

О.Л. Яременко

ЕФЕКТИВНІСТЬ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УМОВАХ ЗРОСТАЮЧОЇ МОНЕТИЗАЦІЇ

Монетарна система України є учасницею ряду перехідних процесів: внутрішня перехідність самої грошової системи, зумовлена її незрілим характером; перехідний характер економіки України; глобальна соціально-економічна перехідність, яка також є істотним чинником монетарного розвитку. Три джерела нестабільності приводять до того, що результуюча траєкторія розвитку монетарної системи України в глобальному соціально-економічному просторі являє собою ламану лінію з численними непередбачуваними поворотами і зигзагами. У той же час перехідні стани не можуть продовжуватися дуже довго, оскільки будь-яка система прагне до рівноваги, а це означає, що невизначеність повинна зменшуватися.

З початку нинішнього десятиріччя сукупна грошова пропозиція в економіці України (агрегат М3) збільшилася майже у три рази. Але це не призвело до суттєвого збільшення рівня цін, тому що зростання грошової маси в цілому відповідало попиту на гроші. Це відбувалося внаслідок монетарних (функціональних) і немонетарних (структурно-інституційних) чинників. Для першої групи чинників характерні переважно лінійні залежності основних макроекономічних і монетарних параметрів – ВВП, грошова база, грошова маса, рівень цін. Даний компонент попиту звичайно називають *транзакційним*. Друга група чинників виявляє себе як нелінійні залежності: може мати місце значне (іноді багаторазове) випередження приросту грошової маси в порівнянні з приростом ВВП; слабка реакція рівня цін на динаміку грошової маси; сильна волатильність монетарних параметрів. Цей компонент попиту пов'язаний з потребою господарських агентів в грошах як *ліквідності* та відображає поступові зміни в їх інституційному статусі.

Цінова стабільність була забезпечена переважно за рахунок швидкого зростання рівня монетизації ВВП. У 2001 р. рівень монетизації виріс на 19,6 %, в 2002 – на 31,1 %, що свідчить про якісний стрибок у розвитку грошово-кредитної системи. За рахунок зростання монетизації економіка поглинула більшу частину додаткової грошової пропозиції. В минулому році цим компонентом було

поглинуто 92,5 % приросту грошової маси. У 2003 р. приріст грошової маси очікується на рівні 27,7 млрд. грн. Він буде розподілений наступним чином: інфляція поглине 4,5 млрд. грн. (16,3 %), приріст реального ВВП – 3,8 млрд. грн. (13,7 %), а приріст рівня монетизації – 19,4 млрд. грн. (70 %).

Останніми роками динаміка індексу споживчих цін виявилась дуже близькою до динаміки темпів швидкості обігу грошей: коли швидкість знижувалася більш високими темпами, ніж у попередньому році, інфляція теж знижувалася, і навпаки. Але цей чинник є не стільки монетарним, скільки інституційним, обумовленим певними змінами у господарчій та споживчій поведінці суб'єктів. Можливості прямого впливу на цю поведінку з боку центрального банку є обмеженими, особливо з боку інструментів монетарної політики. Тому спостерігається недостатня ефективність використання цих інструментів для досягнення головної мети монетарної політики. Більш важливими для стабільності національної грошової одиниці є загальні умови системності, стабільності, передбачуваності та прозорості монетарної політики держави.

Не слід забувати також про незбалансований та неостаточний характер сьогоденної макроекономічної стабілізації. Незавершеність інституційного устрою економіки обумовлює взаємну відокремленість сегментів та галузей національної економічної системи. Це, в свою чергу, знижує можливості ринкового саморегулювання, на якому базуються сучасні зарубіжні моделі грошово-кредитної політики.

