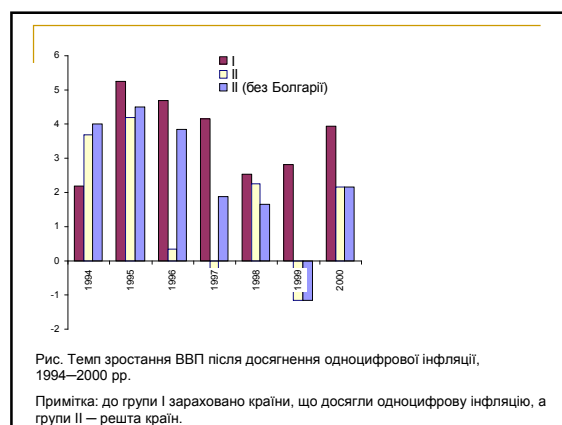
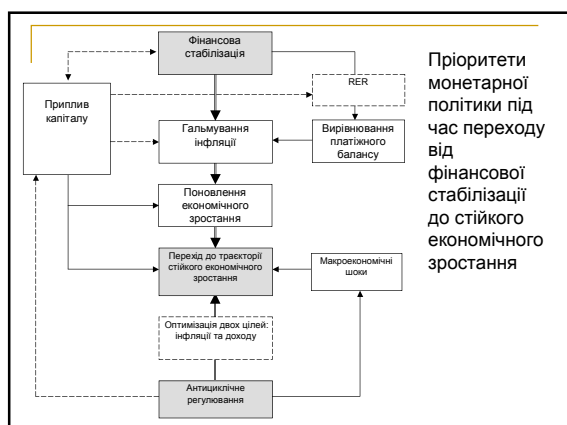


Особливості монетарної політики у трансформаційних економіках

Лекція 4

Структура

- Пріоритети під час переходу від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання
- Рівноважні значення доходу і платіжного балансу
- Особливості трансформаційних економік
- Загальні функціональні залежності



4–2 Рівноважні значення доходу і платіжного балансу

Можна припустити, що рівноважне значення монетизації відповідає досягненню макроекономічної рівноваги в обох її проявах:

- 1) зростання ВВП на „природному” рівні, який відповідає сталому економічному зростанню за умов цінової стабільності та
- 2) самодостатність сальдо поточного рахунку.

Оцінки “природного” темпу зростання ВВП для країн ЦСЄ:

- 3–7% (Manzocchi 1997, р. 8),
- 5% (Клейн 1996, с. 38; Колодко 2000, с. 21),
- 5,5–5% (Rybinski and Szczurek 1998, р. 26).

Для поступового наближення до рівня розвинутих країн Україна повинна мати темп зростання ВВП:

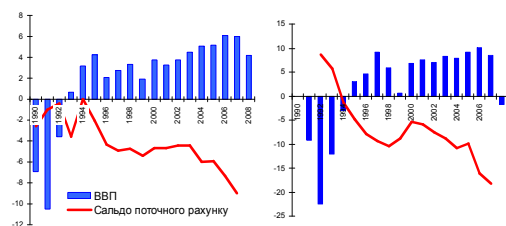
- не нижче 6—7% (Гриценко 2004, с. 71; Гриценко 2007, с. 42; Геєць 2002, с. 29; Геєць 2004, с. 21; Кораблін 2002, с. 101; Шевчук 2008, с. 139).
- раніше не бракувало оцінок, що досягнення рівноваги доходу вимагатиме прискорення темпу зростання ВВП до 6—7% у 2001—05 рр. і 8% — у 2006—10 рр. (Гальчинський 1999, с. 171-173).

Стратегія економічного і соціального розвитку України (2004—2015 рр.) „Шляхом європейської інтеграції” (2005)

- **Базовий сценарій:** 2006 р. — 6,5%, 2007 р. — 7,0%, 2008 р. — 7,5%, 2009 р. — 8,0%, 2010—12 рр. — 6%.
- **Оптимістичний сценарій:** в 2006—09 рр. зростання вітчизняного ВВП мало бути на 2 процентних пункти вищим;
- **Песимістичний сценарій:** 2006—08 рр. — 5,5%, а у 2009—15 рр. — 4%.

