

УДК 336.74:330.31

*Науменкова С.В., д-р экон. наук, проф., Украинская академия банковского дела*

## ОСОБЕННОСТИ ВЛИЯНИЯ МОНЕТАРНЫХ ТРАНСМИССИОННЫХ МЕХАНИЗМОВ НА ОБЕСПЕЧЕНИЕ ВОСПРОИЗВОДСТВЕННЫХ ПРОЦЕССОВ В ЭКОНОМИКЕ

*В статье рассматривается и анализируется специфика влияния механизмов денежной трансмиссии на стимуляцию репродуктивных процессов в экономике, включая проблемы баланса денежного обеспечения и спроса в связи с реальными мерами по достижению финансовой стабилизации и стимулированию экономического роста.*

*Ключевые слова: монетарные трансмиссионные механизмы, баланс денежного обеспечения и спроса, финансовая стабилизация, экономический рост.*

Анализ влияния трансмиссионных механизмов денежной политики на стимулирование воспроизводственных процессов в экономике обуславливает необходимость более детального рассмотрения вопросов сбалансированности спроса и предложения денежной массы с реальными мерами по обеспечению финансовой стабилизации и стимулированию экономического роста. Исследование механизмов и каналов трансмиссии монетарных воздействий на рост ВВП, в т.ч. на ситуацию, складывающуюся в реальном секторе, крайне важно. Как мы могли убедиться в ходе проводимых исследований, предложение денежной массы, анализируемое в разрезе важнейших финансовых потоков, не всегда опосредует воспроизводственные процессы на макроуровне [3]. Часть денежной массы предназначена для покрытия внутреннего долга, обслуживания теневого оборота, участия в процессах, связанных с формированием фиктивного капитала. Это важно учитывать, исследуя воздействие монетарных составляющих на рост ВВП.

Вопрос о механизме передачи денежных импульсов на реальные процессы в экономической системе является одним из наиболее сложных и наиболее спорных в современных монетарных концепциях. По мнению многих ученых, исключительная сложность хозяйственного механизма делает целесообразным поиск лишь наиболее устойчивых и систематически повторяющихся закономерностей.

Изучению механизма формирования предложения денег на макроуровне всегда предшествует вопрос о том, соответствует ли объем предложения денег предъявляемому спросу на них? Следует заметить, что основные теории спроса на деньги исходят, прежде всего, из основных причин формирования спроса на деньги, в основе которых лежат известные мотивы “предпочтения ликвидности”:

- операционный (спрос на деньги для сделок);
- предосторожности (желание хранить деньги для непредвиденных обстоятельств);
- спекулятивный (спрос на деньги для формирования инвестиционного портфеля индивида с целью получения дохода).

В теориях трансакционного (операционного) мотива и мотива предосторожности спрос на деньги основан на их функции как средства обращения, а в теории спекулятивного спроса основное внимание акцентируется на выявлении роли денег в формировании инвестиционного портфеля с целью максимизации дохода при трансформации денег в другие финансовые активы.

Вопрос о механизме передачи денежных импульсов на реальные процессы в экономической системе является одним из наиболее сложных и наиболее спорных в современных монетарных концепциях. По мнению многих ученых, исключительная сложность хозяйственного механизма делает целесообразным поиск лишь наиболее устойчивых и систематически повторяющихся закономерностей.

Не останавливаясь подробно на изложении известных экономических моделей спроса на деньги, заметим, что нас в первую очередь интересуют те из них, которые исследуют спрос на деньги как на реальные денежные остатки. Одной из основных моделей, которая описывает данный процесс, является модель Баумоля-Тобина.<sup>1</sup> Согласно этой модели реальный спрос на деньги представляет собой функцию от номинальной процентной ставки и реального уровня дохода:

$$\frac{M^D}{P} = f(i, Q), \quad (1)$$

где  $M^D$  – спрос на номинальные денежные остатки;  
 $P$  – уровень цен;  
 $Q$  – реальный уровень дохода.

С помощью модели Баумоля-Тобина С. Голдфельд одним из первых вывел экономическое уравнение спроса на деньги, используя данные динамики реальных денежных остатков, дохода и процентной ставки в США за период 1952-1972 гг. Данная функция имела вид:

$$\log(M/P) = a_0 + a_1 \log(M/P)_{-1} + a_2 \log(Q) + a_3 i, \quad (2)$$

<sup>1</sup> В ее основе лежит теоретический подход, разработанный В. Баумоля и Дж. Тобином, известный как “модель денежного запаса”. Данная модель подтверждает положительную связь между доходом и спросом на деньги.

