

Богдан АДАМИК

МЕХАНІЗМ ГРОШОВОЇ ТРАНСМІСІЇ ТА КАНАЛИ ЙОГО ВПЛИВУ НА ЕКОНОМІКУ

Розглядаючи діяльність центрального банку в системі регулювання грошово-кредитних відносин економіки країни – спочатку з визначення стратегії монетарної політики до інструментів впливу – необхідно приділити увагу каналам, через які відбуваються зміни у пропозиції грошей, що впливають на реальний сектор економіки, тобто механізму грошової трансмісії.

Починаючи з ранніх праць відомих монетаристів¹, механізм грошової трансмісії був і все ще залишається важливою темою грошово-кредитного регулювання економіки. Тривають дискусії щодо зв'язку між грошовою пропозицією і ВВП. Останнім часом у багатьох дослідженнях повертаються до класичного емпіричного запитання: «Який же реальний ефект монетарної політики?», аналізуючи не лише причинний зв'язок між пропозицією грошей і ВВП, а також інші змінні величини, а саме процентні ставки, обмінний курс тощо².

Більшість економістів погоджується, що монетарна політика може значно впливати на ділову активність, принаймні, у короткотерміновому періоді. Суть дискусії полягає у тому, яким чином грошово-кредитна політика точно впливає на економіку і ціни, оскільки існують різні точки зору щодо механізму грошової трансмісії, які наголошують на ролі грошей, процентних ставок чи обмінного курсу тощо.

Слід зазначити, що канали трансмісійного механізму можуть відрізнятися у різних країнах або навіть у різні періоди часу в межах однієї країни.

У кейнсіанській моделі механізм грошової трансмісії діє через прийняття підприємницьких рішень щодо інвестиційних витрат, а основною його ланкою є вплив процентних ставок на планові інвестиції. У кейнсіанській моделі зростання пропозиції грошей (M) зменшує процентні ставки (i), знижуючи тим самим вартість капіталу і впливаючи таким чином на підвищення рівня інвестиційних видатків (I). Оскільки економіка не перебуває у повній зайнятості ресурсів, зростає реальний обсяг виробництва (Y) при незмінних цінах. Схематично традиційний механізм грошової трансмісії з точки зору кейнсіанців виглядає таким чином:

$$\uparrow M \Rightarrow \downarrow i \Rightarrow \uparrow I \Rightarrow \uparrow Y. \quad (1)$$

Механізм грошової трансмісії у трактуванні монетаристів містить інші засоби впливу грошово-кредитної політики на зміну рівня економічної активності. Монетаристи не описують тих шляхів, через які пропозиція грошей впливає на сукупні видатки. Вони досліджують впливи грошей на ділову активність, вивчаючи наскільки тісно зміни грошової маси (M) пов'язані зі змінами обсягу виробництва (Y). Монетаристи розглядають трансмісійний механізм у ширшому аспекті, ніж кейнсіанці. Традиційний механізм грошової трансмісії з

¹ Friedman, M. and A. Schwarz, 1963, *A Monetary History of the United States: 1867–1960*, NBER Studies in Business Cycles, 12, Princeton University Press, Princeton New Jersey; Friedman, M. and D. Meiselman, 1963, *The relative stability of monetary velocity and the investment multiplier in the United States, 1897–1958*, in: *Stabilization Policies*, Commission on Money and Credit, 165–268.

² Stock, J. H. and M. W. Watson, 1989, *Interpreting the evidence on money-income causality*, *Journal of Econometrics* 40, 161–182; Friedman, B. M. and K. N. Kuttner, 1993, *Another look at the evidence on money-income causality*, *Journal of Econometrics* 44, 189–203.

точки зору кейнсіанців є лише одним з кількох можливих способів впливу грошової маси на економіку в цілому.

За концепцією монетаристів, зростання пропозиції грошей (M) безпосередньо підвищує сукупний попит (AD) і таким чином впливає на зростання номінального обсягу виробництва (PY), яке відбувається за рахунок підвищення рівня цін (P). Схематично трансмісійний механізм у розумінні монетаристів можна зобразити так:

$$\uparrow M \Rightarrow \uparrow AD \Rightarrow \uparrow PY \Rightarrow \uparrow P. \quad (2)$$

Розглядаючи переваги і недоліки зображених вище моделей, слід зазначити, що підхід кейнсіанців має ту перевагу, що спрощує розуміння механізму функціонування економіки. Однак кейнсіанська модель спрацьовує лише за умови, що всі компоненти механізму грошової трансмісії є відомими.

Основною перевагою монетаристського підходу є те, що не накладаються обмеження на шляхи впливу монетарної політики на економіку. Монетаристи вважають, що окремі канали, через які зміни у пропозиції грошей впливають на обсяг виробництва, є мінливими, і тому надто важко виявити весь трансмісійний механізм грошово-кредитної політики.

