

3.4. Основи механізму функціонування ринку грошей

3.4.1. Попит на ринку грошей

Попит на гроші – одне з ключових і найскладніших явищ ринку грошей. Його вивчення виявилось центральною проблемою сучасної теорії грошей, а успіхи в його пізнанні визначали розвиток цієї теорії в XX ст. В Україні, де тільки формується цей ринок та освоюються механізм та інструменти грошово-кредитної політики, вивчення попиту на гроші особливого теоретичного та практичного значення.

Поняття попиту на гроші

На відміну від звичайного попиту на товарних ринках, який формується як потік куплених товарів за певний період, *попит на гроші виступає як запас грошей, який прагнуть мати в своєму розпорядженні економічні суб'єкти на певний момент*. Якщо такий запас грошей розглядати як елемент багатства, котрим володіють економічні суб'єкти, то попит на гроші можна трактувати як їхнє бажання мати певну частину свого портфеля активів (багатства) в ліквідній формі. Такий (портфельний) підхід до вивчення попиту на гроші був застосований Дж.М. Кейнсом, котрий назвав своє трактування попиту на гроші *теорією переваги ліквідності*.

Трактування попиту на гроші як явища залишку зумовлює істотну відмінність його від попиту на дохід, який є явищем потоку. Хоч ці два явища тісно переплітаються, проте вони не збігаються ні за обсягами, ні за напрямками і динамікою руху. Наприклад, економічний суб'єкт хоче мати в цьому місяці дохід в 10 тис. грн. а запас грошей на кінець місяця – 4,0 тис. грн. Якщо на початку місяця у нього не було запасу грошей, то це означатиме, що його попит на гроші зріс на 4,0 тис. грн. Для його задоволення з доходу в 10,0 тис. грн. він повинен витратити на поточні потреби 6,0 тис. грн., а 4,0 тис. грн. відкласти в запас. Проте він може задовольнити свій попит на гроші й іншим шляхом, наприклад, продавши частину наявних у його портфелі активів, що не належать до запасу грошей, зокрема акції, автомобіль чи квартиру, а виручку помістити в запас. Це значить, що попит на гроші не тільки по суті відрізняється від попиту на дохід, а й має відносно самостійні джерела задоволення.

За такого трактування попиту на гроші це явище набуває важливого значення в практиці управління грошовою сферою. Наявність попиту на гроші означає, що в його межі економічні суб'єкти будуть тримати гроші в себе, не «викинуть» на товарний, валютний чи фінансовий ринки і не порушать сформовану там рівновагу. Тому зростання попиту на гроші розширює економічну межу емісії грошей, її зростання не зашкодить вказаним ринкам, буде безінфляційним, приведе до підвищення рівня монетизації економіки.

Попит на гроші і швидкість обігу грошей

Попит на гроші тісно пов'язаний зі швидкістю обігу грошей обернено пропорційною залежністю: у міру зростання попиту на гроші кожна грошова одиниця, що є в обороті, довше перебуватиме у розпорядженні окремого економічного суб'єкта, повільнішим буде її обіг, і навпаки. З цієї залежності випливають висновки, що мають важливе практичне значення:

✓ оскільки попит на гроші – явище динамічне, то і швидкість грошей не може бути постійною;

✓ зростання швидкості грошей внаслідок падіння попиту на гроші може компенсувати дефіцит платіжних засобів при зниженні рівня монетизації ВВП і послабити кризу неплатежів;

✓ падіння швидкості грошей через зростання попиту на них послаблює вплив збільшення маси грошей в обороті на кон'юнктуру ринків, гальмує його інфляційні наслідки;

✓ у парі «попит – швидкість» визначальним є попит на гроші, а похідним – швидкість їх обігу. Тому чинники зміни попиту на гроші об'єктивно впливають і на швидкість їх обігу. Проте це не виключає зворотного впливу зміни швидкості обігу грошей на динаміку їх попиту. Наприклад, якщо суто організаційними заходами (збільшення частоти виплат доходів, удосконалення системи розрахунків тощо) забезпечується прискорення обігу грошей, то це вплине і на формування попиту на них, особливо на його трансакційну складову.

Цілі та мотиви попиту на гроші

У теорії грошей чи не найактуальнішим було і залишається питання, чому економічні суб'єкти накопичують гроші? Правильна відповідь на це питання створює базу для визначення економічних чинників, які впливають на обсяг і динаміку попиту на гроші, а також для формування механізму його регулювання. У цьому питанні слід розрізняти два аспекти:

- ✓ задля яких цілей економічні суб'єкти накопичують гроші;
- ✓ які мотиви спонукають їх до цього.

Щодо цілей накопичення грошей, то вони впливають із самих функцій грошей як купівельного і платіжного засобу та як засобу нагромадження вартості (багатства). У першому випадку ціллю є створення запасу купівельних і платіжних засобів, достатнього для задоволення поточних потреб економічних суб'єктів у товарах та послугах, у другому – накопичення грошей як капіталу, як форми багатства, що спроможна давати власникові дохід у вигляді процента. Може бути і третій випадок, коли накопичення певних запасів грошей підпорядковується першій і другій цілям одночасно.

Відповідно до вказаних цілей виділяються три групи мотивів попиту на гроші з боку економічних суб'єктів: трансакційний (операційний) мотив; мотив завбачливості; спекулятивний мотив.

Трансакційний мотив полягає в тому, що економічні суб'єкти постійно відчують потребу в певному запасі грошей для здійснення поточних платежів, щоб підтримати на належному рівні своє особисте та виробниче споживання. Ці гроші повинні бути у формі, придатній для їх негайного використання в платежі, тобто бути наявними (готівка чи вклади до запитання). Запас таких грошей можна назвати поточною чи операційною касою. Він створює для власника значні зручності, бо забезпечує йому належну ліквідність і авторитет платоспроможного контрагента, що є важливим чинником успішного бізнесу.

Мотив завбачливості зводиться до того, що юридичні і фізичні особи бажають мати запас грошей як ресурс купівельної спроможності, з тим щоб в будь-який час мати

можливість задовольнити свої непередбачувані потреби чи скористатися перевагами несподіваних можливостей.

Непередбачувані потреби в грошових витратах зумовлюються переважно надзвичайними подіями – хвороба членів сім'ї, поломка автомобіля чи інших дорогих предметів вжитку (холодильники, комп'ютери тощо), аварії на виробництві, необхідність запровадження новітніх вузлів чи деталей замість застарілих тощо. Задоволення подібних потреб економічних суб'єктів рівноцінне гарантії їх безпеки, має надзвичайно важливе значення для їх життєдіяльності і пояснює їх бажання мати в наявності певний запас грошей. Такий запас має переважно страхове призначення.

У діяльності економічних суб'єктів трапляються також несподівані події, які не викликають непередбачуваних витрат, а навпаки, відкривають можливість їх скоротити й одержати непередбачуваний дохід. З'являється несподівана можливість поліпшити своє фінансове становище. Для цього теж потрібно мати певний запас грошей, наприклад, щоб негайно купити потрібний товар у разі раптового зниження цін, чи за низьких ринкових цін придбати цінні папери з наміром продати їх, коли вони подорожчають, чи здійснити взагалі вигідну купівлю прозапас за сприятливої кон'юнктури тощо. В усіх подібних випадках рушійною силою накопичення грошей теж є мотив завбачливості.

Сформований за цим мотивом запас грошей є запасом купівельної спроможності, і з цього погляду він подібний до операційного запасу, тобто має транзакційне призначення – забезпечити безперервну реалізацію товарів та послуг. Тому його можна розглядати як складову трансформаційного запасу. Водночас запас грошей за мотивом завбачливості більш довготривалий, ніж операційний запас, і тому може бути більш стабільним.

Спекулятивний мотив попиту на гроші полягає в тому, що економічні суб'єкти бажать мати у своєму розпорядженні певний запас грошей, з тим щоб за сприятливих умов перетворити їх у високодохідні фінансові інструменти, а при погіршенні цих умов і появі загрози зниження дохідності та ризику збитковості наявних фінансових інструментів перетворити їх у грошову форму, яка хоч і малодохідна, але безризикова.

