх причина, певно, криється у стрімкому падінні курсу національної валюти та в породжених цим інфляційних очікуваннях. Кількість грошей якщо й справила вплив на цінову стабільність у кризові періоди, то її збільшення відбувалося не один, а декілька попередніх місяців. По-третє, підвищення індексу цін у квітні-травні 1999 р. лише частково може бути пояснено попереднім нагромадженням грошей М2; провідну роль у цьому процесі відіграли знову ж таки інфляційні очікування споживачів, ажіотажний попит на продовольчі товари, уміло підігритий компаніями - великими оптовими продавцями продовольства.

Ланцюгові коефіцієнти росту грошової маси М2 та індексу цін споживчого ринку в 1996-1999 рр. (грудень 1995 = 1) ⁶.



Отже, тенденція до зниження темпів інфляції та встановлення цінової стабільності в Україні тривала до серпня 1998 р., після чого економіка вступила у фазу періодичних цінових шоків, які лише частково спричинялися монетарними імпульсами. Основним чинником дестабілізації цін усе більше стають слабо керовані коливання курсу національної валюти, аналіз яких становить предмет окремого дослідження.

⁶ Бюллетень Національного банку України. – 1999. - № 12. – С. 49-51, 54-56, 59.