

ПРОБЛЕМИ ЗМІСТУ І МЕТОДИКИ ВИКЛАДАННЯ ЕКОНОМІЧНОЇ ТЕОРІЇ

Макроекономіка. Підручник

А.А.Гриценко, чл.-кор. НАН України

Інститут економіки та прогнозування НАН України

Т.О.Кричевська, канд. екон. наук

Інститут економіки та прогнозування НАН України

Тема 13. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ

- 13.1. Нейтральність грошей у класичній економічній традиції.
- 13.2. Негнучкість цін і зарплат.
- 13.3. Роль грошей у встановленні макроекономічної рівноваги.
- 13.4. Канали монетарної трансмісії.

Література

1. Кейнс Дж.-М. Общая теория занятости, процента и денег : [пер с англ.] / под. ред. А.Г.Милейковского, И.М.Осадчей. – М. : Прогресс, 1978. – 494 с.
2. Мишкін Ф. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків. – К. : Основи, 1998. – 963 с.
3. Моисеев С. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики // Финансы и кредит. – 2002. – № 18. – С. 38–51.
4. Радіонова І., Бурлай Т., Алімпієв Є. Макроекономіка-2 : навч. посіб. – Київ-Кам'янець-Подільський : Аксіома, 2010. – 424 с.
5. Харрис Л. Денежная теория. – М. : Прогресс, 1990. – 750 с.
6. Abel, A., Bernanke B., Croushore D. Macroeconomics. – Boston : Addison-Wesley, Pearson Education. – 6th ed., 2008. – 672 p.
7. Bofinger P. Monetary policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments. – Oxford: Oxford University Press, 2001. – 454 p.
8. Mishkin F. The Channels of Monetary transmission: lessons for monetary policy // NBER Working paper. – 1996. – № 5464. – 27 p.

Грошово-кредитна політика – це комплекс заходів держави щодо регулювання грошового ринку з метою забезпечення економіки грошовою масою і підтримання стабільності грошової одиниці як необхідної передумови досягнення макроекономічних цілей.

Основними методологічними передумовами появи грошово-кредитної політики як інструменту макроекономічного регулювання стали:

- 1) усвідомлення важливості взаємозв'язку між кількістю грошей та іншими економічними змінними;
- 2) формування теорій, що пояснюють ці взаємозв'язки;
- 3) формалізація монетарних теорій, представлення їх у вигляді певних функціональних залежностей і використання для моделювання взаємозв'язків між "грошовими" і "реальними" змінними;

4) розвиток методів емпіричної перевірки цих залежностей (йдеться про економетричні технології), що дозволяють не лише тестувати теоретичні гіпотези, а й використовувати отримані результати для побудови структурних моделей і прогнозування.

Все це в сукупності забезпечило науково-аналітичну основу для прийняття рішень у грошово-кредитній політиці.

Інституційною ж передумовою появи грошово-кредитної політики стала централізація емісії грошей в єдиній державній інституції – центральному банку. Вона відбулася як під впливом домінування певних теоретичних підходів (наприклад, "грошової" над "банківською" школою в Англії), так і певних подій – воєн, що вимагали державного контролю над грошовим обігом, чи банківських криз.

Ця тема присвячена розгляду шляху економічної науки до використання державного регулювання грошового ринку з метою впливу на макроекономічні показники та формування основних теоретичних засад такого регулювання.

13.1. Нейтральність грошей у класичній економічній традиції

Природу й динаміку впливу кількості грошей на економіку оцінити вкрай важко, оскільки йдеться про взаємозв'язок "реального" світу ресурсів і продуктів, з одного боку, та грошей як їх представників в обігу, з іншого боку, тобто явищ водночас єдиної і відмінної природи. Окрім методологічних труднощів, виникають і технічні, пов'язані з потребою в систематичних статистичних даних про макроекономічні агрегати і методах виокремлення впливу чинника кількості грошей серед значної кількості різноманітних факторів, що впливають на макроекономічні показники.

Як відомо, найбільш поширеною теорією, яка пояснює зв'язок між грошима і економікою, є кількісна теорія грошей. *Представники кількісної теорії обстоювали ідею так званої "нейтральності грошей" у довгостроковому періоді – тобто відсутності впливу змін кількості грошей на реальні економічні показники.* Виходячи з кількісного рівняння обміну і за умови екзогенного характеру швидкості обігу грошей, зміна кількості грошей мала призвести тільки до пропорційного зростання цін. У період становлення кількісної теорії у розпорядженні вчених був лише описовий метод і розрізнені статистичні дані, наприклад, про добування золота та ціни на окремі товари. Для аргументації вони використовували сутнісні міркування (розкриваючи впливи грошей через їхню сутність як засобу обігу або рахункової одиниці) та яскраві логічні аналогії.

Один із засновників кількісної теорії Д.Юм в есе "Про гроші" писав: "Насправді очевидно, що гроші є нічим іншим, як представниками праці і товарів, і що вони є лише методом оцінки чи вимірювання останніх. Якщо монет стало більше, то потрібна більша їхня кількість

для того, щоб представити таку саму кількість товарів, і це не матиме жодного ефекту, ні хорошого, ні поганого... не більше, ніж зміна бухгалтерських книг або системи числення ..."¹. Доводячи неможливість впливу зміни кількості грошей на реальні економічні величини, вчений використовував нереалістичні способи збільшення чи зменшення суми грошей в країні, наприклад: "якби все золото в Англії раптом було знищене..." або "припустимо, що якимось дивом до кишені кожного жителя Великої Британії за одну ніч прослизнуло 5 фунтів стерлінгів..."².