Значення індексу зростання монетизації 1,311 в 2002 р. виглядало як “незвичайне”. Але в 2003 р. темпи зростання монетизації ВВП (тобто зростання попиту на гроші за рахунок зростання схильності до збереження грошей та підвищення рівня кредитування реального сектора) залишаються досить високими. Більш швидке зростання мало місце тільки в 1994 р. (близько 70 %), і то через надзвичайно низьку базу порівняно з 1993 роком. Мають місце більш високі темпи зростання кредитних вимог банків порівняно з грошовими агрегатами, що свідчить про певні структурні зрушення у попиті на гроші, зокрема, поступове зростання рівня кредитування ВВП.

Як видно з рис. 1, крива індексу цін та крива індексу зміни швидкості обігу грошей майже паралельні. Якщо ця паралельність не є випадковою, то це відкриває певні додаткові можливості для аналізу та прогнозування монетарних показників. Запишемо рівняння Фішера у модифікованому вигляді:

$$I_P = \frac{I_V \cdot I_M}{I_G}. \quad (1)$$

Якщо припустимо, що $\frac{I_M}{I_G} \cong const = \alpha$, то у цьому випадку маємо:

$$I_P = \alpha I_V. \quad (2)$$

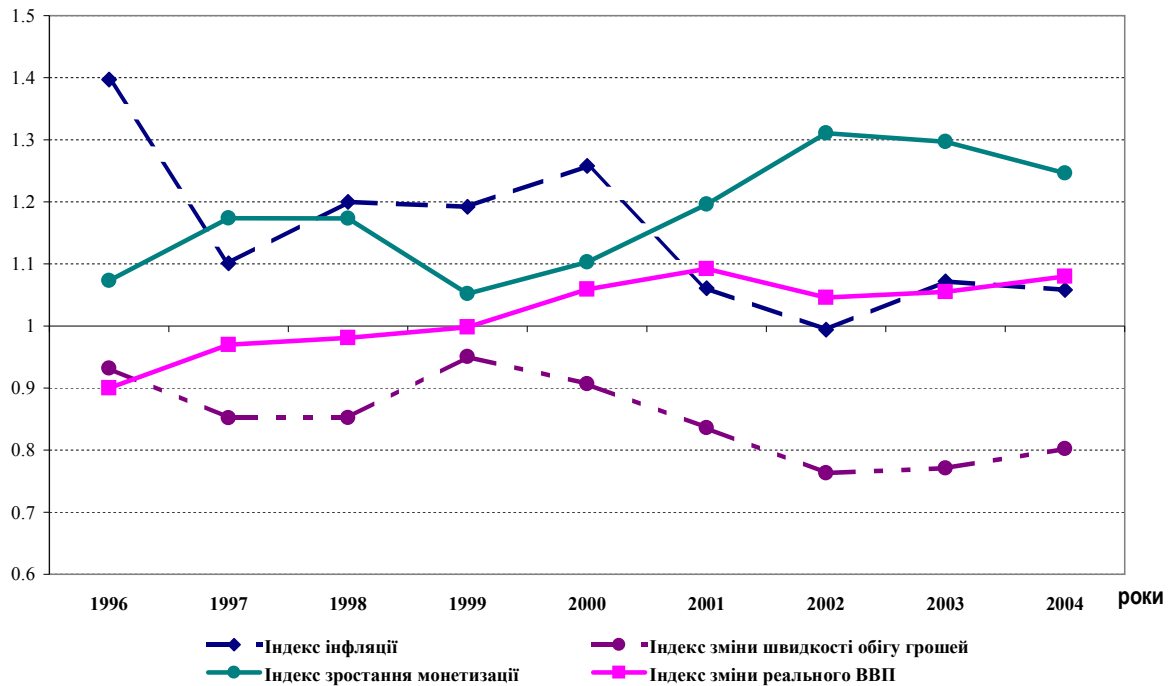


Рис. 1. Динаміка індексів монетарного середовища в Україні у 1996-2004 рр. (2003 рік – очікуваний рівень, 2004 рік – цільовий прогноз) [1, с. 46, 59, 66, 68]

Проаналізуємо це відношення для періоду 1997-2003 рр. за даними табл. 1.