где  $a_0$  – константа;  
 $a_1, a_2, a_3$  – соответственно, коэффициенты реальных денежных остатков (взятых с лагом), дохода и процентной ставки.

Таким образом, основная “пружина” изменения номинального дохода – это обеспечение соответствующего прироста денежной массы, т.е. основополагающей в данной связи является общая формулировка, данная М. Фридменом о том, что доход в денежном выражении – это зеркальное отображение изменений номинального количества денег.

С приходом монетаризма поиск стабильной функции спроса на деньги стал наиболее популярной темой в области экономического анализа. К числу наиболее актуальных вопросов стали относиться такие вопросы, как выбор наиболее точного показателя денежной массы, обеспечивающего надежную связь параметров уравнения спроса; изучение влияния процентных ставок в процессе формирования спроса на реальные кассовые остатки; оценка величины эластичности спроса по проценту; определение адекватного показателя для измерения скорости оборота и др.

Результаты полученных эмпирических зависимостей, по нашему мнению, были достаточно противоречивы и могли истолковываться как свидетельство предпочтительности тех или иных концептуальных подходов. Например, использование денежного агрегата М1 при составлении уравнения спроса на деньги применяется для обоснования транзакционных моделей спроса. Уравнение с использованием более широких агрегатов денежной массы (включающих срочные и сберегательные вклады) более удобно для сторонников портфельного подхода. Модели, выявляющие высокую эластичность спроса по проценту, подкрепляют позиции кейнсианцев.

Для украинской экономики более стабильный характер имеет устойчивая эластичность спроса по доходу и низкая чувствительность спроса на деньги по проценту. Это объясняется рядом причин.

Во-первых, в ситуации низких доходов основной массы населения, ограниченных возможностей фондового рынка и снижения инвестиционной активности в реальном секторе операционный спрос на деньги для сделок явно доминирует над спекулятивным спросом на деньги, формирующимся под влиянием изменения процентной ставки. Во-вторых, в период высокой инфляции низкий коэффициент депозитного связывания денежной массы является подтверждением того, что мотив предосторожности и транзакционный мотив являются преобладающими в формировании спроса на деньги. Наконец, эффект влияния процентных ставок может отчасти нивелироваться из-за включения в показатель денежной массы М2 срочных вкладов, по которым начисляется процент.

Попытаемся проанализировать, в какой степени прирост денежной массы соответствовал изменению номинального ВВП. Результаты расчетов темповых соотношений изменения ВВП и денежной массы (М2) за период 1992-2000 гг. представлены в табл. 1.

Так, данные табл. 1 свидетельствуют, что в течение 1993-1995 гг. для украинской экономики была характерна несбалансированность роста денежной массы по сравнению с изменением номинального ВВП (так называемая ситуация “денежного зажима”), которая в течение последующих лет была преодолена. Использование в расчетах темповых изменений номинального ВВП позволяет учесть как влияние инфляционных процессов, так и изменения реального ВВП.

Жесткий контроль над денежной массой в обращении, осуществляемый по принципу “денежного зажима” (или “денежного дефицита”) также подтверждает динамика реальных денежных остатков и реального ВВП. Так, за период 1991-1996 гг. денежный агрегат М1, дефлированный на индекс роста потребительских цен, снизился в 10,7 раза, агрегат М3 – в 10 раз, в то время как объем ВВП в реальном измерении сократился в 2 раза [1, с. 7].

По мнению ряда экспертов, основная причина диспропорций в наращивании денежной массы, которая обусловила ее чрезмерное сжатие по сравнению с изменением ВВП, заключается в том, что темпы роста денежной массы связывали не с изменением ВВП, а с инфляцией. Попытка “привязки” монетарных показателей к инфляционным не является необычной.

Динамика ВВП и денежной массы в Украине за период 1992-2000 гг.\*

Год	Денежная масса (M2)		ВВП (номинальный)	
	на конец периода, млн. грн.	темп роста к соответствующему периоду предыдущего года, %	млн. грн.	темп роста к соответствующему периоду предыдущего года, % (в фактических ценах)
1992	25	11 р.	5 (трлн. укр. крб.)	16,8 р.
1993	482	19 р.	148 (трлн. укр. крб.)	29,5 р.
1994	3216	7 р.	1204 (трлн. укр. крб.)	8,1 р.
1995	6846	213	5452 (трлн. укр. крб.)	4,5 р.
1996	9023	132	81519	149,5
1997	12448	138	93365	114,5
1998	15432	124	102593	109,9
1999	21714	141	130442	123,9
2000 (на 01.03)	23275	105	175010	130,1 (I кв.)