Проте, відмовляючись від припущення про миттєве і рівномірне зникнення чи появлення грошей, Д.Юм визнавав вплив грошей на зайнятість до того, як зміняться ціни. Ось його опис ситуації збільшення грошей у країні завдяки зовнішньоторговельній операції. "Коли певна кількість грошей надходить до держави, вона не розсіюється відразу по багатьох руках, а спочатку надходить до скринь кількох осіб, які негайно намагаються отримати від цього вигоду. Припустимо, що ряд промисловців чи купців отримали золото чи срібло за товари, відправлені до Кадісу. Завдяки цьому вони зможуть найняти більше робітників, ніж раніше, – тих, хто ніколи не подумає вимагати вищої зарплати і радітиме зайнятості у таких добрих господарів. [Ремісник] ... несе свої гроші на ринок, де отримує всі товари за попередніми цінами, але приносить додому більше товарів і кращої якості. Фермер і садівник, виявляючи, що всі їхні товари розкупаються, намагаються вирощувати більше... Неважко прослідкувати просування грошей через усю державу і виявити, що перш ніж підвищити ціни на працю, вони збільшують старання кожної окремої особи"³. У Д.Юма можна знайти і міркування щодо реальних ефектів зменшення кількості грошей. "Завжди існує інтервал часу, поки справи пристосуються до нової ситуації, і цей інтервал часу є настільки ж руйнівним для промисловості з убиванням золота і срібла, наскільки сприятливим зі зростанням кількості цих металів. Робітник отримує менше роботи і відповідно платні від промисловця чи купця, тоді як ціни на ринку залишаються на попередньому рівні. Фермер не може продати своє зерно і худобу, хоч змушений сплачувати таку ж, як і раніше, ренту своєму лендлордові. Неважко собі уявити бідність, злидні і лінощі, що стають наслідком цього"⁴.

Визнавали вплив зміни кількості грошей на обсяг виробництва в короткостроковому періоді й інші представники кількісної теорії докейнсіанського періоду. Одні причинність зв'язку вбачали від грошей

¹ Hume D. Writings on economics. Eugene Rotwein, ed. – Madison: University of Wisconsin Press, 1970. – P. 28. Цит. за: Lucas R. Monetary neutrality. Prize lecture, December 7, 1995. / Nobel Lectures in Economic Sciences (1991–1995). – Singapore. – World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd, 1997 – P. 246.

² Lucas R. Monetary neutrality. Prize lecture, December 7, 1995. / Nobel Lectures in Economic Sciences (1991–1995). – Singapore. – World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd, 1997 – P. 247.

³ Ibid. – P. 247.

⁴ Ibid.

до цін, і від цін до обсягу виробництва: більша кількість грошей веде до вищих цін, а вищі ціни стимулюють бізнес, що веде до збільшення обсягу виробництва. Інші вважали, що спочатку гроші впливають на обсяг виробництва, а вже потім – на ціни: зростання кількості грошей збільшує попит і обсяг виробництва, і з часом це веде до зростання цін⁵. *Втім, всі вони визнавали цей період і відповідні зміни несуттєвими.*

З наведеної вище аргументації Д.Юма випливає, що у довгостроковому періоді гроші є нейтральними за означенням, тобто виходячи з їхньої функції рахункової одиниці в економіці.

Кількісна теорія грошей сформувалася в річищі класичної економічної думки і продовжувала розвиватися в складі неокласичної теорії. В рамках цих теорій ціни практично миттєво реагують на надлишок попиту чи пропозиції на готову продукцію і фактори виробництва, забезпечуючи швидке настання рівноваги на ринках (товарів, праці). Адам Сміт, як відомо, описував ці механізми як коригування цін під дією "невидимої руки" конкуренції. У неокласичній моделі загальної рівноваги, розробленої швейцарським ученим Л.Вальрасом, встановлення рівноваги (рівності між попитом і пропозицією) в економіці розглядається як процес ітеративного наближення до рівноважних цін і зарплат, коли останні коригуються у відповідь на надлишковий попит чи пропозицію на відповідних ринках. Модель Вальраса описує мінову економіку, в якій відсутні виробництво, процеси інвестування, накопичення капіталу і т.п. Економіка в цій моделі представлена набором товарних ринків, стан яких описується рівняннями попиту і пропозиції різноманітних товарів. За ринком наглядає "аукціонник", завданням якого є оголошення набору відносних цін для n товарів. "Аукціонник" оголошує набір відносних цін, і учасники ринку у відповідь заявляють, яку кількість товару вони хотіли б продати чи купити за цими відносними цінами. Він зводить усю цю інформацію і, у разі виявлення надлишкового попиту чи пропозиції певних товарів, оголошує новий набір цін – нижчих, якщо має місце надлишкова пропозиція товару, і вищих – у разі надлишкового попиту на нього. Ця процедура зрештою приводить до прийняття такого набору відносних цін, за якого для кожного товару сукупний надлишковий попит і пропозиція дорівнюватимуть нулю. Процес коригування цін у напрямі досягнення рівноваги відбувається ще до укладання контрактів, тобто можна говорити про миттєву корекцію цін у напрямі рівноважних, або абсолютну їх гнучкість. Зазначимо, що описана модель економіки є бартерною, і в ній встановлюються відносні ціни, тобто співвідношеннями між обмінюваними товарами. А як же грошові ціни? Їхня гнучкість базувалася на гнучкості відносних цін, оскільки відповідно до традицій класичної і неокласичної

⁵ *Blanchard O.* What do we know about macroeconomics that Fisher and Wicksell did not? [Електронний ресурс] // NBER Working papers. 2000. № 7550. – Доступний з: <www.nber.org/papers/w7550>.

теорії гроші трактувалися як "вуаль", що огортає "істинно важливі" процеси у сфері матеріального виробництва і товарного обміну. Такий жорсткий поділ економічних явищ на реальні і "грошові" отримав у літературі назву класичної дихотомії⁶.

Отже, можна сказати, що нейтральність грошей у класичній економічній традиції базувалася, по-перше, на надзвичайно високій (а у відповідних моделях – абсолютній) гнучкості відносних цін на товари і ресурси, які досить швидко коригувалися у відповідь на збільшення пропозиції грошей, і, по-друге, на розгляді у відповідних моделях грошей винятково як рахункової одиниці.

13.2. Негнучкість цін і зарплат

Видатний британський економіст Дж.М.Кейнс, маючи можливість спостерігати, що під час Великої депресії 1929–1933 рр. безробіття не ліквідувалося завдяки зниженню реальної заробітної плати, як це передбачалося класичною теорією, і що ціновий механізм не допомагав подолати спад виробництва, звернувся до причин негнучкості номінальних (грошових) заробітних плат і цін, і показав, що внаслідок цього зміна кількості грошей в економіці може протягом тривалого часу не поглинатися миттєвою пропорційною зміною витрат виробництва і цін, а призводити до зміни обсягу виробництва, тобто, якщо виразити це через кількісне рівняння обміну $MV = PQ$, то зміна M призведе до зміни Q .