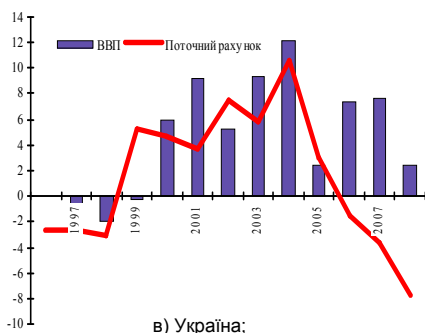
Оцінки самодостатнього сальдо поточного рахунку

- 3% від ВВП (консервативний варіант)
- 5% від ВВП (поміркований варіант)



а) країни ЦСЄ;

б) країни Балтії;



в) Україна;

В Україні самодостатність дефіциту поточного рахунку знижують:

- бракує настільки високого ступеня інтеграції з промисловими країнами „серцевини” ЄС, як це притаманно країнам ЦСЄ;
- Підвищена енергоємність, що посилює вразливість до енергетичних шоків;
- Недостатня диверсифікація експорту, в якому переважають сировинні товари;
- Значний зовнішній борг, який станом на середину 2008 р. перевищує 55% від ВВП;
- Підвищення інфляційного „тиску” може означати наближення до рівноважного значення монетизації або навіть його перевищення, що загрожує корекцією макроекономічних дисбалансів

4–3 Особливості трансформаційних економік:

- підвищена вага каналу обмінного курсу,
- недостатня розвиненість фондового ринку,
- розбудовані інфляційні очікування.

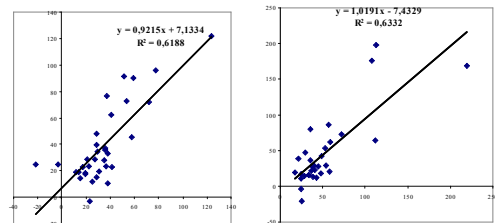
Перехід від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання видається суперечливим з двох причин.

- В міру досягнення фінансової стабілізації створюються передумови для збільшення грошової маси, яке не повинно мати такого інфляційного впливу, як це спостерігалось під час високої інфляції, адже відбувається зниження очікувань інфляції та підвищення попиту на гроші.
- Досягнення деякого рівноважного значення монетизації обмежує можливості експансійної монетарної політики, оскільки „надлишок” грошової маси повинен супроводжуватися прискоренням інфляції.

4–4 Загальні функціональні залежності

- вплив темпу зростання грошової маси на інфляцію,
- вплив інфляції на динаміку ВВП,
- вплив зростання грошової маси на динаміку ВВП,

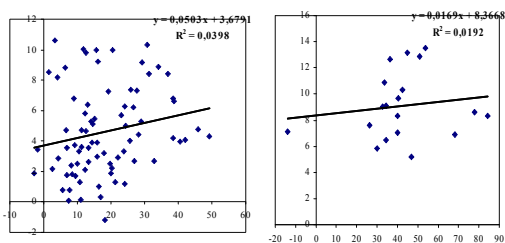
Вплив темпу зростання грошової маси на інфляцію (період фінансової стабілізації)



а) країни ЦСЄ;

б) країни колишнього Радянського Союзу;

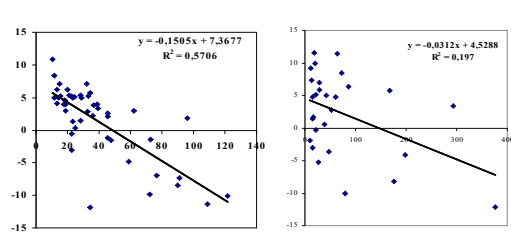
Вплив темпу зростання грошової маси на інфляцію (період після фінансової стабілізації)



а) країни ЦСЄ;

б) країни колишнього Радянського Союзу;

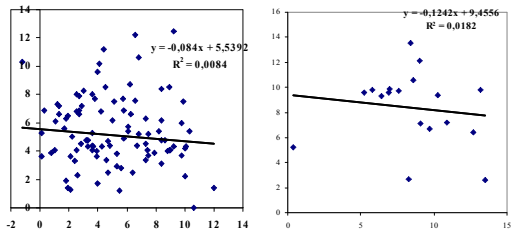
Вплив інфляції на динаміку ВВП (період фінансової стабілізації)



а) країни ЦСЄ;

б) країни колишнього Радянського Союзу;

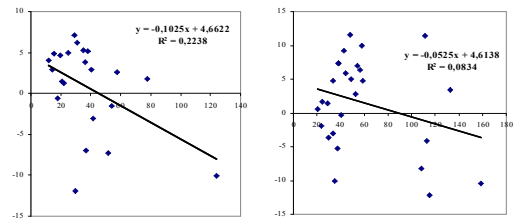
Вплив інфляції на динаміку ВВП (період після фінансової стабілізації)



а) країни ЦСЄ;

б) країни колишнього Радянського Союзу;

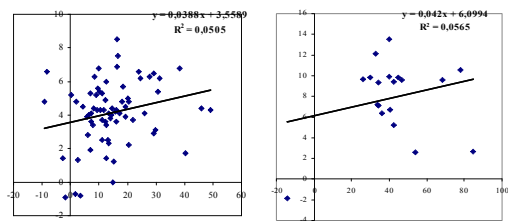
Вплив зростання грошової маси на динаміку ВВП (період фінансової стабілізації)