За сім років пересічне значення $\alpha=1,36$. Відхилення є відносно незначними (максимальні значення: $+0,048$ у 1999 р., та $-0,084$ у 1998 р.). Така стабільність цього відношення може свідчити про наявність детермінованого зв'язку між зростанням ВВП та зростанням грошової маси. З цим можна погодитися, якщо прийняти до уваги, що останніми роками головним засобом грошової емісії був викуп валюти у експортерів, а основна частка приросту ВВП забезпечувалась за рахунок зростання експорту. На цьому інтервалі повинна мати місце залежність:

$$I_P \cong 1,36 I_V. \quad (3)$$

За умови $I_V \cong (1,36)^{-1} = 0,74$ маємо: $I_P \cong 1,36 \cdot 0,74 = 1$.

Тобто значення індексу зміни швидкості обігу грошей 0,76 розміщується у центрі умовного інтервалу монетарної стабільності. Емпіричні оцінки свідчать, що коли I_V [0,74-0,78], то має місце монетарна рівновага, коли $I_V > 0,78$, має місце інфляція, а коли $I_V < 0,74$, то має місце дефляція.

Таблиця 1

Динаміка деяких показників, що характеризують розвиток грошово-кредитного ринку в 1996-2004 роках [1, с. 46, 59, 66, 68]

Показники	Роки								
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 (очікуваний рівень)	2004 (цільовий прогноз)
Індекс інфляції	1,397	1,101	1,200	1,192	1,258	1,061	0,994	1,072	1,058
Індекс зростання грошової маси	1,351	1,339	1,252	1,405	1,461	1,419	1,417	1,472	1,390
Індекс зміни реального ВВП	0,900	0,970	0,981	0,998	1,059	1,092	1,046	1,055	1,080
Індекс зміни швидкості обігу грошей	0,932	0,852	0,852	0,951	0,907	0,836	0,763	0,771	0,802
Різниця між індексом споживчих цін та індексом швидкості обігу грошей $\Delta = I_p - I_v$	0,465	0,249	0,348	0,241	0,351	0,225	0,231	0,301	0,256
Рівень монетизації, %	9,99	11,73	13,77	14,48	15,97	19,10	25,04	32,47	40,47
Індекс зростання монетизації	1,073	1,174	1,173	1,052	1,103	1,196	1,311	1,297	1,246
$\sigma = I_M / I_{GDP}$	1,501	1,381	1,276	1,408	1,380	1,300	1,355	1,395	1,287

Що стосується 1999 р., то слід відзначити, що цей рік був першим роком інтенсивного зростання грошової маси на рівні більш 40 %, до якого економіка тоді ще “не звикла”. Тому в умовах відсутності інституційних механізмів збереження грошей (довіри до національної грошової одиниці та банківської системи) значна частка додаткових грошей спрямовувалась на споживчий ринок, що й призвело до

значної інфляції на рівні індексу споживчих цін 1,192 на тлі значення $\alpha=1,408$.

В той же час, монетизація, яка проходить в умовах глибоких інституційних перетворень, відбувається як процес надмірної концентрації грошей у незначній частині населення та підприємств, тобто вона є нерівноважним та потенційно конфліктним процесом. Відсутність прямого впливу монетизації на інфляційні процеси пов'язана з тим, що переважну частину додаткових доходів населення отримують найбільш багаті, і тому не всі гроші доходять до споживчого ринку. З іншого боку, головне джерело додаткової пропозиції грошей – викуп валюти у експортерів – не просто відображає структурну недосконалість господарчої системи України, а є механізмом її відтворення і одночасно – потенційною загрозою для монетарної рівноваги.

Тому процес зростання рівня монетизації української економіки не є безумовно позитивним і містить в собі певні соціальні та структурні ризики. В цих умовах суттєве значення для досягнення безпечної монетарної рівноваги та грошово-кредитного забезпечення якісного економічного зростання має кредитування населення та економіки, яке здатне пом'якшити існуючі диспропорції, а в перспективі привести до необхідних структурних зрушень.