\*По данным НБУ

Данный подход полностью соответствует концептуальным положениям монетаризма о нейтральности и даже “сверхнейтральности” денег. Напомним, что концепция “нейтральности денег” исходит из того, что изменение денежной массы в обращении влияет лишь на абсолютный уровень цен, оставляя неизменным реальный объем производства [2, с. 291, 439]. “Супернейтральность денег” основана на предположении, что ожидаемые изменения роста денежной массы не влияют на реальный объем производства даже на краткосрочных временных интервалах.

В период высокой инфляции 90-х годов XX в. актуальность данных исследований стала еще более значимой.

Заметим, что методы изучения инфляционных процессов базируются на использовании широкого арсенала различных моделей, к числу наиболее часто упоминаемых из которых относятся следующие:

- **модель Кэйгана (для ситуации высокой инфляции):**

$$M_t - p_t = -a(p_{t+1}^e - p_t) \quad (3)$$

где  $M_t$  – логарифм денежного предложения в конце периода  $t$ ;

$p_{t+1}$  – логарифм общего уровня цен в период  $t$ ;

$p_{t+1}^e$  – характеризует ожидаемые цены в период  $t+1$ .

Правая часть уравнения (3) представляет спрос на денежные остатки как функцию от инфляционных ожиданий. Другие версии модели денежного спроса могут включать различные альтернативные затраты;

- **модель Тейлора:**

Двухпериодная модель, причем ожидаемый будущий контракт, определяющий зарплату, корректируется с помощью переменной  $u_t$ , характеризующей избыточный совокупный спрос:

$$w_t = (w_{t-1} + E_t w_{t+1})/2 + \gamma u_t. \quad (4)$$

Заменяя  $w_t$  в уравнении Кейгана (3), получаем ценовую модель:

$$p_t = (p_{t-1} + E_t p_{t+1})/2 + (\gamma/2)(u_t + u_{t-1}). \quad (5)$$

Таким образом, модель Тейлора может показать источники инерции цен, однако она не объясняет инерцию инфляции. Действительно, поскольку уровень инфляции измеряется разницей  $\pi_t = p_t - p_{t-1}$ , переход к приростам в уравнении (6) предполагает:

$$\pi_t = E_t \pi_{t+1} + \gamma u_t. \quad (6)$$

Таким образом, наличие контрактов позволяет включить элемент инерции в инфляционную модель;

- **модель Фюрера и Мура:**

$$p_t = (w_t + w_{t-1})/2. \quad (7)$$

Простая двухпериодная модель с гомогенными фирмами, где рассматриваются контракты по зарплатам и рост цен. Логарифм зарплаты и логарифм индекса цены  $p_t$  определяются как простая средняя величина контрактной зарплаты  $w_t$ , оговоренной в периоды  $t$  и  $t-1$ .

Это уравнение предполагает, что в производстве на каждой фирме заняты две группы рабочих. Переговоры о заключении контрактов о зарплате с каждой из этих групп ведутся в разные периоды времени. Группы равны по размеру и представляют гомогенные факторы производства. Наценка на единицу производственных затрат приравнена к единице.

Фюрер и Мур предлагают такую спецификацию контрактов, когда участники рассматривают *относительную реальную зарплату* за весь период действия контракта. Таким образом, контрактное уравнение, которое соответствует уравнению (4), примет следующий вид:

$$w_t - p_t = (w_{t-1} - p_{t-1} + E_t(w_{t+1} - p_{t+1}))/2 + \gamma u_t. \quad (8)$$

При этом предполагается, что контракты обсуждаются в номинальных величинах. Модель не навязывает каких-либо реальных жестких ограничений.

Вводя  $w_t$  из уравнения (8) в ценовое уравнение (7), получаем:

$$\pi_t = (\pi_{t-1} + E_t \pi_{t+1})/2 + \gamma u'_t \quad (9)$$

где  $u'_t$  характеризует средние значения текущего и прошлого объемов производства.