Ідея спекулятивного мотиву попиту на гроші привнесена в економічну теорію Дж. М. Кейнсом. Вона вважається чи не найвагомішим його внеском у теорію грошей взагалі. Головна перевага цієї ідеї Кейнса полягає в тому, що вона відкрила шлях до встановлення залежності попиту на гроші та накопичення грошей від зміни процента. Визнання цієї залежності сприяло осмисленню широких можливостей використання процента в практиці регулювання грошової маси, перетворенню його в центральний інструмент грошово-кредитної політики.

Механізм спекулятивного мотиву базується на тому, що запаси грошей і запаси фінансових інструментів розглядаються як альтернативні види активів (багатства), які дають не однаковий дохід і містять у собі не однакові ризики. Актив у формі грошей приносить мінімальний (часто нульовий) дохід і має максимальний захист від ризику. Зберігаючи гроші, індивіди втрачають доходи, які називаються **альтернативною вартістю зберігання грошей**. Величина її залежить від середньої норми процента за фінансовими активами та запасу грошей. Щоб не допустити зростання втрат доходів (альтернативної вартості) у разі підвищення норми процента, індивіди повинні зменшувати запас грошей, тобто попит на гроші.

Активи у формі запасів фінансових інструментів можуть приносити значний дохід, проте одержання його пов'язане з істотними ризиками. Якщо доходи від фінансових інструментів недостатньо високі чи знижуються при відчутних ризиках, пов'язаних з їх одержанням, то альтернативна вартість зберігання грошей знизиться, економічним суб'єктам буде вигідно мати запаси грошей, і їх попит на гроші зростатиме. І навпаки, при високих чи зростаючих доходах від фінансових інструментів та стабільності їх ризиковості, альтернативна вартість грошей зростатиме, суб'єкти ринку будуть віддавати перевагу накопиченню запасів цих інструментів і попит на гроші буде знижуватиметься.

Після Кейнса його ідея спекулятивного попиту на гроші набула істотного розвитку в працях Тобіна, Баумола та інших економістів. Зокрема, вони довели, що спекулятивний мотив впливає на весь обсяг попиту на гроші, тобто і на трансакційну, і на завбачливу його складові. Такий підхід істотно розширює роль процента як фактора формування попиту на гроші. Новим є також визнання фінансового ризику як мотиваційного чинника впливу на попит на гроші. Воно помітно послабило роль процента, оскільки зростання процентного доходу супроводжується зростанням ризику його одержання. Тому інтерес економічних суб'єктів до одержання доходів може нейтралізуватися зростаючою загрозою втрат від ризику і вони можуть віддати перевагу накопиченню грошей навіть при зростанні доходу від альтернативних активів.

Нові висновки помітно послабили значення виділення трьох мотивів у дослідженні механізму попиту на гроші взагалі і спекулятивного мотиву зокрема. Чи не тому М.Фрідман, який заклав основи сучасної монетаристської теорії, досліджуючи попит на гроші, відмовився від урахування зазначених мотивів, а зосередив своє дослідження виключно на грошах як одному з цілого ряду дохідних активів, до якого він відніс і звичайні товари. Попит на гроші окремих індивідів він мотивує виключно відношенням очікуваного доходу на гроші до очікуваних доходів на інші активи. **Очікуваний дохід на гроші** він трактує не тільки як певні зручності від наявності запасу грошей, а й як певний рівень процентного доходу, що тепер виплачується за поточними вкладами.

Очікуваний дохід за фінансовими активами забезпечується як процентами та дивідендами, а **очікуваний дохід за товарними активами** – рівнем інфляції. Якщо очікувана зміна їх співвідношення буде на користь грошей, то попит на гроші зростатиме, а якщо на користь негрошових активів – скорочуватиметься.

У цьому зв'язку підхід до визначення попиту на гроші Фрідмана не можна розглядати як альтернативу підходу Кейнса. Тракткування Фрідмана пов'язане з трактуванням Кейнса і є його подальшим розвитком у тому плані, що попит на гроші мотивується не тільки зміною процентного доходу на облігації, як стверджував Кейнс, а й багатьма іншими чинниками (процентним доходом по вкладах, рівнем інфляції, доходом за акціях). Відмінність трактування Фрідмана полягає в основному у його висновках, згідно з якими, вплив зміни процента на попит на гроші не настільки значний, як це вважав Кейнс, бо зростання процентної ставки зачіпає не тільки альтернативну вартість грошей, а й очікувані доходи на грошові вклади та інші активи і співвідношення їх рівнів може істотно не змінитися. Тому і відповідний мотив до накопичення грошей істотно не змінюється.

Але це не означає, що мотив до накопичення запасу грошей, який зумовлюється процентним доходом, зовсім зникає. Представники всіх сучасних теорій грошей

визнають альтернативну вартість зберігання грошей (готівці та на поточних рахунках), її вплив на бажання мати такий запас грошей і на попит на гроші в цілому. У цьому мотиві істотно послаблений спекулятивний аспект і посилений аспект доходності активів взагалі. Тому цей мотив краще назвати **мотивом капіталізації**. У міру зростання процента та інших доходів на активи бажання суб'єктів мати високодохідні активи буде посилюватися, а попит на високоліквідні форми грошей (попит на гроші), навпаки – послаблюватиметься.

Чинники впливу на попит на гроші

З'ясування мотивів, які заохочують економічних суб'єктів нагромаджувати гроші, дає можливість визначити чинники, які впливають на ці мотиви, а значить – на динаміку попиту на гроші.

Представники всіх теоретичних концепцій попиту на гроші визнають **зміну обсягів виробництва** (або **обсягів національного доходу**) ключовим чинником впливу на попит. Цей вплив обумовлюється трансакційним мотивом нагромадження грошей – чим більший обсяг виробництва, тим більшим може бути обсяг операцій щодо його реалізації і тим більшим має бути запас грошей для виконання цих операцій. Цю залежність можна формалізувати як $МГ = f(Q)$, де Q – номінальний обсяг ВВП, $МГ$ – обсяг попиту на гроші.

Зміна обсягу валового національного продукту, у свою чергу, визначається двома самостійними чинниками – динамікою рівня цін та рівня реального обсягу виробництва, кожний з яких може діяти незалежно один від одного. Наприклад, абсолютний рівень цін може зростати при незмінному обсязі реального виробництва, і навпаки, останній може зростати за незмінного рівня цін чи обидва показники можуть зростати водночас, але різними темпами. Тому зміну **абсолютного рівня цін** та **реального обсягу виробництва** можна розглядати як самостійні чинники впливу на попит на гроші. Вплив кожного з цих чинників є прямо пропорційним – у міру зростання цін чи/та збільшення фізичного обсягу виробництва відповідно зростатиме попит на гроші, а при їх зниженні попит буде скорочуватися. Залежність $МГ$ від указаних двох чинників можна формалізувати як $МГ = f(Y, P)$, де Y – фізичний обсяг ВВП, P – рівень цін.

При макроекономічному підході до аналізу попиту на гроші з'являється **третій чинник – швидкість обігу грошей**. Чим вища швидкість обігу грошей, тим меншим буде попит на гроші, і навпаки. Тобто вплив цього показника на попит обернено пропорційний. Оскільки швидкість обігу грошей формується під впливом багатьох чинників, то всі вони опосередковано теж впливають на попит на гроші. Проте прибічники такого підходу до аналізу попиту на гроші вважають, що швидкість обігу грошей є відносно стабільною, тому її вплив на попит мало відчутний. Через це у своїх теоретичних висновках вони абстрагуються від цього чинника. Тому до формули попиту на гроші чинник швидкості, як правило, не включається.