Дж.Кейнс формулює кількісну теорію грошей у модифікованому вигляді: "Поки наявна неповна зайнятість факторів виробництва, ступінь їхнього використання буде змінюватися в тій же пропорції, що й кількість грошей; якщо ж у наявності повна їхня зайнятість, то ціни будуть змінюватися в тій же пропорції, що й кількість грошей"⁷. У ситуації неповної зайнятості виробники можуть нарощувати обсяг виробництва, не збільшуючи витрати виробництва, зокрема заробітну плату, оскільки в умовах масового безробіття робітники не вимагають зростання платні.

Звернемося до відповідної аргументації в "Загальній теорії зайнятості, відсотка і грошей". "Повсякденний досвід безперечно доводить, що становище, коли працівники домагаються (у відомих межах) певної грошової, а не реальної заробітної плати, зовсім не абстрактна можливість, а нормальне явище. Працівники, як правило, опираються скороченню грошової заробітної плати, але вони не припиняють роботу щоразу, коли піднімаються ціни на товари, які вони купують на заробітну плату"⁸. "Працівники під час депресії ніяк не більш вимогливі, ніж під час буму, – зовсім навпаки"⁹. „Падіння реальної заробітної плати, викликане зростанням цін за незмінної грошової заробітної плати,

⁶ Харрис Л. Денежная теория: – М. : Прогресс, 1990. – С. 30, 31, 33.

⁷ Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. – С. 370–371.

⁸ Там же. – С. 61.

⁹ Там же. – С. 62.

не призводить до скорочення розмірів пропозиції праці порівняно з тією чисельністю фактично зайнятих робітників, яка існувала до підвищення цін. В протилежному випадку виявилось б, що всі безробітні, готові в цей момент працювати за пропоновану їм заробітну плату, відмовляться від подальших спроб працевлаштуватися через невелике зростання вартості життя¹⁰. Дж.Кейнс наводить ще один аргумент на користь негнучкості номінальної (грошової) заробітної плати: "...кожна особа чи група осіб, котрі погоджуються на скорочення грошової заробітної плати порівняно з заробітною платою інших осіб або груп, постраждає від відносного скорочення заробітної плати, що є достатнім виправданням для опору такому скороченню. З іншого боку, практично неможливо опиратися кожному скороченню реальної заробітної плати, викликаному зміною купівельної сили грошей, котре зачіпає однаково усіх робітників. ... Сенс угод між певними групами робітників полягає в захисті їхньої відносної реальної заробітної плати, тоді як її загальний рівень залежить від впливу інших сил економічної системи"¹¹.

Як негнучкість номінальної заробітної плати зумовлює ненейтральність грошей? Дж.Кейнс поділяв класичний принцип, згідно з яким зайнятість (попит фірм на працю) може зрости, лише якщо реальні зарплати знижуються. Далі він доводив, що номінальні зарплати менш гнучкі, ніж ціни. У такому разі зростання кількості грошей приведе до підвищення цін, зменшення реальних зарплат і зростання попиту на працю, зайнятості й виробництва.

Таким чином, Дж.Кейнс поклав початок вивченню так званих жорсткостей в національній економіці – факторів, які перешкоджають моментальному корегуванню цін і, отже, зумовлюють вплив зміни кількості грошей на обсяг виробництва і зайнятість (ненейтральність грошей) протягом певного періоду часу. Після Дж.Кейнса ці дослідження продовжували розвиватися у напрямках пошуку факторів негнучкості реальних зарплат та обґрунтування негнучкості (жорсткості) цін в умовах недосконалої конкуренції.

Серед теорій негнучкості реальних зарплат – такі, що пояснюють її правовими й інституційними факторами, зокрема законодавчими обмеженнями мінімальної заробітної плати та законодавчими або профспілковими вимогами щодо регулярної індексації заробітних плат відповідно до інфляції; теорії, що пов'язують негнучкість реальних заробітних плат з існуванням витрат роботодавців, пов'язаних із плинністю робочої сили (turnover costs), тобто витрат, пов'язаних із наймом і звільненням працівників. Одна з найвідоміших, найкраще теоретично обґрунтованих і емпірично підтверджених теорій жорсткості реальних зарплат – модель заохочувальної заробітної плати (efficiency wage model) Згідно з цією моделлю продуктивність праці робітників залежить від реальної заробітної плати. Як показав, зокрема, лауреат

¹⁰ Там же. – С. 65–66.

¹¹ Там же. – С. 67.

Нобелівської премії з економіки 2001 р. Дж.Акерлоф, робітники, які вірять, що роботодавець сплачує їм заробітну плату, вищу за мінімум за даний вид роботи, працюватимуть набагато краще. Вчений назвав це *мотивом обміну подарунками (gift exchange motive)*¹². Окрім мотивів "пряника", негнучкість зарплати може підтримуватись і мотивом "кну-та". Цей мотив аналізується, зокрема, у *моделі ухиляння від роботи (shirking model)*, розробленої К.Шапіро та лауреатом Нобелівської премії з економіки 2001 р. Дж.Стігліцем¹³. У цій моделі робітники, отримуючи заробітну плату, ледве вищу за мінімум, що стимулює їх проміняти зайнятість на дозвілля, не надто цінуватимуть цю роботу, частіше порушуватимуть трудову дисципліну і т.п. Тому роботодавці виплачують робітникам заробітну плату помітно вищу за цей мінімум, щоб втрати останніх від звільнення були відчутними, і мотивують таким чином до більш продуктивної роботи.