Инфляция теперь зависит от своей лаговой величины и характеризуется инерцией. Как одноразовый экзогенный шок производства, так и текущая инфляция оказывают устойчивое влияние на будущую инфляцию;

• **модель С. Эдвардса:**

Модель Эдвардса, представленная в 1995 г., проводит различия между товарными и нетоварными благами. Модель включает набор уравнений:

$$\pi_t = \alpha \pi_{Tt} + (1-\alpha) \pi_{Nt}, \quad (10)$$

$$z_t = \beta_1 (\pi_{Nt} - \omega_t) + \beta_2 (\pi_{Nt} - \pi_{Tt}), \quad (11)$$

$$\pi_{Tt} = \pi_t^* + \delta_t, \quad (12)$$

$$\omega_t = E_{t-1} \pi_t. \quad (13)$$

Уравнение (10) определяет уровень инфляции  $\pi$  как взвешенную среднюю величину товарной и нетоварной инфляции  $\pi_{Tt}$  и  $\pi_{Nt}$ . Уравнение (11) определяет связь между уровнем избыточного предложения национальной валюты  $z_t$  и избыточной “нетоварной” инфляции по отношению к уровню роста зарплаты  $\omega_t$  и уровню товарной инфляции. Последнее, согласно уравнению (12), является суммой внешней инфляции  $\pi_t^*$  и уровнем девальвации национальной валюты  $\delta_t$ . Уравнение (13) регулирует темпы роста зарплаты, скорректированной на компенсацию потерь от инфляции, ожидаемой в предшествующий период  $E_{t-1} \pi_t$ , где  $E_{t-1}$  – оператор ожиданий в период  $t-1$ . Предполагается, что зарплата устанавливается до того, как рассмотрены другие переменные модели.

Следует отметить, что анализ влияния инфляции на экономические процессы в отечественной экономической науке происходил с периодизацией ее на два основных периода.

Первый период приходился на 1992-1994 гг., когда наблюдалась скачкообразная инфляция со среднемесячным темпом прироста в 17 % и широкой амплитудой колебаний (стандартное отклонение около 8 %).

В течение второго периода, с начала 1995 г. и до настоящего времени, преобладает тенденция к плавному снижению темпов прироста потребительских цен с меньшей дисперсией значений. Средние темпы месячного прироста составляли около 3 %, а стандартное отклонение – 3-4 %.

Таким образом, при моделировании динамики инфляционных процессов следует учитывать как общий характер инфляции на всем рассматриваемом периоде, так и особенности каждого из подпериодов. По мнению специалистов, последнее особенно важно при прогнозировании изменения индекса цен, поскольку преобладание различных факторов в разных периодах может приводить к смещению оценок регрессионного уравнения и ухудшать его прогнозные свойства.

Основные гипотезы, которые учитывались при анализе моделирования инфляции и исследовании влияния трансмиссионных механизмов на характер воспроизводственных процессов в экономике, были следующими:

1. На протяжении первого периода (1992 – первая половина 1994 г.) доминирующую роль в развитии инфляционного процесса играла избыточная денежная эмиссия. В последующие годы на первый план выдвинулись черты инфляционной инерции.
2. Темпы приростов уровня цен в краткосрочном периоде обладают инерционностью, либо имеют очевидный временной тренд. Под инерционностью в данном случае понимается наличие устойчивой зависимости текущей инфляции от предыдущих значений темпов прироста индекса потребительских цен. Временной тренд предполагает очевидную тенденцию к снижению или росту темпов прироста цен со случайным характером колебаний.
3. При оценке будущей инфляции экономические агенты пользуются преимущественно адаптивными ожиданиями.
4. В долгосрочном периоде инфляционные процессы в экономике определяются динамикой изменения денежных агрегатов ( $M_0$ ,  $M_2$ , широкие деньги) и колебаниями спроса на реальные кассовые остатки.

Следует подчеркнуть, что в условиях “средней” и “медленной” инфляции основную роль в инфляционном процессе играет реакция крупных компаний, обладающих некоторой монопольной властью над определенными сегментами рынка. Чаще всего устойчивую инфляцию связывают с недостаточной гибкостью контрактных цен и затрат. Соответственно, надлежащая модель умеренной и медленной инфляции включает несовершенную конкуренцию между фирмами, оказывающими влияние на формирование цен.