а) країни ЦСЄ;

б) країни колишнього Радянського Союзу;

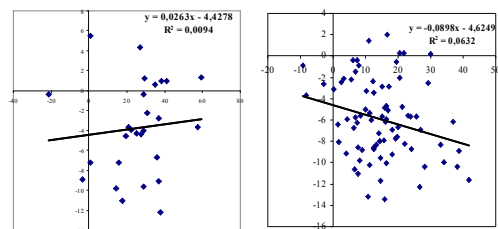
Вплив зростання грошової маси на динаміку ВВП (період після фінансової стабілізації)



а) країни ЦСЄ;

б) країни колишнього Радянського Союзу;

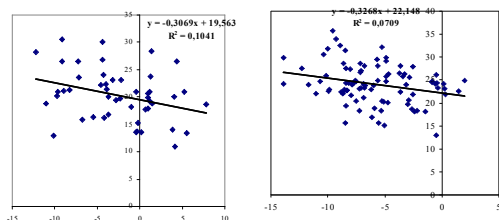
Країни ЦСЄ: вплив динаміки пропозиції грошової маси на поточний рахунок



а) період фінансової стабілізації;

б) період після фінансової стабілізації;

Країни ЦСЄ: вплив сальдо поточного рахунку на інвестиції



а) період фінансової стабілізації;

б) період після фінансової стабілізації;

В рівноважному стані:

■ $Mv = PY$,

а також

$$q = EP^* / P$$

де q — реальний обмінний курс.

Після нескладних перетворень отримуємо

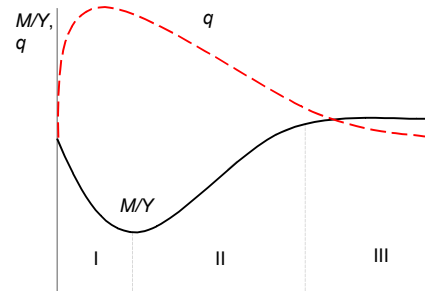
$$P = \left(\frac{M}{Y}\right)^v \text{ або}$$

$$P = EP^* / q.$$

Неважко переконатися, що

$$\left(\frac{M}{Y}\right)^v = \frac{EP^*}{q}$$

Траєкторія показників монетизації та RER під час фінансової стабілізації та переходу до стійкого економічного зростання



Теоретична модель:

$$P = f\left(\frac{M}{Y}, P^e, E, G - T, A\right),$$

$$\frac{\dot{M}}{M} = f\left(\frac{M}{Y}, P, \dot{P}, E, G - T, B\right),$$

$$CA = f\left(\frac{M}{Y}, P, E, G - T\right),$$

де P – рівень цін, M – пропозиція грошової маси (кількість грошей в обігу), Y – дохід (ВВП або промислове виробництво), P^e – очікування майбутнього рівня цін, E – номінальний обмінний курс, G – дефіцит бюджету, A – інші незалежні чинники рівня цін, B – незалежні чинники монетизації економіки.

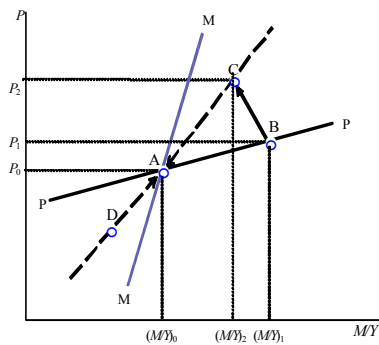


Рис. Графічне представлення моделі

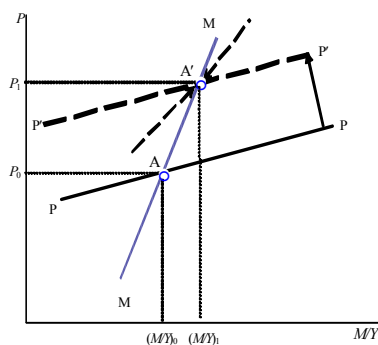


Рис. Довгострокові наслідки монетарної емісії

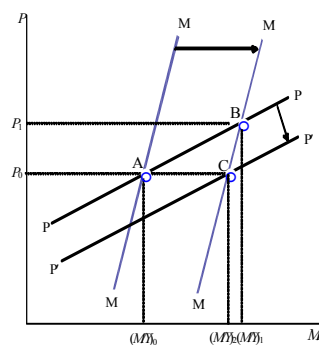


Рис. Наслідки збільшення дефіциту бюджету

У країнах ЦСЄ підвищення монетизації не має стосунку до динаміки економічного зростання:

$$\Delta Y_t = 0,616\Delta Y_{t-1} + 19,314(M/Y)_t - 20,953(M/Y)_{t-1},$$

$$(10,560^*) \quad (-2,347^{**}) \quad (-2,591^{**})$$

$$R^2 = 0,57 \quad DW = 2,11$$

де ΔY_t – темп зростання ВВП (%), а $(M/Y)_t$ – монетизація економіки (% від ВВП).