У перехідних економіках, до яких належить і економіка України, кілька факторів пояснюють наші обмежені знання щодо механізму грошової трансмісії. Беручи до уваги постійні структурні, інституційні зміни, а також зміни у поведінці суб'єктів економіки, можна допустити, що канали монетарної трансмісії, як і трансмісійні лаги, є змінними. Саме тому необхідно погодитися з підходом монетаристів до визначення каналів впливу монетарної політики на економічну систему країни.

Аналізуючи розвиток дискусій щодо впливу зміни грошової маси на економічну активність, трансмісійний механізм грошово-кредитної політики можна поділити на п'ять різних каналів (рис. 1)¹.

Першим характерним каналом механізму грошової трансмісії є *канал зміни грошової маси*. Згідно з кількісною теорією грошей Фішера, зростання грошової маси прямо впливає на економічну активність. Результатом зростання пропозиції грошей є збільшення рівня цін і підвищення сукупних витрат.

Друга група каналів трансмісійного механізму складається з *каналів процентної ставки*. Органи грошово-кредитного регулювання безпосередньо контролюють офіційні процентні ставки, що значною мірою визначають процентні ставки на ринку грошей. Зміна процентних ставок впливає на всі планові компоненти витрат, як інвестиційні, так і не інвестиційні. Збільшення цих витрат призводить до підвищення інвестиційного та споживчого попиту й, отже, до зростання сукупного попиту і сукупної пропозиції в економіці.

Окрім того, зміни грошової маси і процентних ставок впливають на економічну активність через номінальний рівень цін, наприклад, ціни на акції, нерухомість, землю тощо. Вищеназвані канали можна об'єднати під назвою *канали номінального рівня цін*.

Джеймс Тобін розвинув теорію про зв'язок між курсами акцій та інвестиційними видатками (теорія q Тобіна)². Тобін визначає q як відношення ринкової вартості фірми до відновної вартості її капіталу. Згідно з цією теорією, якщо q високе, компанії можуть випускати акції і отримувати високу ціну за них порівняно з вартістю устаткування та будівель, які вони купують. Отже, інвестиційні видатки зростуть, оскільки фірми можуть купувати багато нових інвестиційних товарів з невеликим випуском акцій. З іншого боку, коли q низьке, компанії можуть дешево купити іншу фірму, набуваючи замість старого новий капітал. Інвестиції за таких умов будуть дуже низькими.

¹ Для спрощення на рис. 1 не враховано зворотний зв'язок між економікою та монетарною політикою, а також те, що деякі канали трансмісійного механізму є внутрішніми.

² Мішкін Фредерік С. *Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків* / Пер. з англ. С. Панчишин, Г. Стеблій, А. Стасюшин. – К.: Основи, 1998. – С. 764 – 765.