Заметим, что для оценки величины спроса на деньги, как правило, рассматривались модели, где в качестве величины количества денег в экономике использовалась денежная масса  $M_2$ , денежная масса  $M_0$  или денежная база. В качестве влияющих переменных, как правило, принимались следующие: изменение спроса на деньги за предшествующий период, темпы изменения потребительских цен, темпы изменения обменного курса доллара США, темпы изменения доходности на вторичном рынке государственных ценных бумаг, темпы изменения дефлированного ВВП и темпы изменения дефлированного объема выпуска промышленной продукции. В качестве характеристики альтернативной стоимости хранения денег исследовались темпы изменения доходности на рынке государственных ценных бумаг, динамика дефлированного ВВП, характеристики ценовых ожиданий экономических агентов и т.д.

Так, исследования, проводимые специалистами Института экономических проблем переходного

периода РФ [4], подтверждают вывод о том, что в период 1992-1997 гг. изменение спроса на деньги в наибольшей степени зависело от изменения потребительских цен предыдущих месяцев, взятых с полиномиальным распределенным лагом, изменения уровня доходности на рынке государственных ценных бумаг и изменения дефлированного ВВП.

Уравнение изменения спроса на деньги описывается формулой (14):

$$(M/p)_t = c + \sum_{i=0}^n a_1 w_i p_{t-i-1} + a_2 r_t + a_3 Y_t + \varepsilon_t, \quad (14)$$

где  $(M/p)_t$  – переменные спроса на деньги  $(M2/p)_t$  и  $(BM2/p)_t$ ;

$M2_t$  – номинальная денежная масса  $M2$ ;

$BM2_t$  – номинальная широкая денежная масса  $M2$ ;

$p_t$  – индекс прироста потребительских цен за месяц  $t$ ;

$c$  – константа;

$a_1, a_2$  – коэффициенты регрессии;

$\varepsilon_t$  – случайная ошибка;

$n$  – глубина лага, равная 12 месяцам;

$$w_i = b_0 + b_1 i + b_2 i^2 + b_3 i^3 + b_4 i^4 + b_5 i^5, \quad (15)$$

где  $i$  – номер лага; здесь рассматривается степень полинома для изменения потребительских цен за предшествующий период, равная 5;

$r_t$  – темп изменения доходности на рынке ГКО;

$Y_t$  – темп изменения дефлированного ВВП.

Выбор зависимых переменных,  $(M2/p)_t$ ,  $(BM2/p)_t$ , и отмеченного состава влияющих переменных определили набор рассматриваемых уравнений, но статистические оценки уравнения для переменной изменения спроса на деньги  $(M2/p)_t$  оказались несколько лучше оценок с участием переменной  $(BM2/p)_t$ . Так, в первом случае показатель нормированного  $R^2$  составил 0,520, а во втором – 0,487.

Таким образом, основное уравнение спроса на деньги приобретает следующий вид:

$$(M2/p)_t = c + \sum_{i=0}^n a_1 w_i p_{t-i-1} + a_2 r_t + a_3 Y_t + \varepsilon_t. \quad (16)$$

Из представленных в работе расчетов следует, что изменение спроса на деньги в 1992-1997 гг. зависело от изменения потребительских цен предыдущих месяцев, взятых с полиномиальным распределенным лагом, изменения уровня доходности на рынке государственных ценных бумаг и изменения дефлированного ВВП. Однако снижение темпов роста потребительских цен в 1996-1997 гг. привело к некоторому изменению характера зависимости спроса на деньги от инфляции и других факторов. Снижение инфляции привело к тому, что с середины 1996 г. в экономике России наблюдался устойчивый рост спроса на деньги со стороны экономических агентов.

Исходя из тесной зависимости между денежной стабилизацией и общехозяйственной конъюнктурой, нарушения денежного обращения многими

экономистами воспринимались в качестве главной причины экономических кризисов. Вот почему в основу антиинфляционной политики того периода был положен тезис о необходимости жесткого контроля над денежной массой в обращении.

В данной связи уместно вспомнить высказывание Ф. Хайека, отмечавшего, что главный недостаток монетаристской школы состоит в том, что “подчеркивая влияние изменений в количестве денег на общий уровень цен, она целиком сосредотачивается на пагубном влиянии инфляции и дефляции, на отношениях между должниками и кредиторами, игнорируя еще более важные и вредные последствия вливаний и изъятий денег из обращения на структуру относительных цен и проистекающих из них неэффективное размещение ресурсов, в особенности же – дезориентацию инвестиций” [5, с. 132-133].