Цілком очікувано вплив монетизації на інфляцію є симетричним до впливу на динаміку доходу:

$$\Delta P_t = 0,694\Delta P_{t-1} - 0,599(M/Y)_t + 0,693(M/Y)_{t-1},$$

$$(13,810^*) \quad (-3,925^*) \quad (4,681^*)$$

$$R^2 = 0,66 \quad DW = 1,95$$

де ΔP_t – інфляція споживчих цін (%).

Вплив на сальдо поточного рахунку:

а) без фіктивних змінних для окремих країн

$$CA_t = 0,680CA_{t-1} - 0,331(M/Y)_t + 0,332(M/Y)_{t-1},$$

$$(11,832^*) \quad (-1,839^{***}) \quad (1,848^{***})$$

$$R^2 = 0,47 \quad DW = 2,01$$

б) врахування фіктивних змінних для окремих країн

$$CA_t = 0,602CA_{t-1} - 0,351(M/Y)_t + 0,230(M/Y)_{t-1},$$

$$(10,238^*) \quad (-2,041^{**}) \quad (1,238)$$

$$R^2 = 0,51 \quad DW = 2,07$$

Врахування припливу-відпливу капіталу надає монетизації нейтральності щодо сальдо поточного рахунку:

$$CA_t = 0,502CA_{t-1} - 0,034(M/Y)_t + 0,078(M/Y)_{t-1} - 0,486FA_t,$$

$$(9,901^*) \quad (-0,024) \quad (0,521) \quad (-9,466^*)$$

$$R^2 = 0,65 \quad DW = 2,13$$

де FA_t – сальдо фінансового рахунку (% від ВВП).

Результат доволі стійкий, якщо замість монетизації врахувати сальдо бюджету та інфляцію

$$CA_t = 0,526CA_{t-1} + 0,137BD_t - 0,146BD_{t-1}$$

$$(10,044^*) \quad (2,619^*) \quad (-2,773^*)$$

$$- 0,108\Delta P_t - 0,517FA_t,$$

$$(-1,876^{***}) \quad (-9,940^*)$$

$$R^2 = 0,67 \quad DW = 2,11$$

де BD_t – сальдо бюджету (% від ВВП).

Країни ЦСЄ: чинники монетизації економіки

	Залежна змінна – M/Y					
	0,844 (25,795 [*])	0,837 (25,256 [*])	0,836 (25,134 [*])	0,867 (26,726 [*])	0,930 (42,917 [*])	0,878 (33,578 [*])
ΔP	-0,012 (-3,001 [*])	-0,011 (-3,035 [*])				
ΔP_{-1}	-0,0045 (-1,303)					
TIME		0,0024 (2,097 [*])	0,0054 (5,132 [*])	0,0035 (3,363 [*])	0,0025 (2,738 [*])	0,0028 (2,921 [*])
BD_{-1}			0,0026 (1,772 ^{***})			
E				-0,0002 (-3,830 [*])	-0,0002 (-5,333 [*])	-0,0002 (-4,749 [*])
OPEN					0,0004 (2,582 [*])	
FA						0,0016 (2,286 ^{**})
R ²	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95
DW	1,37	1,35	1,32	1,53	1,67	1,62

Країни ЦСЄ: чинники інфляції

	Залежна змінна – ΔP			
ΔP_{-1}	0,414 (6,419')	0,378 (5,703')	0,371 (5,870')	0,365 (5,734')
M/Y	-4,411 (-2,420'')			
$(M/Y)_{-1}$	4,843 (2,780')			
$TIME$	-0,099 (-3,789')	-0,117 (-4,613')	-0,098 (-4,264')	-0,105 (-4,275')
BD		0,052 (1,334)		
BD_{-1}		-0,066 (-1,756'')		
E			0,0033 (3,016')	0,0035 (3,116')
$OPEN$				-0,0053 (-1,617'')
R^2	0,72	0,69	0,73	0,74
DW	1,90	1,81	1,95	1,88

Традиційно рівноважне значення монетизації визначають шляхом:

- (1) порівняння з іншими державами,
- (2) оцінки динаміки цього показника,
- (3) порівняння показників інфляції, процентної ставки, ліквідності банків.