При мікроекономічному підході до аналізу попиту на гроші швидкість грошей зникає з поля зору. Замість неї використовується **чинник зміни норми процента**. Така трансформація чинників не випадкова. Адже швидкість грошей – явище потоку, і воно не кореспондує з попитом на гроші, який є явищем залишку. Попит на гроші скоріше кореспондує з тривалістю зберігання їх запасу індивідом, яка є протилежним швидкості

показником руху грошей: чим довше вони зберігаються в індивідів, тим більшим буде їх залишок і тим рідше вони передаватимуться одним індивідом іншому. А тривалість зберігання залежить від зміни очікуваного доходу на менш ліквідні (альтернативні грошам) активи, у тому числі й унаслідок зміни норми процента: у міру зростання очікуваного доходу (норми процента) на альтернативні грошам активи тривалість зберігання буде скорочуватися і попит на гроші знижуватися, а в міру зниження очікуваного доходу – зростати. Вплив цього чинника на попит виражається формулою: $MG = f(R)$, де R – **норма доходу на капіталізовані активи**, яка значною мірою залежить від норми процента.

Сучасна теорія грошей, крім цих трьох, що вже стали традиційними, почала визнавати ще ряд чинників впливу на попит, які можна умовно назвати новітніми. Це, зокрема, накопичення багатства, інфляція, зміни в очікуваннях перспектив щодо кон'юнктури ринку та ін.

Чинник накопичення багатства полягає в тому, що економічні суб'єкти, накопичуючи багатство у формі різних активів, відносно рівномірно розміщують приріст його між всіма видами активів, у тому числі й у вигляді запасу грошей. Унаслідок цього в міру зростання маси багатства буде зростати і попит на гроші.

Чинник інфляції впливає на попит на гроші в декількох напрямках. В умовах інфляції запас грошей в економічних суб'єктів неминуче знецінюється, і вони зазнають втрат, що само по собі провокує скорочення їх попиту на гроші. Крім того, інфляційне зростання цін підштовхує вгору ставку процента і всі інші очікувані доходи на альтернативні грошам види активів. Унаслідок цього буде зростати альтернативна вартість грошових запасів і скорочуватися попит на гроші. Разом з тим, слід пам'ятати, що зростання цін є чинником позитивного впливу на попит, якщо воно не значне і не провокує інфляційних очікувань.

З інфляційними очікуваннями тісно переплітаються **очікування погіршення взагалі кон'юнктури ринків**, зокрема скорочення товарної пропозиції, посилення товарного дефіциту, погіршення якості продукції тощо. В усіх цих випадках економічні суб'єкти віддадуть перевагу накопиченню багатства у товарній формі, а не в грошовій, і попит на гроші скоротиться.

З урахуванням новітніх чинників впливу на попит формулу його можна записати у такому вигляді:

$$MG = (Y, P, R, B, I, O)$$

- де Y – реальний обсяг ВВП;
 P – середній рівень цін;
 R – рівень очікуваного доходу на альтернативні грошам активи;
 B – обсяг багатства;
 I – рівень інфляції;
 O – очікування змін ринкової кон'юнктури.

Графічне зображення попиту на гроші

Щоб краще зрозуміти функціональну залежність між основними чинниками, що визначають попит на гроші, зобразимо їх у вигляді кривих в системі координат, як це

показано на рис. 3.4.

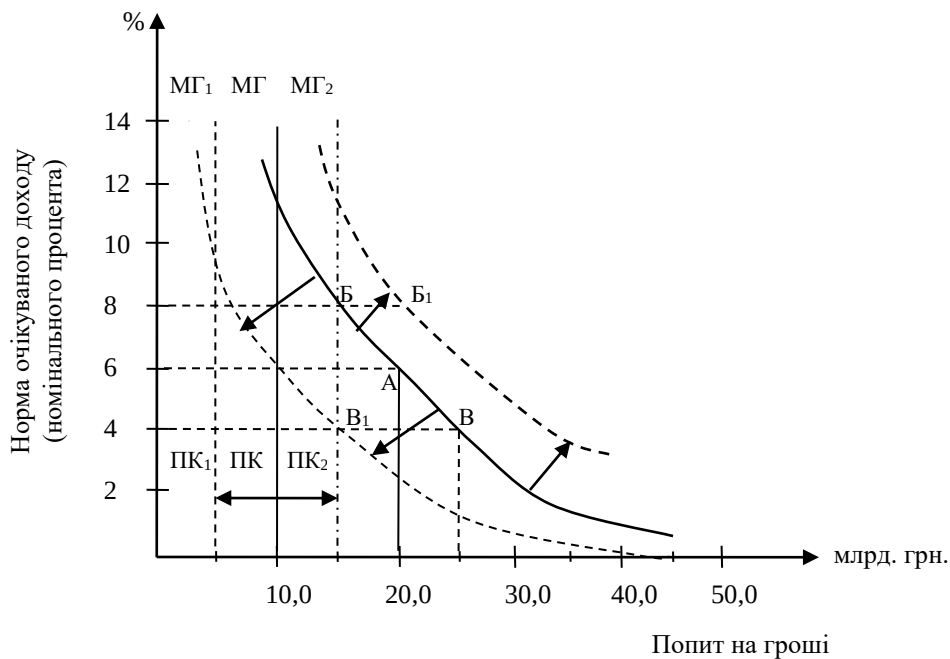


Рис. 3.4. Графік кривої попиту на гроші

По вертикалі системи координат відображена норма (в %) очікуваного доходу на альтернативні грошам активи, у тому числі норму депозитного процента. Зміна цієї норми означає зміну альтернативної вартості зберігання грошей у формі, яка не приносить доходу. По горизонталі відображений обсяг попиту на гроші в млрд. грн. Сукупність кривих MG , MG_1 , MG_2 відображає функціональну зміну попиту на гроші залежно від двох груп чинників: зміни номінального обсягу ВВП та зміни норми очікуваного доходу (тобто альтернативної вартості зберігання грошей). Криві $ПК$, $ПК_1$ і $ПК_2$ відображають зміну поточної каси як транзакційної складової попиту на гроші.

Залежність попиту на гроші від номінального обсягу ВВП (Y) виявляється у зміщеннях кривої MG вліво і вниз в позицію MG_1 , якщо Y зменшується, чи вправо і вгору у позицію MG_2 , коли Y збільшується. У цих випадках передусім зміщується крива поточної каси ($ПК$), яка реагує лише на зміни обсягу Y , про що свідчить її вертикальне положення. При зменшенні обсягу ВВП потреба в поточній касі буде зменшуватися, $ПК$ зміститься в позицію $ПК_1$ і «потягне» за собою криву загального попиту MG у позицію MG_1 . При збільшенні обсягу ВВП потреба в поточній касі зростатиме, крива $ПК$ зміститься в позицію $ПК_2$ і «виштовхне» криву MG у позицію MG_2 . Аналогічно може впливати на зміну положення кривої MG зміна обсягу багатства, що його мають у своєму розпорядженні економічні суб'єкти, оскільки вона, власне, є наслідком зміни обсягу ВВП.

Залежність попиту на гроші від норми очікуваного доходу на альтернативні витрати (R) виявляється у переміщенні його величини безпосередньо по кривій MG . Якщо норма доходу зростає, наприклад, з 6 % до 8 %, то попит з точки A , яка адекватна обсягу 20,0 млрд. грн., переміститься в точку B , яка відповідає обсягу 15,0 млрд. грн., тобто скоротиться на 5,0 млрд. грн. І навпаки, при зниженні норми доходу, наприклад з 6 % до 4 %, обсяг попиту переміститься в точку B , адекватну 25,0 млрд. грн., тобто

зросте на 5,0 млрд. грн. При цьому крива ПК залишається нерухомою, оскільки вважається, що трансакційна складова попиту не реагує на зміну норми доходу (процента).

При одночасній зміні обох чинників впливу на попит відбудеться одночасне зміщення кривої попиту в нове положення ($МГ_1$ чи $МГ_2$) і самої точки попиту на новій кривій, що спричинить зміну попиту в іншому розмірі, ніж при зміні кожного з цих чинників окремо, зокрема в точку B_1 чи B_1 .

З викладеного вище графічного зображення попиту на гроші чітко видно два різних характеру його руху:

✓ у вигляді переміщення самої кривої попиту – вгору і вправо чи вниз і вліво, що свідчить про еластичність попиту на гроші від обсягу номінального обсягу номінального ВВП;

✓ у вигляді руху точки попиту по його кривій – вгору і вліво чи вниз і вправо, що свідчить про еластичність попиту на гроші від процента та інших очікуваних доходів на активи. Ці два види руху потрібно чітко розрізняти, але розглядати у взаємозв'язку, щоб одержати завершену картину динаміки попиту на гроші.