Хотелось бы отметить, что при исследовании особенностей трансмиссионных механизмов следует исходить из того, что границы денежной массы очень неопределенны. Денежная масса состоит из различных компонентов, обслуживающих различные экономические процессы и обладающих разной степенью ликвидности, поэтому спрос на определенные виды денег, равно как и их скорость обращения, неодинаковы. Кроме всего прочего, имеет место асинхронность взаимосвязи между денежной массой, уровнем цен; различная скорость оборота в отдельных секторах экономики.

Следовательно, влияние монетарных трансмиссионных механизмов на характер воспроизводственных процессов, в т.ч. на изменение основных макроэкономических показателей (ВВП, национального дохода) на длительных интервалах будет иметь все более завуалированный характер.

Так, можно сослаться на результаты исследований характеристик динамических рядов, охватывающих длительные периоды, которые свидетельствуют о том, что, начиная с 50-60-х годов нашего столетия, движение цен впервые обнаруживает признаки нестационарного распределения [7, с. 3-24]. Это особенно затрудняет предсказания цен (а вместе с тем и других показателей, характеризующих предполагаемые результаты инвестирования). Действие инфляции неизбежно порождает многочисленные “шумы” в каналах ценовой системы и тем самым делает труднопредсказуемой реакцию участников на рыночные сигналы не только в краткосрочной, но и в среднесрочной динамике. В данной связи уместно сослаться на результаты исследований Л. Болл и С. Чекетти, которые пришли к выводу, что инфляция в особенно большой степени увеличивает нестабильность ценовых пропорций на протяжении длительных периодов [6, с. 215-254]. Это неизбежно сокращает горизонт хозяйственного, и, прежде всего, инвестиционного планирования. Подрывая общую устойчивость экономики, инфляция, как правило, особенно болезненно “бьет” по долгосрочным вложениям в реальном секторе.

Как свидетельствуют приведенные данные динамики объемов и нормы накопления в основной капитал, представленные в таблице 2, объем инвестиций в основной капитал в экономике Украины за период 1990-2000 гг. сократился почти в 4,5 раза.

Так, если в 1990 г. в расчете на душу населения объем инвестиций в основные фонды в сопоставимых ценах составлял 1072,3 грн., то к 2000 г. данный показатель снизился до уровня 250 грн. Общий объем инвестиций в основной капитал в 2000 г. составил только 26,7 % от уровня 1990 г.

Таблица 2

**Динамика инвестиций в основной капитал в экономике Украины в 1990-2000 гг.**

Показатели	1990 г.	1991 г.	1992 г.	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.
Инвестиции в основной капитал в ценах 2000 г., млн. грн.	87415	81209	51243	45965	35693	23119	18033	16446	17449	17519	19481
Инвестиции в основной капитал, % к уровню предыдущего года	101,9	92,9	63,1	89,7	77,5	64,9	78,0	91,2	106,1	100,4	111,2
Норма инвестиций, % к ВВП	н/д	н/д	17,4	19,8	18,9	17,2	15,4	13,3	13,6	13,8	11,2

Нельзя не заметить, что постоянное сокращение нормы валового накопления основного капитала в структуре используемого ВВП обуславливает неизбежное сокращение и разрушение промышленного потенциала страны. В данной связи уместна ссылка на весьма показательный пример. Когда в 1975 г. Япония находилась в самой острой кризисной фазе, связанной с “нефтяным шоком”, и инфляция составила 14 % в год, объем чистого накопления достигал 21,5 % ВНП, а эффективность инвестиций по накоплению – 10,79 %. Депрессия не только не уничтожила, но даже не нарушила нормального функционирования системы макроэкономического регулирования, которое обеспечило формирование важнейших параметров расширенного воспроизводства, объема и доли чистого накопления, эффективности инвестиций.

Следует обратить внимание, что в условиях ухудшения инвестиционного климата в Украине наблюдается непрерывное сокращение объемов капиталовложений, направляемых в экономику страны.

Как свидетельствуют данные, представленные на рисунке, общий объем капитальных вложений за период 1990-2000 гг. сократился на 75,5 %. Своеобразный уход государства из инвестиционной сферы также обострил дефицит инвестиционных ресурсов. Следует напомнить в данной связи, что ранее в соответствии с постановлением Кабинета Министров Украины от 16.02.98 г. № 182 “О стимулировании инвестиционной деятельности” (Ст. 3) предусматривалось в проектах Государственного бюджета Украины, начиная с 1999 г., расходы на финансирование капитальных

вложений планировать в объемах не менее 3 % ВВП. Вместе с тем в течение последних лет объем централизованных государственных капитальных вложений в экономику крайне незначителен. Так, в Государственном бюджете 2000 г. было предусмотрено выделение на капитальные вложения всего лишь 2,8 % от всех источников финансирования, в Госбюджете 2001 г. этот показатель уже снизился до 1,3 %.