Безпосереднім аргументом на користь ненейтральності грошей є негнучкість цін. Можна виділити два основних сучасних підходи до пояснення негнучкості цін: 1) теорії, що пов'язують жорсткість цін із обмеженою конкуренцією і, як наслідок, спроможністю фірм самостійно встановлювати ціни на свою продукцію та не коригувати їх повною мірою у відповідь на зміну попиту і 2) теорії, що розглядають втрати, які несуть фірми внаслідок зміни цін – так звані витрати меню (menu costs)¹⁴. Якщо "витрати меню" в більшості випадків можуть бути порівняно незначними, то обмежена конкуренція на багатьох ринках добре відповідає сьогоднішній дійсності. Сучасні центральні банки, моделюючи і прогнозуючи наслідки грошово-кредитної політики, описують у своїх моделях фірми саме як такі, що діють в умовах монополістичної конкуренції. Оскільки в моделі монополістичної конкуренції, як відомо з курсу мікроекономіки, ціна продукції перевищує граничні витрати її виробництва, фірма у відповідь на зростання попиту (спричене, наприклад, збільшенням кількості грошей) може розширити пропозицію без підвищення ціни продукції.

13.3. Роль грошей у встановленні макроекономічної рівноваги

Роль кейнсіанської теорії у вивченні впливу грошей на процеси в економіці не обмежується обґрунтуванням причин негнучкості зарплат і цін. Дж.Кейнс обґрунтував роль грошей у формуванні сукупного попиту в економіці і вперше розкрив внутрішній механізм такого впливу. Детальному розгляду кейнсіанської моделі загальної рівноваги буде присвячено окрему лекцію. А поки що опишемо роль грошей у цій моделі в загальних рисах. Макроекономічна рівновага залежить від

¹² Akerlof G. Labor Contracts as Partial Gift Exchange // Quarterly Journal of Economics. – 1982. – November. – P. 543–569.

¹³ Shapiro C., Stiglitz J. Equilibrium Unemployment as a Worker Discipline Device // American Economic Review. – 1984. – June. – P. 433–444.

¹⁴ Abel, A., Bernanke B., Croushore D. Macroeconomics. – Boston: Addison-Wesley, Pearson Education. – 6th ed., 2008. – P. 406–411.

сукупного попиту. – Рівновага за повної зайнятості не досягається автоматично. – Сукупний попит є функцією споживання і інвестицій. – Споживання та інвестиції залежать від певних поведінкових або, за словами Дж.Кейнса, психологічних особливостей суспільства: схильності до споживання (частки доходу, яке населення витрачає на придбання споживчих товарів); граничної ефективності капіталу¹⁵ та функції переваги ліквідності, що показує, наскільки повинна впасти відсоткова ставка для того, щоб додаткова кількість грошей була поглинута тими, хто хоче зберігати готівку.

Звернімося безпосередньо до "Загальної теорії зайнятості, відсотка і грошей" Дж.М.Кейнса. "Коли зайнятість зростає, збільшується сукупний реальний дохід. Психологія суспільства така, що із зростанням сукупного реального доходу збільшується і сукупне споживання, однак не тією ж мірою, якою зростає дохід. ... Для підтримання будь-якого певного рівня зайнятості необхідні поточні інвестиції, що поглинають перевищення сукупної пропозиції над тим, що суспільство бажає споживати за певного рівня зайнятості. Якщо такі інвестиції не здійснюватимуться, то виручка підприємців буде нижчою за ту, яка необхідна, щоб викликати у них прагнення до досягнення цього рівня зайнятості. Звідси слідує, що за певної величини показника, який ми називатимемо схильністю суспільства до споживання, рівноважний рівень зайнятості, тобто той рівень, за якого у підприємців у цілому немає прагнення ні розширювати, ні скорочувати зайнятість, залежатиме від величини поточних інвестицій"¹⁶.

Отже, ключового значення у досягненні макроекономічної рівноваги набуває рівень інвестицій. Виникає питання, як же досягається рівноважний рівень інвестицій. Економісти до Дж.Кейнса визначали рівноважний рівень інвестицій на основі співвідношення попиту на інвестиції і пропозиції заощаджень (рис. 1).

Дж.Кейнс показав, що основною вадою такого підходу є те, що і величина інвестицій, і обсяг заощаджень залежать від доходу. Якщо змінюються інвестиції, то змінюється дохід і в результаті змінюються й заощадження. Отже, виникає проблема з'ясування рівноважного рівня інвестицій. Саме тут у Дж.Кейнса у процес встановлення макроекономічної рівноваги вступає ринок грошей.

Сукупні інвестиції являють собою набір інвестиційних рішень різних фірм, причому одна фірма може мати кілька інвестиційних проектів, серед яких вона робить вибір. Який же сукупний обсяг інвестицій буде реалізований в економіці? Що встановлює межу для цієї величини?

¹⁵ Нагадаємо з попередньої лекції, що гранична ефективність капіталу = [(очікуваний дохід від продажу продукції, виготовленої за допомоги додаткової одиниці капітального активу за весь життєвий цикл цієї одиниці) – (поточні витрати на виготовлення цієї продукції)] / вартість виробництва (ціна пропозиції) одиниці капітального активу.