Особливості формування попиту на гроші в умовах перехідної економіки України	Розглянуті вище мотиви та чинники руху попиту на гроші можна вважати класичними в тому плані, що вони широко визнані у світовій літературі як об'єктивно діючі в розвинутій ринковій економіці. Найповніше вони можуть виявлятися в умовах наявності стабільної і добре розвинутої банківської системи, високорозвинутого ринку цінних паперів, лібералізованого ціноутворення, у тому числі формування процента, вільного руху грошей по каналах обороту, низької ризиковості грошових операцій тощо. Усе це забезпечує економічним суб'єктам можливість найповніше реалізувати свою мотивацію до накопичення запасів грошей.
---	--

В умовах перехідної економіки України всі перелічені умови перебувають у процесі формування, причому в його початковій стадії. Тому всі класичні чинники впливу на попит на гроші діють в деформованому вигляді.

1. Високі темпи підвищення цін провокують зростання попиту на трансакційні запаси, проте пов'язані з цим інфляційні очікування та ризики втрат від зберігання грошей примушують економічних агентів шукати захисту в альтернативних активах, віддаючи перевагу більш надійним, незважаючи навіть на їх доходність. Ці тенденції деформують залежність трансакційної складової попиту від динаміки номінального ВВП, послаблюють вплив альтернативної вартості зберігання грошей на динаміку попиту та мотивацію переваг ліквідності, стимулюють зростання попиту на такі нетрадиційні для фінансового ринку інструменти як інвалюта, ювелірні й мистецькі вироби, житло.

2. Високий рівень інфляції провокує зростання номінального процента. Проте реальний рівень процента підтримувати тривалий час дуже складно, і він нерідко виявляється від'ємним, що робить вкладання грошей в альтернативні активи збитковим. Це спричинює високу ризиковість капіталізації грошей, послаблює мотиваційну роль альтернативної вартості зберігання грошей. Порушуються ринкові механізми зв'язку між процентом і попитом на гроші.

3. У цьому ж напрямі діє чинник недостатнього розвитку ринку цінних паперів та ринку банківських послуг. Навіть у періоди, коли реальний процент має достатнє позитивне значення, економічні суб'єкти не мають можливості швидко і надійно трансформувати свій запас грошей в запас дохідних активів. Це істотно послаблює еластичність попиту на гроші від процента, призводить до надмірного накопичення грошей у готівковій формі.

4. Залежність попиту на гроші від класичних чинників істотно деформується також тіньовими процесами в економіці, що набули широкого розмаху в Україні. З'являються нові мотиви накопичення грошей, зокрема такі, як утаювання доходів від оподаткування та приховування кримінальних грошових доходів, відмивання тіньових грошей тощо. У всіх цих випадках зміна попиту на гроші може відбуватися незалежно від впливу класичних чинників, що знижує ефективність останніх та можливості їх використання в практиці регулювання попиту на гроші.

У трансформаційній економіці діють й інші чинники, що визначають особливий характер формування попиту на гроші. Проте дія всіх таких чинників буде поступово послаблюватися, і вирішального значення набуватимуть класичні чинники. Тому вивчення механізму попиту на гроші має важливе значення для практики регулювання грошового обороту як в сучасних умовах, де його закономірності істотно деформовані, так і на перспективу, де вони діятимуть в більш чистому вигляді.

3.4.2. Пропозиція грошей

Поняття пропозиції грошей

Пропозиція грошей – друга сила, що у взаємодії з попитом визначає кон'юнктуру грошового ринку. Як і попит на гроші, пропозиція їх є явищем залишку. Суть пропозиції грошей полягає в тому, що *економічні суб'єкти в будь-який момент мають у своєму розпорядженні певний запас грошей, які вони можуть при сприятливих обставинах спрямувати в оборот, де вони будуть використані як купівельні та платіжні засоби*. Економічними суб'єктами – носіями пропозиції грошей є домогосподарства, фірми, державні структури, фінансові посередники, у тому числі банки.

На рівні окремого економічного суб'єкта пропозиція грошей взаємодіє з попитом на гроші як його альтернатива. Якщо фактичний запас грошей окремого індивіда перевищує його попит на гроші, а це можливо при зростанні альтернативної вартості зберігання грошей, то цей індивід пропонуватиме частину свого запасу грошей до продажу. І навпаки, при перевищенні попиту над наявним запасом, індивід буде купляти їх на ринку чи іншими способами задовольняти попит. Тому на цьому рівні пропозиція і попит постійно чергуються – при зростанні рівня процента економічний суб'єкт буде виступати на ринку з пропозицією грошей, а при зниженні – з попитом на гроші.

На макроекономічному рівні пропозиція грошей формується дещо по-іншому. Вважається, що всі економічні суб'єкти одночасно не можуть запропонувати на ринку грошей більше від наявного у них запасу грошей. Тобто фактична маса грошей в обороті є природною межею пропозиції грошей. Ніякі стимулюючі фактори, наприклад

зростання процента, не можуть збільшити пропозицію грошей за цю межу. Якщо ж виникає потреба збільшити пропозицію понад цю межу, то це можливо при зростанні сукупного попиту на гроші, то це можна зробити тільки додатковою емісією грошей в оборот. Тому емісія грошей розглядається як зростання пропозиції грошей на ринку грошей, а вилучення грошей з обороту – як скорочення пропозиції грошей.

Визнання емісії грошей вирішальним чинником зміни пропозиції грошей надає останній характер екзогенного явища, рух якого визначається не внутрішньоекономічними процесами чи мотивацією самих економічних суб'єктів, а зовнішніми чинниками, що лежать у сфері банківської діяльності. Посилаючись на екзогенність пропозиції грошей, окремі автори роблять спроби відірвати рух пропозиції грошей від руху попиту, надати йому самостійного значення. Подібний підхід загрожує розривом двох складових грошового ринку – попиту і пропозиції, втратою об'єктивних меж зміни пропозиції грошей, переходом на позиції суб'єктивізму і волюнтаризму в грошово-кредитній політиці.

Зважаючи на викладене, важливо правильно визначити співвідношення пропозиції і попиту як двох складових ринку грошей: яка з них є первинною, а яка – вторинною. Без правильної відповіді на це питання неможливо правильно визначити об'єктивні межі пропозиції грошей, а отже і емісії грошей.

Оскільки з двох сил грошового ринку попит на гроші змінюється насамперед під впливом об'єктивних чинників, що формуються всередині сектору реальної економіки, а пропозиція грошей має переважно екзогенний характер, то тільки попит на гроші може бути первинним чинником у взаємодії з пропозицією грошей. Остання повинна у своїй динаміці постійно орієнтуватися і прилаштовуватися до зміни попиту на гроші. Тільки за цієї умови вплив суб'єктивного фактору на кон'юнктуру грошового ринку буде мінімізованим, а зміни ключових індикаторів ринку (маса грошей, рівень процента, рівень інфляції тощо) будуть об'єктивними і не матимуть руйнівних наслідків. Вказана залежність пропозиції грошей від попиту на гроші є об'єктивною закономірністю ринку грошей.

Формування пропозиції грошей і його чинники	Визнання попиту на гроші об'єктивною межею для пропозиції грошей, а самої пропозиції – результатом діяльності банків може створити враження, що формування пропозиції грошей зводиться до суто технічного «підтягування» грошової маси до попиту на гроші при зміні його обсягу. Проте це лише поверхове враження. За ним криється надзвичайно складний процес зростання маси грошей (грошової пропозиції), на який, крім зміни попиту на гроші, впливає значна кількість інших чинників, що можуть деформувати пропозицію грошей порівняно з попитом. Тому кожний із цих чинників можна розглядати як самостійний фактор впливу на обсяг пропозиції грошей.
--	--

Такими чинниками можуть бути зміни:

- ✓ норми обов'язкових резервів;
- ✓ облікової ставки;
- ✓ типової ринкової процентної ставки;
- ✓ процентної ставки по депозитах до запитання;
- ✓ обсягу багатства економічних суб'єктів;
- ✓ тінізації підприємницької діяльності;

✓ стану довіри до банків, банківської паніки.