Важным направлением “оппозиции” монетарной теории является теория реальных деловых циклов (real business cycle theory), которая дает иное объяснение наблюдающимся в экономике статистическим корреляциям между колебаниями денежной массы и реального валового продукта. Согласно данной концепции, конъюнктурные циклы объясняются глубокими и непредсказуемыми нарушениями (“шоками”)

в сфере производства, которые связаны с нехваткой сырьевых ресурсов, качественными изменениями в технологической сфере, сдвигами в производительности труда и т.п. Что же касается корреляций между изменениями денежной массы и ВВП, то они возникают не только вследствие денежных импульсов, но и имеют более глубокую причинно-следственную связь, вытекающую из колебаний объемов реального производства и товарного обращения. Любая монетарная теория предопределяет лишь наиболее общий внешний подход к объяснению взаимосвязи между количеством денег в обращении и другими экономическими переменными.

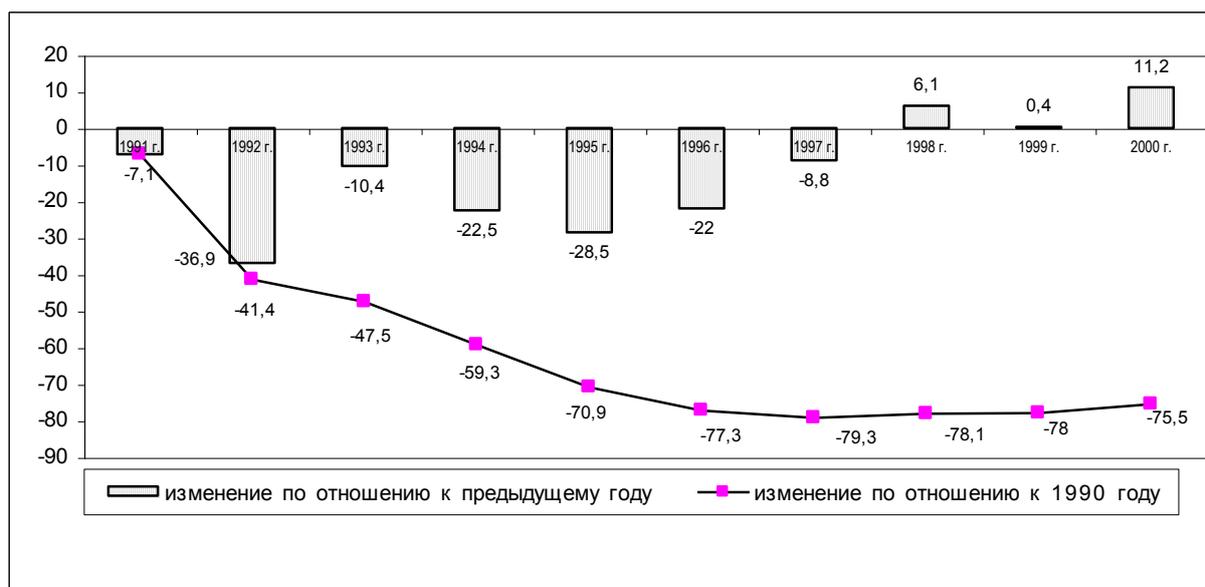


Рис. Динамика объемов капиталовложений в экономику Украины за период 1991-2000 гг.

Для нашей экономики острой является проблема изменения структуры финансовых потоков с целью преодоления инвестиционного кризиса и оживления производства, обновления основного капитала. Это должно подкрепляться созданием действенных механизмов перелива денежных ресурсов, аккумулируемых финансово-кредитными институтами, в реальный сектор экономики, в т.ч. для инвестиционной поддержки предприятий, имеющих хорошие возможности устойчивого сбыта продукции на внутреннем рынке с целью расширения потребительского спроса и повышения уровня рентабельности экономики.