¹⁶ Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. – С. 80

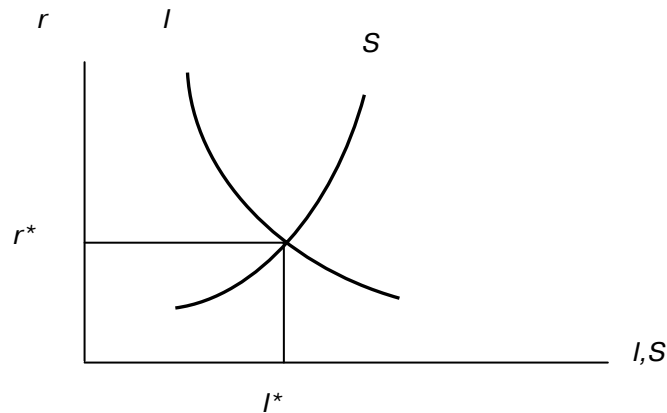


Рисунок 1. Встановлення рівноважного обсягу інвестицій у класичній теорії

Дж.Кейнс дає відповідь таким чином. Із зростанням обсягу інвестицій їхня гранична продуктивність падатиме (як передбачає неокласична теорія). "...Та власна норма відсотка, яка при загальному збільшенні фонду активів знижується повільніше за інші, зрештою підриває прибутковість виробництва кожного іншого активу..."¹⁷. Такою нормою відсотка, до якої прямують граничні ефективності усіх капітальних активів, у теорії Дж. Кейнса є норма відсотка на гроші завдяки двом унікальним властивостям останніх. Перша властивість – це нульова еластичність їх виробництва. "Підприємці не можуть на свій розсуд спрямовувати працю на розширення виробництва грошей, коли їхня ціна зростає ..." ¹⁸. Втім, абсолютно нееластичним є й виробництво "рентних факторів", скажімо, землі. Тому потрібна друга умова, щоб відрізнити гроші від інших рентних активів. "Друга характерна властивість грошей полягає в тому, що вони мають еластичність заміни, що дорівнює або майже рівна нулю. ... Гроші ..., коли попит на них збільшується, перетворюються на бездонний колодезь для купівельної сили, тому що якими б дорогими вони не були, попит не може відступитися від них – як у випадку рентних факторів – і вилитися в попит на інші речі"¹⁹. Саме найвищий ступінь ліквідності, найбільша премія за ліквідність, як говорив Дж.Кейнс, забезпечує унікальність грошей як активу і, отже, нульову еластичність їх заміни. Кейнсіанський механізм наближення доходностей різних інвестицій до відсоткової ставки на грошовому ринку можна пояснити так. Інвестиції в певний актив зростають, якщо його дохідність перевищує дохідності (граничні ефективності капітальних благ або їх норми відсотка) інших активів. Зі зростанням інвестицій в це капітальне благо його гранична продуктивність падає. Якби не було грошей, писав Дж.Кейнс, то інвестиції в кожне капітальне благо здійснювалися б до досягнення в економіці повної зайнятості:

¹⁷ Там же. – С. 299.

¹⁸ Там же. – С. 301.

¹⁹ Там же. – С. 302.

"... якби інші товари були надані самим собі, то "природні сили", тобто звичайні ринкові сили, знижували б їхню норму відсотка доти, доки настання повної зайнятості не викликало б нееластичність пропозиції всіх товарів без винятку...Тож, за відсутності грошей і за відсутності будь-якого іншого товару з властивостями грошей... норми відсотка досягали б рівноваги лише за умови повної зайнятості"²⁰.

Але існує один актив, гранична дохідність якого не падає, оскільки фірми не можуть наростити його виробництво, і потреба в ньому не може бути задоволена за допомогою іншого активу-замінника. Цей актив – гроші, а його "дохідність" – це премія за ліквідність. Таким чином, у грошовій економіці будуть реалізовуватися лише ті інвестиції, дохідність яких перевищуватиме відсоткову ставку, що визначатиметься на грошовому ринку. Отже, саме існування грошей в кейнсіанській теорії створює певну межу інвестування у вигляді відсоткової ставки, що визначається на ринку грошей.

Норма відсотка на гроші визначається на грошовому ринку, кейнсіанську модель якого ми розглядали в попередній лекції (див. тема 12).

І вона, звісно, не є "дохідністю" у прямому розумінні, а є альтернативною вартістю зберігання грошей, адже гроші в кейнсіанській моделі – це готівка або поточні безвідсоткові рахунки в банках, які самі по собі не приносять доходу. Нагадаємо, грошам у моделі Кейнса надається вартість довгострокових державних облігацій. Рівноважна ж процентна ставка на грошовому ринку – це "ціна", котра врівноважує наполегливе бажання утримувати багатство у формі готівкових грошей з кількістю грошей, що є в обігу"²¹. Саме тут у процес встановлення макроекономічної рівноваги вступає кількість грошей – величина, яка екзогенно визначається рішенням держави, зокрема, в особі центрального банку²².

Зміна пропозиції грошей, впливаючи на рівноважну відсоткову ставку грошового ринку, у свою чергу, впливає на інвестиційні витрати в економіці, утворюючи граничний поріг для очікуваних доходностей інвестиційних проектів і, в кінцевому підсумку, впливає на величину сукупного реального доходу – як безпосередньо, так і через мультиплікативний вплив на споживання.

Отже, відійшовши в поясненні процесів функціонування економіки від розгляду грошей тільки в ролі рахункової одиниці і розкривши унікальні властивості грошей як активу, а також започаткувавши аналіз негнучкості цін і зарплат, Дж.Кейнс поклав початок вивченню складних процесів впливу кількості грошей на реальні макроекономічні показники, що дістали назву монетарної трансмісії.

²⁰ Там же. – С. 306.

²¹ Там же. – С. 232.

²² Там же. – С. 233.

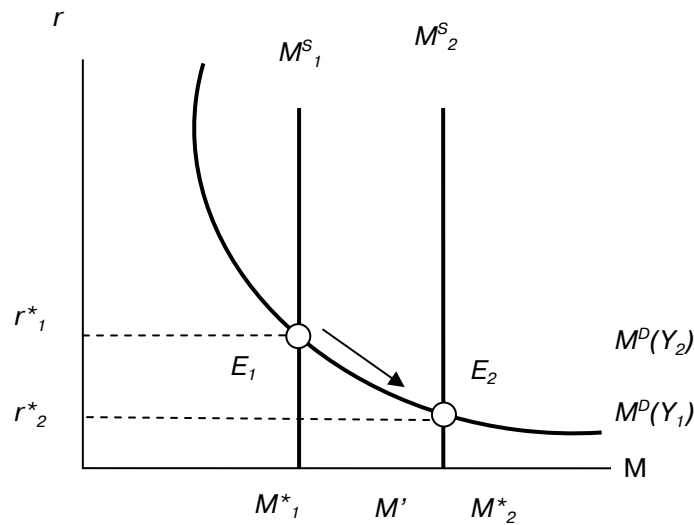


Рисунок 2. Роль кількості грошей (грошової пропозиції) у встановленні рівноваги на грошовому ринку (за кейнсіанською моделлю)

Вплив дій грошово-кредитної політики на макроекономічні показники позначається терміном, запозиченим з механіки – грошово-кредитна або монетарна трансмісія. Якщо виходити з трактування поняття "трансмісія" у словнику С.Ожегова, то отримуємо: "Трансмісія (грошово-кредитна) – це сукупність агрегатів і механізмів, що з'єднують двигун (інструменти грошово-кредитної політики) з ведучими колесами транспортного засобу (реальний сектор економіки). В загальному випадку трансмісія призначена для передачі крутного моменту (імпульсу) від двигуна (монетарна влада) до коліс (реальний сектор), зміни тягових зусиль, швидкостей і напрямку руху"²³.