Конкретні механізми впливу кожного з цих факторів на пропозицію грошей будуть розглянуті в розд. 7.

Графічне зображення пропозиції грошей. Оскільки пропозиція грошей як явище екзогенне формується насамперед банківською системою, графічне зображення кривої пропозиції в системі координат будується залежно від цілей грошово-кредитної політики. Якщо тактичною ціллю є підтримання на незмінному рівні маси грошей в обороті при вільному русі процентної ставки, то крива пропозиції грошей буде мати такий вигляд (рис. 3.5).

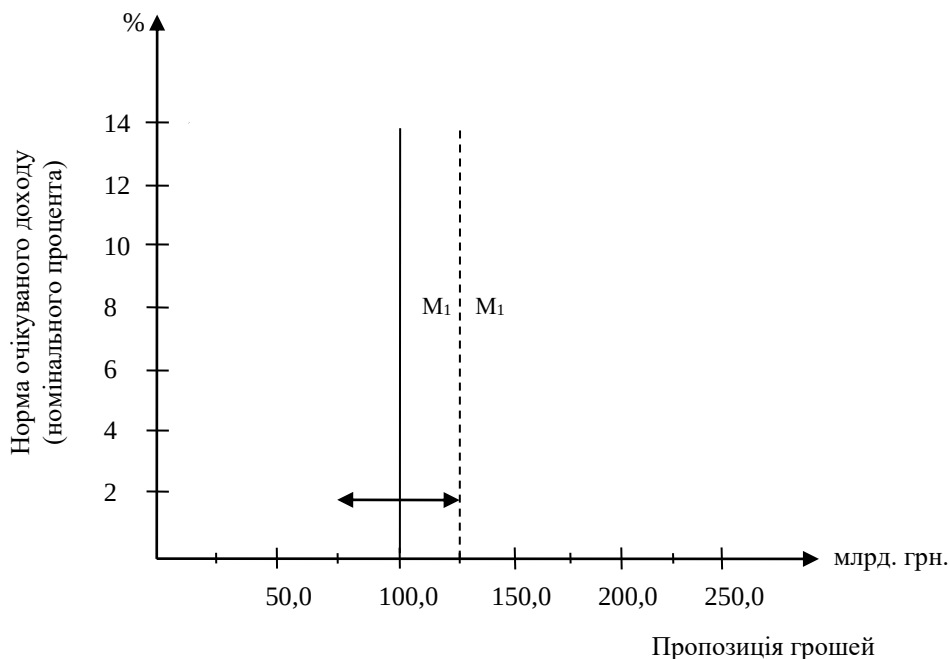


Рис. 3.5. Крива пропозиції грошей при орієнтації монетарної політики на підтримання маси грошей в обороті на незмінному рівні

Пряма вертикальна лінія, проведена з точки 100,0, свідчить про те, що фактична пропозиція грошей склалася на рівні 100,0 млрд. грн. і банківська система планує підтримувати її на цьому рівні незалежно від зміни процентної ставки. Якщо буде прийнято рішення за тих же умов збільшити пропозицію грошей до 125,0 млрд. грн., то крива пропозиції зміститься вправо в точку, адекватну 125,0 млрд. грн., але залишиться у вертикальному положенні, що свідчить про її незалежність від зміни процентної ставки.

Якщо грошово-кредитної політика визнають за монетарну ціль утримання на незмінному рівні процентної ставки при вільному русі грошової маси, то крива пропозиції набуде такого вигляду (рис. 3.6).

Горизонтальна лінія M_1 , проведена з точки 8, свідчить про те, що пропозиція грошей (точка А) повинна змінювати своє положення вліво чи вправо на горизонтальній прямій M_1 (в залежності від зміни попиту на гроші) так, щоб утримувати процентну ставку на рівні 8 %. Якщо ж як ціль монетарної політики буде

встановлено підтримання процентної ставки на рівні 10 %, то лінія пропозиції грошей переміститься вгору в точку 10, але збереже горизонтальне положення.

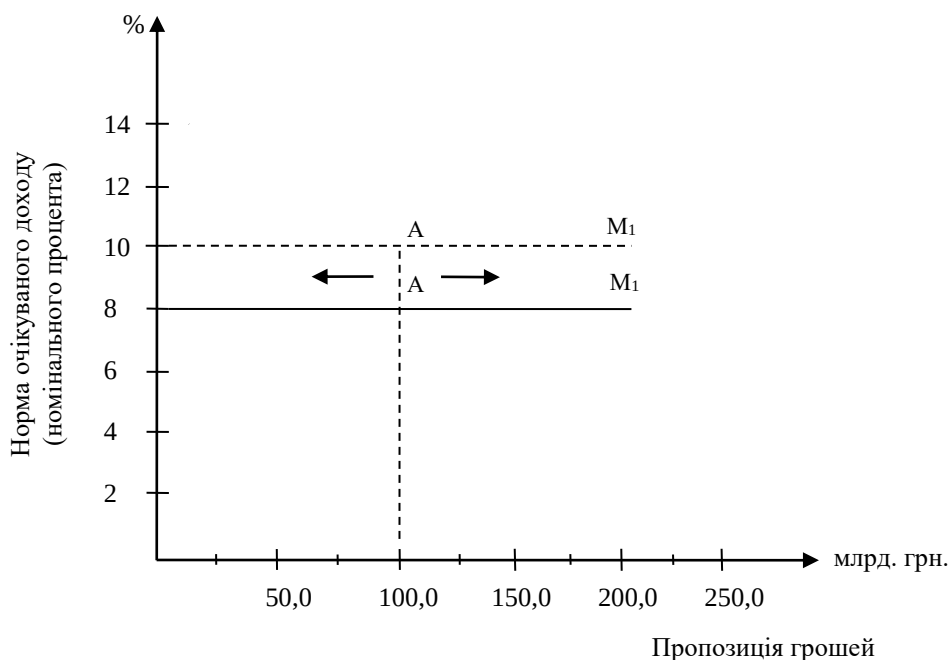


Рис. 3.6. Крива пропозиції грошей при орієнтації монетарної політики на підтримання процентної ставки на незмінному рівні

Зміщення пропозиції грошей (точка А) на обох рівнях у напрямку, потрібному для утримання ставки процента на незмінному рівні (8 % чи 10 %), центральний банк може забезпечити продажем цінних паперів на відкритому ринку (пропозиція грошей зменшиться) чи покупкою їх (пропозиція грошей збільшиться).

Крива пропозиції грошей може набути вигляду нахиленої лінії, якщо монетарна політика передбачає збільшення маси грошей, проте в меншій мірі, ніж це потрібно для збереження стабільного рівня процента. У такому разі одночасно змінюється і маса грошей, і норма процента, а крива пропозиції грошей займе положення, показане на рис. 3.7.

Вибір конкретної цілі монетарної політики і відповідної їй кривої пропозиції грошей залежить від економічної ситуації в країні та тих чинників, які обумовили зміну попиту на гроші, відповідно до якої банківська система повинна відкоригувати пропозицію грошей. Коли, наприклад, зростання попиту на гроші викликано зростанням цін, то, щоб не спровокувати розвиток інфляційного процесу, доцільно зафіксувати масу грошей на рівні, що склався, і відпустити у «вільне плавання» процентну ставку. У цьому випадку кривій пропозиції грошей доцільно надати однозначно вертикальне положення (рис. 3.5). Якщо попит на гроші знижується під впливом, наприклад, прискорення обігу грошей внаслідок удосконалення технологій міжбанківського переміщення грошей, то, щоб захистити реальну економіку від небажаного впливу зміни процентних ставок, їх рівень доцільно зафіксувати, а масу грошей відпустити «у вільне плавання». Цій ситуації буде відповідати горизонтальна крива пропозиції грошей (див. рис. 3.6).