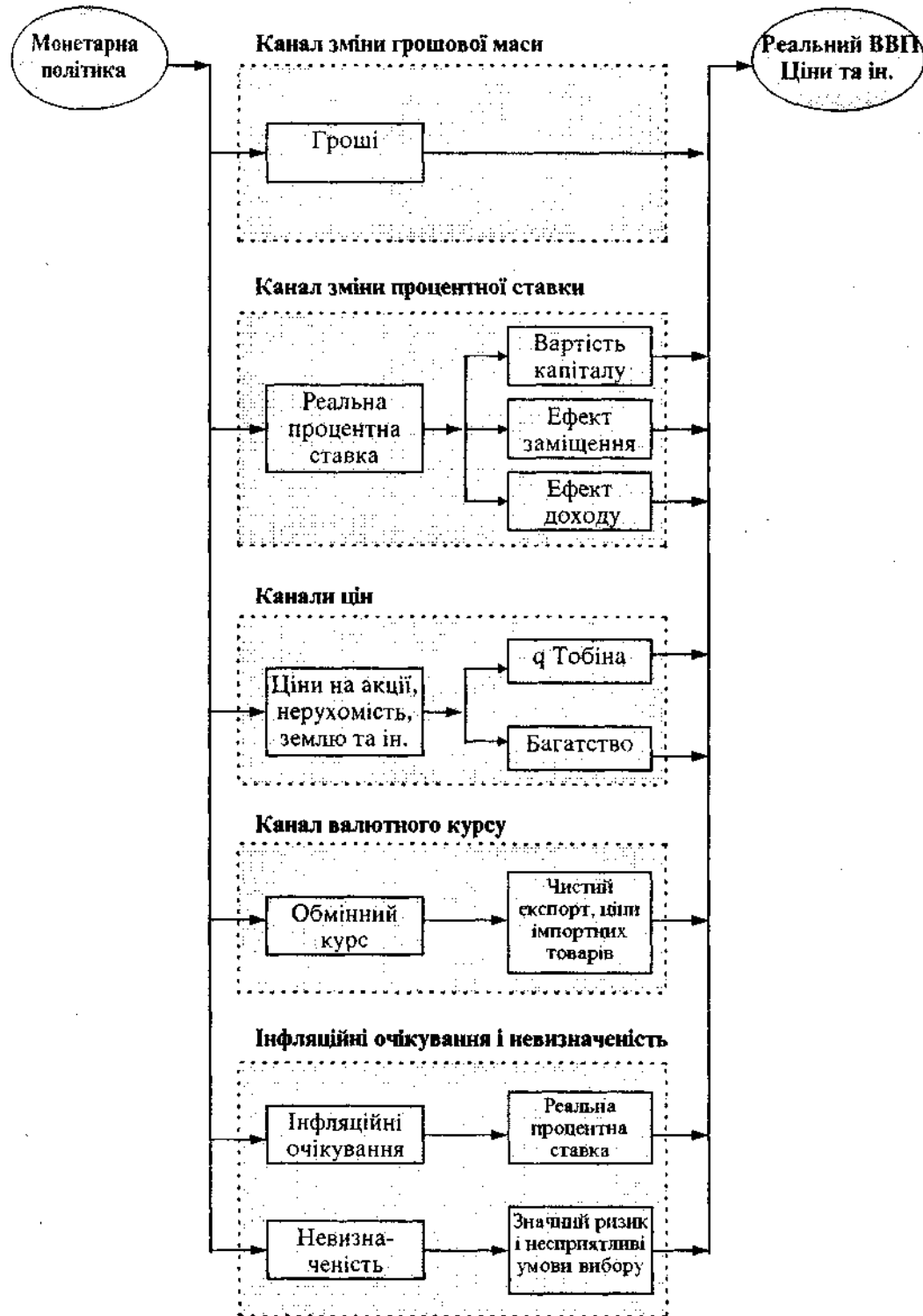


Рис. 1. Канали механізму монетарної трансмісії.

Ефект багатства означає, що зростання курсу акцій, а також зростання цін на товари довгострокового користування збільшує рівень багатства економічних суб'єктів, що

володіють такими активами. Таким чином, збільшуються життєві ресурси споживачів, і споживання повинно зрости.

Канал зміни валютного курсу впливає таким чином: при зниженні внутрішніх процентних ставок вітчизняні депозити стають менш привабливими порівняно з депозитами в іноземній валюті, результатом чого стане падіння обмінного курсу національних грошей. Нижча вартість національної валюти робить вітчизняні товари дешевшими за іноземні, викликаючи тим самим зростання чистого експорту, а отже, й сукупного обсягу виробництва.

Останній канал грошової трансмісії пов'язаний з *інфляційними очікуваннями і невизначеністю*. Дієвість грошово-кредитного регулювання залежить від довіри населення і фірм до економічної політики уряду в цілому та монетарної політики центрального банку зокрема.

Проблема недовіри пов'язана з можливими відмовами уряду і центрального банку від своїх намірів щодо проведення тих чи інших економічних заходів. Недовіра до стабільності національної грошової одиниці призводить до вкрай негативних явищ: доларизації грошового обігу; недовіри до банківської системи, що супроводжується згортанням вкладів, та ін. Недовіра до політики уряду призводить до зменшення інвестицій, згортання ділової активності тощо.

У результаті невизначеності суб'єктів господарювання щодо політики уряду економіка у цілому істотно програє, оскільки стимули до економічного росту виявляються заблокованими песимістичними очікуваннями.

Підсумовуючи розгляд каналів впливу грошово-кредитної політики центрального банку на економіку, слід зазначити:

- проводячи грошово-кредитне регулювання економіки, необхідно враховувати всі канали трансмісійного механізму монетарної політики, фокусуючи при цьому свою увагу на кількох каналах грошової трансмісії (наприклад, канал зміни грошової маси і канал зміни процентної ставки) залежно від стратегії монетарного регулювання;
- слід враховувати відмінності механізму грошової трансмісії в різних країнах, оскільки емпірично доведено, що трансмісійний механізм і його вплив на економічну активність можуть значно відрізнятися у різних країнах і навіть у межах однієї країни (особливо це стосується країн з перехідною економікою – враховуючи постійні структурні, інституційні зміни, а також зміни у поведінці суб'єктів економіки);
- грошово-кредитна політика центрального банку впливає на економічну активність лише за умови дієвості каналів грошової трансмісії – якщо механізм, що забезпечує вплив позитивних змін у монетарній сфері на реальну економіку, є надто слабким (а саме це характерне на сучасному етапі в Україні), зміна економічної активності лежить за межами монетарної політики центрального банку.