13.4. Канали монетарної трансмісії

Як було показано в попередньому підрозділі лекції, перший механізм впливу зміни кількості грошей на реальний обсяг виробництва, який було досліджено і описано (Дж.М.Кейнсом), являв собою вплив зміни кількості грошей на відсоткову ставку, що у свою чергу впливала на інвестиції, які змінювали сукупний дохід. Після Дж.Кейнса вчені виявили і емпірично перевірили ще цілий ряд шляхів впливу зміни кількості грошей на реальний обсяг виробництва. Їх представляють у вигляді ланцюжків макроекономічних змінних, по яких передається імпульс, згенерований зміною кількості грошей, до обсягу виробництва чи реального доходу. Ці ланцюжки називають каналами монетарної трансмісії.

²³ Цит.: Ожегов С.И. Словарь русского языка : за Иванченко И., Маслов А. Методологический эклектизм трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики // Вопросы экономики. – 2010. – № 12. – С. 103.

Сукупність різноманітних теоретичних поглядів на природу монетарної трансмісії часто поділяють на два підходи: 1) *підхід цін фінансового ринку (financial market prices view)* або *грошовий підхід (monetary view)* і 2) *підхід кількісних агрегатів фінансового ринку (financial market quantities view)* або *кредитний підхід (lending view)*²⁴.

Перший підхід зосереджує увагу на впливі монетарної політики на ціни і прибутковість фінансових активів – включаючи відсоткові ставки, валютні курси та ціни на облігації.

В рамках даного підходу виділяють такі канали трансмісії:

Відсотковий канал (interest rate channel) монетарної трансмісії, описаний Дж.Кейнсом:

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow,$$

де $M \uparrow$, що позначає політику розширення грошової пропозиції, викликає падіння реальних відсоткових ставок ($i_r \downarrow$), яке, своєю чергою, як було показано в попередньому параграфі, веде до зростання відносної (щодо відсоткової ставки на грошовому ринку) прибутковості інвестиційних проектів, призводячи до зростання інвестиційних витрат ($I \uparrow$) і, як наслідок, – до зростання сукупного попиту та обсягу виробництва ($Y \uparrow$).

Хоча Дж.Кейнс спочатку розглядав відсотковий канал як такий, що стосується інвестиційних витрат фірм, подальші дослідження показали: споживчі рішення щодо придбання житла і товарів тривалого вжитку також є інвестиційними рішеннями, тому цей канал сьогодні розглядають і з точки зору впливу на ці види витрат²⁵.

Той факт, що реальні, а не номінальні відсоткові ставки впливають на інвестиції, допускає можливість монетарного стимулювання економіки, навіть якщо номінальні відсоткові ставки досягають нульового рівня протягом дефляції. У цьому разі розширення грошової пропозиції може призвести до зростання очікуваного рівня цін, знижуючи реальні відсоткові ставки (згадаємо рівняння Фішера, згідно з яким реальні ставки дорівнюють різниці між номінальними ставками і очікуваною інфляцією) навіть в умовах, коли номінальна відсоткова ставка дорівнює нулю, і таким чином стимулювати інвестиційні витрати:

$$M \uparrow \Rightarrow P \uparrow \Rightarrow \pi \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow.$$

Монетаристи використовували цей канал, доводячи, що помилкова політика Федеральної резервної системи США посилила глибину і тривалість Великої депресії: хоча номінальні відсоткові ставки майже дорівнювали нулю, процеси дефляції і очікування подальшого падіння цін зумовлювали високий рівень реальних відсоткових ставок.

²⁴ Taylor J. The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework // Journal of Economic Perspectives. – 1995. – Volume 9. – № 4. – P. 11–26; Taylor J. Alternative Views of the Monetary Transmission Mechanism: What Difference Do They Make for Monetary Policy? / Prepared for the Oxford Review of Economic Policy, Stanford University, 2000. – P. 6.

²⁵ Mishkin F. The Channels of Monetary transmission: lessons for monetary policy // NBER Working paper. – 1996. – № 5464. – P.2.

Хоча відсотковий канал розглядався Дж.Кейнсом як єдиний канал впливу зміни кількості грошей на економічну активність, проте він сам низько оцінював його результативність. Ось як це описано у "Загальній теорії зайнятості, відсотка і грошей": "...головне пояснення кризи слід шукати не в зростанні відсотка, а в раптовому падінні граничної ефективності капіталу. Для останніх стадій буму характерна оптимістична оцінка майбутньої доходності капітальних товарів ... Сама природа організованих ринків інвестицій, де переважають покупці, які часто не цікавляться тим, що вони купують, а також спекулянти, більше зайняті передбаченням найближчої зміни настроїв ринку, ніж обґрунтованою оцінкою майбутньої доходності капітальних товарів, така, що, коли на ринку, на якому панує надмірний оптимізм і надмірні закупки, починається паніка, вона набуває раптової і навіть катастрофічної сили. Більше того, страх і невпевненість в майбутньому, котрі супроводжують різке падіння граничної ефективності капіталу, породжують, природно, стрімке зростання переваги ліквідності, а отже, і зростання норми відсотка. Крах граничної продуктивності капіталу, що має тенденцію супроводжуватися зростанням норми відсотка, здатний серйозно збільшити падіння обсягу інвестицій. І все ж суть справи полягає в різкому падінні граничної ефективності капіталу, особливо тих його видів, вкладення яких на попередній фазі були найбільш великими. Перевага ліквідності, виключаючи випадки, пов'язані зі зростанням торгівлі і спекуляції, збільшується лише після краху граничної ефективності капіталу. Саме це ускладнює вихід із кризи. На більш пізній стадії зниження норми відсотка сприятиме поживленню господарства й, імовірно, стане навіть необхідною його умовою. Але на даний момент різке падіння граничної ефективності капіталу може виявитися настільки повним, що жодне можливе зниження норми відсотка не буде достатнім. Якби зниження норми відсотка могло саме по собі бути ефективним заходом, то можна було б досягнути поживлення протягом досить короткого періоду часу і засобами, що перебувають під більш-менш прямим контролем фінансових органів. Але насправді це не так просто: підняти граничну ефективність капіталу, що залежить від некерованої психології ділового світу, не так легко. Простіше кажучи, йдеться про відновлення довіри, яка так важко піддається контролю в економіці приватного капіталізму. Це і є та сторона кризи, якій правильно надають значення банкіри і бізнесмени і яку недооцінюють економісти, що покладаються на "чисто грошові" заходи" (курсив. – Авторів)²⁶.