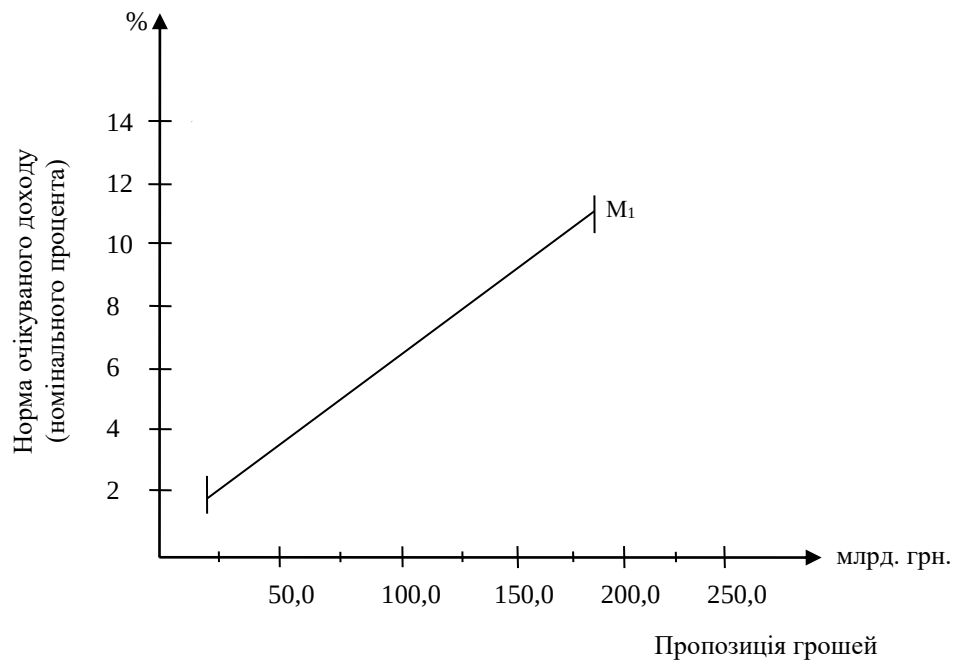


Рис. 3.7. Крива пропозиції грошей при орієнтації монетарної політики на одночасну зміну маси грошей і процентної ставки

Глибше уявити механізм цих зв'язків можна на повній графічній моделі грошового ринку, яка відображає одночасно криву попиту і криву пропозиції грошей.

3.4.3. Графічна модель грошового ринку. Рівновага на грошовому ринку та процент

Якщо дві криві – попиту і пропозиції – накласти одну на другу в одній системі координат, то одержимо завершену графічну модель грошового ринку. У ній попит і пропозиція подаються у взаємодії і визначається результат цієї взаємодії: рівень їх урівноваження та норма рівноважної ставки процента, що відповідає цьому рівню (рис. 3.8).

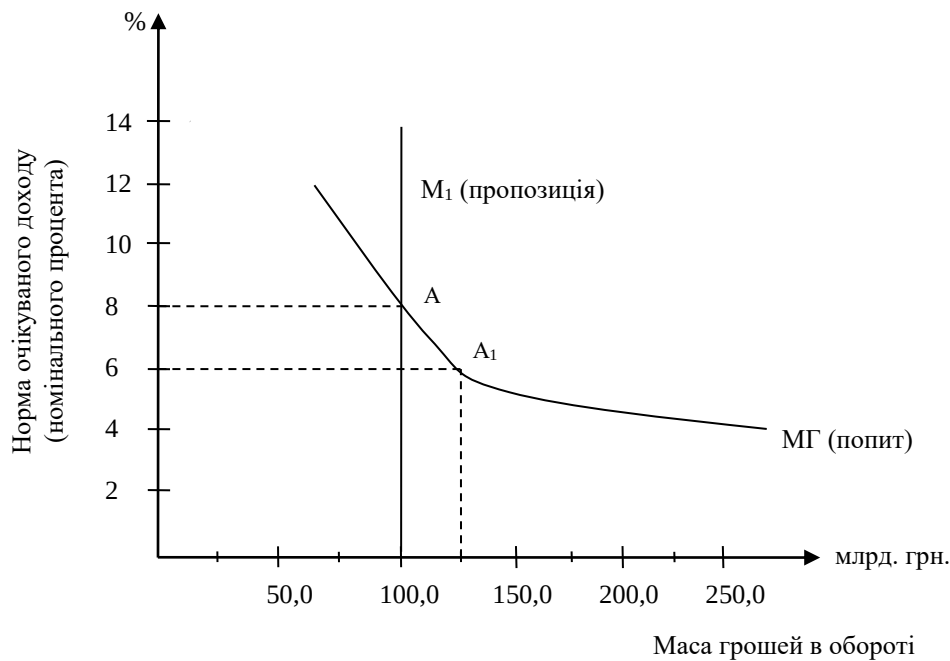


Рис. 3.8. Графічна модель ринку грошей

Криві попиту (МГ) і пропозиції (M_1) перетинаються в точці А, якій адекватні маса грошей в обороті на суму 100,0 млрд. грн. та ставка очікуваного доходу (номінального проценту) на рівні 8%. Це значить, що економічні суб'єкти в даній економічній ситуації бажають мати у своєму розпорядженні грошей в 100,0 млрд. грн., а ринок може забезпечити пропозицію грошей на цьому ж рівні, щоб урівноважити попит і пропозицію. За цієї умови ставка процента (очікуваного доходу) стабілізується на рівні 8 %. Цей рівень є **рівноважною ставкою процента**, яка буде задовольняти вимоги обох сторін ринку: покупці зможуть сформувати потрібний їх запас грошей, що дорівнює 100,0 млрд. грн. і будуть його тримати на руках, а продавці зможуть розмістити наявний у них запас грошей за прийнятною ставкою процента.

Ні за якої іншої ставки процента подібна зрівноваженість попиту і пропозиції неможлива. Припустимо, що якимось чином удалося в цій ситуації встановити ставку процента на рівні 6 %, тобто нижчій від рівноважної. Реакцією на цю зміну буде зниження альтернативної вартості зберігання грошей і зростання попиту на гроші – точка попиту зміститься по кривій попиту вправо в положення A_1 (при тому, що точка пропозиції залишиться в попередньому положенні А). Збільшення попиту на гроші виявиться в посиленні вимог економічних суб'єктів до банків надати їм грошові позички. Проте банки не зможуть задовольнити цих вимог, оскільки їхні резерви залишилися незмінними завдяки незмінності пропозиції грошей. Окремі банки спробують закупити додаткові резерви на міжбанківському ринку, і між банками посиляться конкурентна боротьба за ресурси. Наслідком цієї боротьби стане зростання процентної ставки доти, доки вона не досягне попереднього (рівноважного) рівня. Але в міру наближення ставки до цього рівня буде зростати альтернативна вартість грошей і скорочуватися попит на гроші. Як тільки ставка досягне 8 %, увесь додатковий попит на гроші зникне і всі показники займуть рівноважне положення: попит і пропозиція – 100 млрд. грн., ставка проценту – 8 %.

Порушену рівновагу ринку можна було «заспокоїти» іншим способом – збільшенням пропозиції грошей до нового рівня попиту. Для цього центральний банк повинен збільшити резерви комерційних банків, купивши у них відповідну масу цінних паперів чи збільшивши рефінансування. За рахунок додаткових резервів банки задовольнили б додатковий попит на гроші і рівновага відновилась би. Але рівень її був би зовсім іншим – обсяг грошової маси зросте до 125 млн. грн., а ставка процента знизиться до 6 %. Проте така рівновага може мати негативні наслідки для реальної економіки, насамперед для товарних ринків, де значно зросте платоспроможний попит.

Порушення рівноваги на грошовому ринку може обумовлюватися також чинниками, які діють на боці пропозиції грошей та на боці попиту на гроші. У цих випадках рівновага може відновитися тільки на інших рівнях як проценту, так і грошової маси.