Монетарна система і економіка – цілісний організм. Стабільність грошової одиниці як жорстко фіксоване значення рівня споживчих цін не відповідає “живій” природі монетарного середовища. В економіці за будь-який результат доводиться платити. Надмірна стабільність по одним параметрам може досягатися за рахунок зростання диспропорцій всередині системи. Більше того, якщо ми апріорно знаємо, що система відносно швидко міняє свій устрій, стабільність її показників є небезпечною.

Попит на гроші залежить від того, які з необхідних механізмів вже створені і працюють, а які ще тільки створюються. У міру формування монетарних механізмів “ривками” відбувається заповнення грошовою масою інституційних “місткостей”, що створюються. Це спричиняє уповільнення обігу грошей в економіці (або зростання монетизації). Значення зростання монетизації полягає в тому, що створюється пружне монетарне середовище, здібне до досить швидкої передачі грошових імпульсів від одних інституційних блоків до інших.

У результаті:

- підвищується рівень інтеграції та консолідації господарської системи., її здатність до адаптивних реакцій у відповідь на збурюючі впливи середовища;
- забезпечується адекватний рівень ліквідності і мобільність активів реального сектора;
- формується базисний механізм структурного розвитку господарської системи.

У такій зростаючій системі попит на гроші є *нестабільним*. У той же час, ми можемо оцінити ті чинники, які вже привели до значних стрибків попиту на гроші, або приведуть в майбутньому.

Можна виділити такі етапи зростання монетизації і розширення попиту на гроші:

- введення національної грошової одиниці в 1996 р. (свого роду монетарна революція). Після неї почалася монетарна еволюція (з відносно менш вираженими стрибками);
- витиснення бартеру у 2000-2002 рр. і монетизація обігу в реальному секторі;
- формування довіри до банківської системи і національної грошової одиниці (2002-2003 рр.), зростання депозитів в банках.

У кожний з цих періодів спостерігалось стрибкоподібне уповільнення швидкості обороту грошей, що формально виявлялося як відрив цін від грошової маси. Надалі можна прогнозувати ще декілька рубежів якісного розширення попиту на гроші:

- перехід до повної конвертованості національної валюти;
- перехід до масового кредитування обороту підприємств реального сектора. Існує точка зору про достатню монетизацію реального сектора. Однак, якщо ми порівняємо рівні кредитування підприємств в економіці Німеччини і України, то побачимо, що у нас цей рівень приблизно в три рази нижче;
- становлення реально працюючого фондового ринку;
- масове кредитування інвестицій.

Різкого зростання попиту на гроші можна чекати в момент спрацювання системних ефектів, коли монетарне господарство сформується як цілісність.

У той же час потрібно уважно відстежувати і ті чинники, які здатні зменшити попит на гроші (знизити їх соціальну цінність, привабливість володіння ліквідними активами, і тим самим прискорити їх обіг):

- демонстративна і надмірна боротьба з “відмиванням грошей”, яка побудована на “презумпції винності” і покладає тягар доказів

на обвинуваченого, коли сам факт володіння грошима вже накладає на власника додаткові витрати і ризики;

- дуже невизначеними можуть стати наслідки євроінтеграції. Значні коливання курсу євро говорять про велику нерівновагу в ЄВС.

Інфляція має ентропійну природу. Неконтрольоване зростання інфляції, посилюючи невизначеність в економіці, веде до деградації господарської системи через її спрощення і розпад господарських зв'язків. Приріст ентропії господарської системи, пов'язаний з інфляцією, може мати або ендогенну (монетарну) природу, або екзогенну (немонетарну). У першому випадку ми маємо справу з порушеннями рівноваги в монетарному середовищі; у другому – з порушеннями рівноваги в економіці. Порушення рівноваги можуть носити характер або поточних флуктуацій, коли загальний рівень рівноваги якісно не міняється, або характер довгострокових змін, пов'язаних з виходом на якісно новий рівень рівноваги (більш високий або більш низький). Якщо ми маємо поточні флуктуації, то інфляція носить *адаптивний* характер. У цьому разі варіативність станів монетарного середовища, що виявляється як цінова нестабільність, зумовлена стохастичним характером монетарних процесів. Наслідки монетарних коливань незначні, а їх згладжування за допомогою використання монетарних інструментів досягається відносно легко.