Втім, коли Велику депресію було подолано, і кризи довіри, хоч і траплялися, але не були такими тривалими, як у той скрутний час (значною мірою завдяки активній державній економічній політиці), в розвинутих економіках саме відсотковий канал монетарної трансмісії було покладено в основу механізму грошово-кредитної політики.

²⁶ Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. – С. 388.

Особливо результативним він став завдяки зростанню ролі фінансових ринків. Більше того, самі центральні банки цілеспрямовано розвивали цей канал монетарної трансмісії, посилюючи зв'язок між відсотковими ставками за своїми операціями й іншими відсотковими ставками в економіці (про це детальніше йтиметься в наступній темі, де розглядатимуться цілі і механізми грошово-кредитної політики).

Загалом ефективність каналу відсоткової ставки залежить від взаємозв'язку між різними відсотковими ставками, особливо тими, які безпосередньо контролює центральний банк, і тими, які пов'язані з реальними змінними, тобто від рівня розвитку фінансового ринку, чим і пояснюється слабка дія цього каналу монетарної трансмісії в багатьох економіках з ринками, що формуються, і, зокрема, в Україні. Окрім того, під час сучасної фінансової кризи, як і передбачав Дж.Кейнс, рівень довіри в економіках настільки знизився, що навіть безпрецедентне зниження провідними центральними банками відсоткових ставок за власними інструментами практично до нуля не мало стимулюючого впливу на інвестиції і обсяг виробництва в цих країнах.

Одним із елементів критики кейнсіанської моделі грошового ринку було те, що вона розглядає лише одну відсоткову ставку – за довгостроковими державними облігаціями. Вона виступає в ролі альтернативної вартості грошей в кейнсіанській моделі грошового ринку. Економісти виявили ще ряд каналів впливу зміни кількості грошей на економічну активність через вплив на ціни інших активів. Двома активами, окрім облігацій, яким надається найбільша увага у відповідних дослідженнях, стали акції й іноземна валюта.

Канал впливу зміни пропозиції на інвестиційну діяльність за посередництвом впливу на ціну звичайних акцій було описано американським економістом, лауреатом Нобелівської премії з економіки 1981 року Дж.Тобіном. Його теорія про зв'язок між курсами акцій та інвестиційними видатками відома як *теорія q Тобіна*. Відповідний канал монетарної трансмісії отримав назву *каналу q Тобіна*.

Дж.Тобін визначає q як ринкову вартість фірм, поділену на відносну вартість капіталу. Якщо q високе, то ринкова ціна фірми є високою – порівняно із заміщенням витрат на капітал. Компанії можуть випускати акції і продавати їх за вищими цінами – порівняно з витратами на будівництво, придбання нових технологій тощо. Отже, зростання q сприятиме збільшенню інвестиційних видатків. Якщо q низьке, фірми не зацікавлені здійснювати інвестиції у нове виробництво, оскільки ринкова вартість діючих фірм є низькою порівняно з витратами на нове будівництво. Вигіднішим стане придбання іншої фірми дешевше і купівля старого капіталу²⁷.

²⁷ Мишкін Ф. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків. – К. : Основи, 1998. – С. 756.

Монетаристи пояснюють вплив монетарної політики на вартість акцій таким чином: коли пропозиція грошей зростає, суспільство, намагаючись позбавитися зайвих грошей, збільшує попит на акції, що призводить до зростання їх цін $P_e \uparrow$. Пояснення дії цього механізму представниками кейнсіанської школи виглядає так: зниження відсоткових ставок у результаті зростання грошової пропозиції призводить до зменшення привабливості облігацій порівняно з акціями, що підштовхує зростання цін на акції і вищезгаданих наслідків.

Схематично дію каналу q Тобіна можна описати таким чином:

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow.$$

Наступним каналом грошової трансмісії на основі цін активів є канал обмінного курсу (*exchange rate channel*). Він проявляється в умовах малої відкритої економіки з гнучким валютним курсом. Попри те, що в довгостроковому періоді обмінний курс визначається фундаментальними факторами (наприклад, паритетом купівельної спроможності), його динаміка в короткостроковому періоді залежить від рівноваги на ринку фінансових активів. За зниження внутрішніх відсоткових ставок (наприклад, внаслідок розширення грошової пропозиції) попит на національну валюту з боку нерезидентів падає, що призводить до зниження обмінного курсу національної валюти (E), а отже, – до зростання чистого експорту (NX) і сукупного випуску (Y):

$$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow.$$

Ще один канал впливу зміни цін фінансових активів на економічну активність – так званий *канал багатства* (*wealth channel*).

Цей канал досліджував лауреат Нобелівської премії з економіки 1985 року Ф.Модільяні у рамках сформульованої ним гіпотези життєвого циклу (*life cycle hypothesis*). На відміну від кейнсіанської функції споживання, у якій останнє залежить від поточного доходу, гіпотеза життєвого циклу розглядає споживання як частку теперішньої вартості усіх життєвих ресурсів індивіда: людського капіталу, реального капіталу та фінансового багатства. Головним компонентом фінансового багатства є звичайні акції. Коли ціни на акції зростають, вартість фінансового багатства також зростає, що збільшує життєві ресурси споживачів і викликає зростання поточного споживання. Отже, ми маємо такий механізм монетарної трансмісії:

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow \text{добробут} \uparrow \Rightarrow \text{споживання} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow.$$

Другий підхід до аналізу монетарної трансмісії – це *підхід кількісних агрегатів фінансового ринку або кредитний підхід*. Його поява пов'язана з виявленням неефективності передачі монетарних імпульсів через ціни на фінансові активи. Спектр відсоткових ставок в економіці може не змінюватися злагоджено у відповідь на зміну кількості грошей через існування певних вад фінансових ринків, які перешкоджають вільному руху фінансових ресурсів. Ці вади ринку зумовлюють існування премії за зовнішнє (боргове) фінансування і ускладнюють доступ ряду фірм і індивідів до фінансових ресурсів. На противагу цінам фінансо-

вих активів цей підхід розглядає вплив зміни грошової пропозиції на кількісні фінансові показники – величину депозитів, кредитів, а також рівень премії за ризик (перевищення над безризиковою ставкою) за різними фінансовими активами. Серед найбільш відомих дослідників кредитного підходу до монетарної трансмісії – теперішній голова Федеральної резервної системи США Б.Бернанке, а також М.Гертлер і С.Гілкріст²⁸.