Вплив на ринок змін у пропозиції грошей

Припустимо, що за умови урівноваженості грошового ринку в точці А, що відповідає 8 % номінального проценту і 100,0 млрд. грн. грошової маси, центральний банк приймає рішення збільшити пропозицію грошей до 125,0 млрд. грн. Цього можна досягти купівлею у банків на відповідну суму цінних паперів. Унаслідок додаткової пропозиції грошей її крива M_1 на графічній моделі зміститься вправо в точку, що адекватна 125,0 млрд. грн. (рис. 3.9).

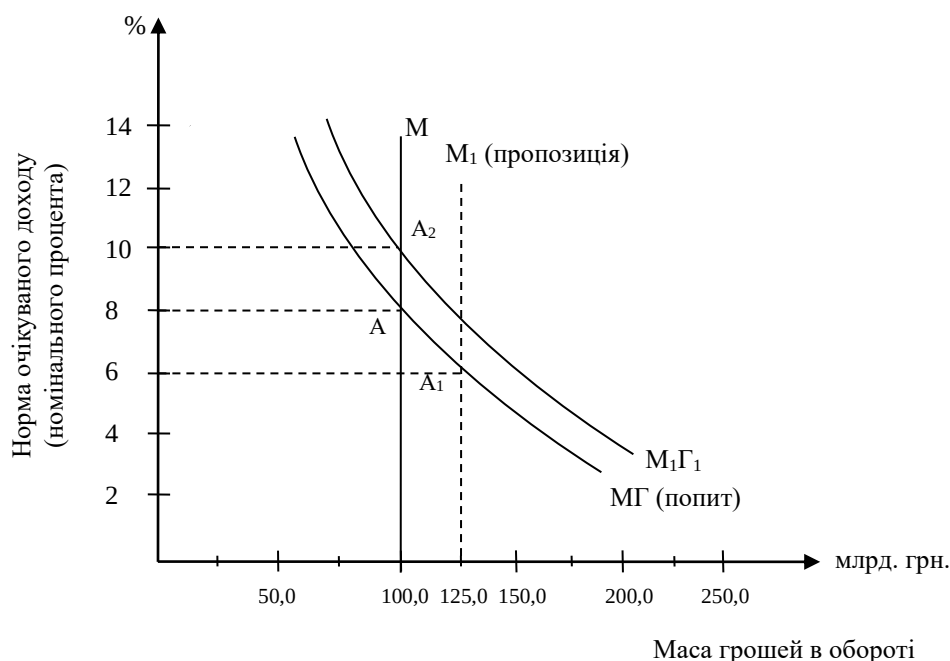


Рис. 3.9. Вплив на ринок змін у попиті і пропозиції грошей

При незмінному попиті на гроші точка перетину кривих попиту і пропозиції зміститься вниз вправо по кривій МГ у позицію A_1 , яка й визначить новий рівень рівноваги на грошовому ринку: ставка процента знизиться до 6 %, маса грошей збільшиться до 125,0 млрд. грн. Тільки за цих параметрів кон'юнктура грошового ринку стабілізується і встановиться нова рівновага попиту і пропозиції в точці A_1 .

Центральний банк може прийняти рішення про зменшення пропозиції грошей на урівноваженому ринку, щоб вирішити певні макроекономічні задачі. Цього можна досягти продажем цінних паперів на відкритому ринку, що призведе до скорочення надлишкових резервів комерційних банків і зменшення їх можливостей надавати позички своїм клієнтам. У разі збереження попиту на гроші, а отже і на банківські позички, на попередньому рівні, скорочення кредитних ресурсів банків спричинить ужорсточення банківського кредитування, передусім до підвищення позичкового процента. Конкуренція між економічними суб'єктами за банківські позички придасть цьому процесу тривалого характеру, поки процент не досягне нового рівноважного рівня, адекватного новим обсягам попиту і пропозиції, які скоротяться порівняно з попередніми. Крива пропозиції зміститься вліво, а точки рівноваги – вліво і вгору по кривій попиту і займе позицію А (див. рис. 3.9).

**Вплив на ринок змін у
попиті на гроші**

На відміну від пропозиції попит на гроші не може змінитися за бажанням банківської системи. Для цього потрібно, щоб у самій реальній економіці визріли необхідні передумови і чинники. Одним із таких чинників може бути зростання ВВП. У цьому випадку неминуче зросте попит на гроші, насамперед збільшиться потреба в трансакційних запасах. У графічній моделі це проявиться в зміщенні кривої попиту з позиції МГ в позицію $M_1Г_1$ (див. рис. 3.9).

За незмінної пропозиції грошей точка перетину кривих попиту і пропозиції (точка рівноваги) зміститься вгору у положенні A_2 . Це значить, що рівновага між попитом і пропозицією при масі грошей в обороті 100,0 млрд. грн. настане за ставки процента 10 %.

У реальній дійсності цим змінам відповідатиме збільшення попиту економічних суб'єктів на банківські позички. Для надання таких позичок банкам потрібні будуть додаткові резерви і вони збільшать попит на ресурси на міжбанківському ринку. Проте задовольнити всі додаткові потреби в ресурсах таким способом банки не зможуть, бо загальна пропозиція грошей залишається незмінною – 100,0 млрд. грн. Між банками розпочнеться конкуренція за ресурси, відсутність яких спричинить зростання ставки процента на міжбанківському ринку, а потім і по інших позичках. У міру зростання рівня процента зростатиме альтернативна вартість зберігання грошей, і в економічних суб'єктів буде зменшуватись бажання накопичувати запаси грошей, а отже – одержувати додаткові позички. При досягненні ставкою процента 10 % бажання економічних суб'єктів збільшувати запаси грошей стабілізується і відновиться рівновага на грошовому рівні, однак за значно вищого рівня процента.

Звичайно, можуть з'явитися фактори, що зумовлять зниження попиту на гроші. Тоді всі розглянуті процеси (попит на позички, формування резервів, зміна процентної ставки) теж будуть запущені, але в протилежному напрямку. Рівновага на грошовому ринку відновиться на нижчому рівні. Лінія попиту на моделі ринку зміститься вліво і вниз, а точка рівноваги зміститься вниз від точки A_2 по лінії пропозиції грошей.

У реальній дійсності може бути багато й інших варіантів зміни попиту та пропозиції грошей і багато інших точок рівноваги на моделі ринку. Проте в усіх випадках зміна ставки процента виступає механізмом урівноваження попиту і пропозиції, а кожний новий рівень процентної ставки є наслідком зміни попиту і пропозиції на ринку грошей. З цього погляду рух процента підкоряється тим же

ринковим силам, що й рух ціни на товарних ринках, а це дає підстави розглядати процент як ціну грошей, яка формується на цьому ринку.

3.4.4. Інструменти ринку грошей

Як зазначалося вище, на ринку грошей торгують «короткими» грошовими коштами, які є вільними у продавця і потрібні в обороті покупця на строк до одного року. Ця обставина визначає специфіку інструментів, що обслуговують купівлю-продаж грошей на цьому ринку.

По-перше, короткостроковість таких інструментів зменшує ймовірність зміни їх дохідності на ринку, а отже, і ризиковість інвестування домогосподарствами та фірмами своїх коротких грошей у ці активи.

По-друге, висока надійність інструментів ринку грошей спричинює низьку їх дохідність та низьку ціну грошей на цьому ринку (рівень процента).

По-третє, незважаючи на ці позитивні якості, інструменти ринку грошей повністю не позбавлені ризиків не виконання покупцями своїх зобов'язань, що має враховуватися заощадниками під час прийняття рішень щодо інвестицій на ринку грошей.

По-четверте, низька дохідність для продавців грошей та відкладність потреби в грошах для їх покупців (для погашення платіжних зобов'язань) роблять ці інструменти надто чутливими до найменших змін ситуації на ринку грошей що проявляється у багаторазовій зміні процентних ставок за короткий відтинок часу. Так, в кінці 2003 та 2004 р. процентна ставка на ринку міжбанківського кредиту в Україні «злітала» в десятки разів під впливом чинників, які раптово порушували рівновагу на цьому ринку. Подібні коливання процентної ставки в звичайних умовах неможливі на ринку капіталів. Тому динаміка дохідності інструментів ринку грошей набуває важливого інформаційного значення для управління грошовим оборотом.