Якщо мова йде про зміну *загального рівня рівноваги*, то в цьому випадку монетарні коливання є більш серйозними – як за величиною, так і за можливостями їх згладжування або нейтралізації. Результативність монетарних інструментів в цьому випадку різко знижується. Монетарна система не звертає на них уваги, поки не закінчиться перехід на новий рівень рівноваги.

Тією мірою, якою нові монетарні процедури повторюються як успішні методи рішення задач, вони здатні перетворитися в елемент інструментів монетарної політики, що розвиваються. В свою чергу, поступове визрівання впорядкованих стереотипів монетарної поведінки господарюючих суб'єктів, інституціоналізація монетарних процедур породжують ефекти передбачуваності, знижують невизначеність і ведуть тим самим до зниження розкиду істотних монетарних параметрів економіки, включаючи і цінову невизначеність.

Висновки. Результативність *стандартних* інструментів і методів монетарної політики в перспективі буде знижуватися, оскільки колишні стандартні монетарні ситуації (значення показників, їх співвідношення, комбінації параметрів) зустрічатимуться відносно рідше. Тому необхідна подальша розробка монетарного інструментарію, розрахованого на нові типові монетарні ситуації, що

доповнюється концептуальним розвитком моделей монетарного середовища. Стратегія розвитку монетарного устрою економіки України вимагає розробки і реалізації комплексу заходів, що забезпечують послідовну монетизацію господарської діяльності та інтегрування національної банківської системи, фінансового ринку і реального сектора в єдиний інвестиційний механізм. В недостатньо монетизованій економіці зв'язок між грошовою масою і цінами, дійсно, є нестабільним. Цей зв'язок періодично то послаблюється, то посилюється. При цьому в русі цін і грошової маси виявляється певна природна циклічність, яка простежується протягом останніх років. Визнання закономірної нестабільності попиту на гроші і зумовленої нею волатильності показників інфляції дає нам можливість не використовувати кожен раз сильні інструменти монетарної політики, коли прогноз інфляції не виправдовується.

Список літератури

1. Бюлетень Національного банку України. – 2005. – № 1. – 147 с.
2. Гальчинський А.С. Макроекономічні та монетарні передумови політики зростання // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 8. – С. 6-8.
3. Геєць В.М. Монетарні складові стратегії економічного розвитку // Монетарна політика в умовах економічного зростання: Матеріали науково-практичної конференції. – К., 2004. – С. 20-28.
4. Дробязко А. Розрахунок моделі адекватності приросту монетарної маси темпам інфляції і реального ВВП // Банківська справа. – 2001. – № 6. – С. 40-44.
5. Крючкова І. Структурні чинники економічного зростання в Україні // Вісник Національного банку України. – 2002. – № 2. – С. 5-8.
6. Лагутін В., Кричевська Т. Довіра до монетарної політики: вибір грошово-кредитної стратегії в Україні // Вісник Національного банку України. – 2001. – № 11. – С. 22-25.
7. Про вплив грошово-кредитної політики на розвиток банківської системи і кредитування економіки (аналітична записка) // Апарат Ради Національного банку України / Експертно-аналітичний центр з питань грошово-кредитної політики Ради НБУ. – Київ. – 2002 р. – 36 с.
8. Of debt, deflation and denial // The Economist. – October, 12-18th, 2002. – P. 75-76.
9. Taylor J. A Historical Analysis of Monetary Policy Rules // Monetary Policy Rules. – Edited by John B. Taylor. – Chicago and London: The University of Chicago Press. – 1999. – P. 319-347.
10. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2003/ReportSection1.htm>.