Так, обращает на себя внимание крайне неудовлетворительная структура экономики, что проявляется в низкой эффективности накопления, определяемого таким показателем, как *приростной коэффициент капиталоемкости*. Данный показатель рассчитывается как отношение валовых инвестиций в основной капитал за определенный период к приросту ВВП за тот же период или с лагом (обычно в 1-3 года) в неизменных ценах. Показатель, обратный приростному коэффициенту капиталоемкости, – *приростной коэффициент капиталотдачи*. Проведенные нами расчеты обнаружили, что при крайне низкой норме накопления (табл. 2) и сложившейся воспроизводственной структуре нет реальных условий для обеспечения роста производственного потенциала.

Как свидетельствуют расчетные данные (табл. 3), в 1996-1999 гг. приростной коэффициент капиталотдачи имел отрицательное значение. Это означает беспрецедентную ситуацию, когда при сложившейся структуре экономики и действующих механизмах трансмиссии, инвестиционные импульсы обеспечивали не рост производственного потенциала, а его снижение. Так, например, в 1996 г. каждая

стоимостная единица инвестируемых средств в основной капитал сопровождалась снижением объемов ВВП в реальном выражении на 0,65 грн. Лишь к 2000 г. негативные тенденции были частично преодолены.

В свою очередь, ситуация инфляционной инерции, на что мы указывали ранее, затрудняет прогнозирование влияния монетарных импульсов на состояние общехозяйственной конъюнктуры. В сложившихся условиях адаптивных инфляционных ожиданий именно реакция крупных компаний, обладающих монопольной властью над определенными сегментами рынка, будет определять направленность финансовых потоков в процессе проводимой ими ценовой, инвестиционной и структурной политики и определять характер влияния монетарных импульсов на экономический рост.

В целом следует подчеркнуть, что использование жесткой денежно-кредитной политики оказалось достаточно эффективным средством для обуздания инфляции, но в условиях ослабления государственного контроля и отсутствия продуманной стратегии структурного реформирования экономики производственная система оказалась не в состоянии обеспечить эффективную трансформацию монетарных импульсов в процессе денежной стабилизации для последующего улучшения общехозяйственной конъюнктуры и стимулирования экономического роста.

**Динамика приростных макроэкономических коэффициентов капиталоемкости и капиталотдачи  
в Украине за период 1996-2000 гг.**

Годы	Инвестиции в основной капитал, млн. грн. (в сопоставимых ценах)	ВВП, млн. грн. (в фактических ценах)	Реальный прирост (снижение) ВВП, % к соответствующему периоду предыдущего года	Приростной коэффициент капиталоемкости, $\frac{I_{(реалн.)}}{\Delta ВВП_{(реалн.)}}$	Приростной коэффициент капиталотдачи, $\frac{\Delta ВВП_{(реалн.)}}{I_{(реалн.)}}$
1995	16097	5451642 (млрд. укр. крб.)	-12,2	–	–
1996	12557	81519	-10,0	-1,54	-0,65
1997	11449	93365	-3,0	-4,08	-0,24
1998	12151	102593	-1,9	-6,23	-0,16
1999	12197	130442	-0,3	-31,16	-0,03
2000	13955	175010	6,0	1,32	0,75

\*Рассчитано по данным Госкомстата Украины: Статистичний щорічник України за 2000 рік. – К.: Держкомстат, С. 36, 197, 199.

### Список литературы

1. Вісник Національного банку України. – 1997. – № 8.
2. Долан Э.Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / Под общ. ред. В. Лукашевича. – Л.: Профико, 1991.
3. Науменкова С.В. Проблемы сбалансированности денежного рынка Украины. – К.: Наукова думка, 1997. – 56 с.
4. Развитие российского финансового рынка и новые инструменты привлечения инвестиций. – М.: Институт экономических проблем переходного периода, 1998.
5. Хайек Ф. Частные деньги. – М.: Институт национальной модели экономики, БАКОМ, 1996.
6. Ball L., Cecchetti S. Inflation and Uncertainty at Short and Long Horizons // Brooking Papers on Economic Activity. – 1990. – № 1. – P. 215-254.
7. Barsky R. The Fisher Hypothesis and the Forecastability and Persistence of Inflation // Journal of Monetary Economics. – 1987. – P. 3-24.
8. Stockman A. Anticipated Inflation and the Capital Stock in a Cash-in-Advance Economy // Journal of Monetary Economics. – 1981. – P. 387-393.

### Summary

The article considers and analyses the specificity of influence of the monetary transmission mechanisms on the stimulation of re-production processes in economy, including the problems of money supply and demand balancing in connection with real measures on maintenance of financial stabilization and stimulation of economic growth.