У рамках кредитного підходу виділяють такі канали монетарної трансмісії.

Канал банківського кредитування (banking lending channel) розглядає вплив грошово-кредитної політики на економічну активність шляхом зміни пропозиції банківських кредитів. Серед економічних суб'єктів, згідно з цим підходом, є певний клас, який має обмежені можливості для залучення фінансових ресурсів на фінансовому ринку. Це малі і середні фірми, які не можуть випускати акції і облігації, а також населення. У забезпеченні своїх фінансових потреб вони залежать від банківської системи. Банки ж нерідко відмовляють їм у наданні кредитів з огляду на недостатню плато- і кредитоспроможність. Зростання ж грошової пропозиції збільшує кредитні ресурси банківської системи і розширює доступ до них для суб'єктів ринку.

Схема функціонування каналу банківського кредитування виглядає так:

$M \uparrow \Rightarrow \text{Банківські депозити} \uparrow \Rightarrow \text{кредити} \uparrow \Rightarrow I, C \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

Балансовий канал (balance sheet channel) ще називають *кредитним каналом у широкому розумінні*. Його дія базується на тому, що премія за зовнішнє (боргове) фінансування для кожного окремого позичальника залежить від його чистої вартості. Із зростанням грошової пропозиції відбувається інфляція цін фінансових активів, зокрема, – зростання вартості акцій компаній. Вища чиста вартість фірми означає, що банки отримують більше забезпечення за кредитами, це підвищує кредитоспроможність позичальника й імовірність надання кредиту.

Схема роботи балансового каналу монетарної трансмісії виглядає так:

$M \uparrow \Rightarrow \text{ціни активів} \uparrow \Rightarrow \text{чиста вартість фірми} \uparrow \Rightarrow \text{премія за зовнішнє (боргове) фінансування} \downarrow \Rightarrow \text{боргове фінансування фірм} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

Канал грошових потоків (cash flow channel) зниження премії за боргове фінансування пов'язує зі зростанням грошових потоків підприємств (фірм), тобто підвищенням їхньої ліквідності. Розширення грошової пропозиції, знижуючи номінальні відсоткові ставки, сприяє зростанню грошових потоків (адже у розпорядженні фірм залишається більша сума виручки внаслідок зменшення відсоткових виплат за вже отриманими кредитами). Особливістю цього каналу монетарної

²⁸ Див., наприклад : *Bernanke B., Gertler M., Gilchrist S. The Financial Accelerator and the Flight to Quality // Review of Economics and Statistics. – 1996. – Vol. 78. – № 1. – P. 3.*

трансмисії, яка відрізняє його від каналу відсоткової ставки, є те, що тут мають значення не реальні, а саме номінальні відсоткові ставки, адже на грошові потоки фірм впливають номінальні суми відсоткових платежів за кредитами. Банки розглядають зростання ліквідності фірм як позитивний чинник у прийнятті рішення про кредитування. Схематично цей канал можна описати так:

**$M \uparrow \Rightarrow i_n \Rightarrow \downarrow$ грошові потоки $\uparrow \Rightarrow$ ліквідність фірм $\uparrow \Rightarrow$ премія за зовніш-
не (боргове) фінансування $\downarrow \Rightarrow$ кредити $\uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$.**

Зазначимо, що механізм монетарної трансмісії в різних економіках залежатиме від їхньої інституційної структури. Ми описали деякі з її каналів в найзагальнішому вигляді. Для кожної ж економіки можна виявити як специфіку розглянутих вище каналів, так і знайти нові. Втім, знання економістів про процеси монетарної трансмісії залишаються обмеженими, оскільки спираються на суб'єктивний вибір моделі економіки і технологій економетричних оцінок параметрів цієї моделі.

Для виявлення зв'язку між грошима і реальними макроекономічними показниками, як і взагалі для вимірювання взаємозв'язку між змінними в різних науках, існує два найзагальніших типи емпіричних доказів. *Доказ із використанням структурної моделі* дозволяє перевірити, чи впливає одна змінна на іншу, шляхом побудови на основі емпіричних даних моделі, що пояснює механізми їхньої взаємодії. *Спрощений або скорочений спосіб доказу* не ставить за мету показати, яким чином одна змінна впливає на іншу, замість цього використовується статистична перевірка щільності їхнього зв'язку. Відомий сучасний фахівець у царині монетарної економіки Ф. Мішкін пояснює різницю між цими двома підходами на такому прикладі. "Припустимо, вам цікаво знати, чи призводить вживання кави до серцевих захворювань. Розгорнутий аналіз з використанням структурної моделі вимагає вивчити емпіричні дані про те, як кава поширюється в людському організмі, як вона впливає на серцеву діяльність і чому її вплив на серце призводить до інфаркту. Короткий же аналіз відразу передбачає отримання емпіричних даних про те, чи дійсно у любителів кави інфаркти трапляються частіше, ніж у людей, котрі взагалі не п'ють кави"²⁹.

Центральні банки під час проведення грошово-кредитної політики використовують і структурні моделі, і економетричні оцінки щільності зв'язку між окремими змінними, а також експертні судження, що базуються на розумінні експертами процесів в економіці, які важко піддаються формалізації.

У наступній темі буде розглянуто систему цілей та інструменти грошово-кредитної політики, а також її особливості в Україні.

²⁹ *Мишкін Ф.* Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков : [учеб. для вузов] / пер. с англ. Д.В.Виноградова ; под ред. М.Е.Дорошенко. – М. : Аспект Пресс, 1999. – С. 659.