Оскільки ринок грошей в Україні розвинутий недостатньо, асортимент його інструментів значно вужчий, ніж у високо розвинутих країнах. Проте в перспективі суб'єктам українського ринку доведеться оперувати широким набором фінансових інструментів. Тому розглянемо тут усі можливі інструменти, які виробила світова практика, та зазначимо специфіку їх застосування в Україні.

Короткострокові боргові зобов'язання уряду – в закордонній практиці їх називають **казначейськими векселями** на відміну від довгострокових зобов'язань, які називають **облігаціями**. Така відмінність у назвах не випадкова, вона спричинена відмінностями в сутності цих інструментів. Казначейські векселі призначені, як правило, покривати касові розриви в бюджетних надходженнях та виплатах в межах бюджетного року і в цьому відношенні вони адекватні комерційним векселям, які покривають подібні платіжні розриви у комерційних структур. Ця специфіка казначейського векселя забезпечує йому високу надійність та ліквідність. Облігації ж призначені залучити в бюджет кошти для покриття тривалих розривів, тому погашення їх переноситься на наступні бюджетні роки, у зв'язку з чим значно зростають ризики несвоєчасної оплати.

Випускаються казначейські векселі на 3, 6 і 12 місяців. У США найпоширенішими є векселі зі строком погашення 91 день. Можуть випускатися векселі і зі строками, меншими трьох місяців. Особливістю казначейських векселів є й те, що реалізуються вони з **дисконтом**, тобто за ціною, нижчою їх номіналу. Різниця між ціною викупу (номіналом) і ціною продажу становить прибуток покупця казначейських векселів.

В українській практиці поняття казначейського векселя не використовується, замість нього подібні цінні папери називають короткостроковими облігаціями внутрішньої державної позики (ОВДП). Це можна пояснити недорозвинутістю в Україні ринку грошей та недостатньою увагою до регулювання цього ринку з боку уряду.

Комерційні папери – це короткострокові боргові зобов'язання фінансових та не фінансових корпорацій, подібні до простих векселів (соло-векселі). Починаючи з 1980 р. цей інструмент на ринку грошей у США показав найвищі темпи зростання і вийшов на перше місце за обсягом продажу. Це можна пояснити втягуванням багатьох корпорацій у пряму закупівлю коштів на ринку грошей, минуючи банки, з метою зниження витрат на сплату позичкових процентів.

Основними емітентами комерційних паперів є великі, добре відомі, з хорошою кредитною репутацією корпорації, передусім промислові і фінансові фірми, банківський холдинг – компанії. Випускаються ці папери, як правило, на строк 45 днів, але не більше дев'яти місяців. За правовими ознаками цей інструмент нагадує комерційний (товарний) вексель, що дало підстави деяким авторам включати такі векселі до складу комерційних паперів. Проте між ними є істотна відмінність: комерційні векселі мають товарне покриття, а комерційні папери його не мають, у зв'язку з чим покупці часто вимагають додаткових гарантій – акцепту відомих банків чи інших фінансових структур. Тому комерційні векселі можуть безпосередньо використовуватися як платіжні засоби на товарних ринках, а комерційні папери такої власності не мають і здійснюють свій оборот переважно через ринок грошей.

В Україні цей інструмент ринку грошей розвинутий слабо у зв'язку з недостатнім розвитком фінансового ринку, недостатнім правовим захистом інтересів кредиторів та не урегульованістю правової бази їх обороту. У нашій практиці аналогом комерційних паперів є фінансові векселі, розвиток яких свідомо стримується в аспекті боротьби з тіньовою економікою. Розвиток же комерційних векселів усіляко підтримується.

Обігові сертифікати банківських депозитів (СД) – це зобов'язання банку виплатити вкладнику суму депозиту та процентний дохід у вказані на ньому строки. Випускається великим номіналом (у США – від 100 тис. до 1 млн. дол., у Великобританії – від 50 тис. до 500 тис. ф. ст.). вільно продаються і купуються на ринку, у тому числі й банками – емітентами. Основними покупцями СД є нефінансові корпорації, благодійні інститути, взаємні фонди, урядові установи. Сьогодні в розвинутих країнах це надзвичайно поширений інструмент ринку грошей (за обсягом обороту у США посідає друге після комерційних паперів місце). В Україні цей інструмент не застосовується, оскільки СД не надходить на вторинний ринок і не здійснюють обороту. Це спричинено тими самими чинниками, що й відсутність в обороті комерційних паперів.

Банківські акцепти – це векселі чи чеки, виписані платниками за торговельними операціями (найчастіше – імпортерами) для розрахунків із продавцями товарів і

акцептовані певними банками. Позначка «акцептовано» означає, що цей банк гарантує оплату векселя/чека, навіть якщо емітент (платник по цьому інструменту) не має коштів на своєму рахунку в банку. Банківські акцепти широко застосовуються у розрахунках по зовнішній торгівлі, де продавець не завжди знає покупця і вимагає гарантії третьої особи. Банківські акцепти вільно перепродуються на вторинному ринку зі знижкою і тому користуються широким попитом на ринку грошей. Покупцями їх зазвичай є інші банки, фірми, домогосподарства.

В Україні цей інструмент не розвинутий, насамперед через слабкість ринку грошей та ухиляння банків від акцептування зазначених документів через його високу ризиковість.

Зазначені нижче інструменти мають певну, заздалегідь визначену форму, що полегшує контроль за динамікою їх обороту. Проте є ряд інструментів без такої форми – вони існують у вигляді звичайних угод, зафіксованих у комп'ютерних пристроях. Це, зокрема, *угоди про зворотний викуп, угоди про купівлю резервних фондів, угоди про купівлю євродоларових депозитів* та ін. Частіше за все ці угоди є над короткими – від однієї доби до кількох тижнів. За їх допомогою корпорації передусім поліпшують свою ліквідність. Подібні угоди вже вийшли чи в найближчий час можуть вийти на український ринок грошей.

Інструментами ринку грошей є також короткострокові депозитні та позичкові угоди банків, проте в Україні вони не виходять на вторинний ринок.

3.5. Основи функціонування ринку капіталу

Ринок капіталу, на якому торгують «довгими» грошима, функціонує за тією ж схемою, що й ринок грошей. Тут теж діють сили попиту і пропозиції та формується ціна на гроші як капітал у вигляді процента. Суб'єктами цього ринку є ті самі економічні агенти, що й на ринку грошей: домогосподарства, фірми, державні структури та фінансові посередники. А процентна ставка як ринковий чинник, по суті, є спільною для обох ринків, що свідчить про їх тісний взаємозв'язок як складових єдиного грошового ринку. Можливо, через це ринок капіталу досліджено і висвітлено в українській літературі значно менше, ніж ринок грошей, що ускладнює розуміння механізму функціонування всього грошового ринку та його окремих складових.

3.5.1. Заощадження як джерело та межа пропозиції на ринку капіталу

Незважаючи на внутрішню єдність ринків грошей і капіталу, у механізмах їх функціонування є суттєві відмінності. Вони стосуються насамперед характеру формування попиту і пропозиції на цих ринках. Якщо на ринку грошей попит і пропозиція проявляється як залишок грошей у їх найліквідніших формах (готівка та поточні депозити), то на ринку капіталу вони виступають у формі інвестицій та заощаджень і мають характер грошових потоків. Змінюється також характер взаємодії попиту і пропозиції на цих ринках. Якщо на ринку грошей переважає попит на гроші, обсяг якого визначає межу безінфляційного нарощування пропозиції грошей, то на

ринку капіталу – пропозиція грошей, обсяг якої визначає межу нарощування попиту – інвестицій – без порушення ринкової рівноваги та без інфляційних наслідків.

Пропозиція грошей на ринку капіталу може формуватися з кількох джерел: заощаджень, зовнішніх позик, емісійних джерел. Найбільш безпечним для підтримання економічної рівноваги джерелом пропозиції є **заощадження**, під якими в цьому контексті маються на увазі грошові доходи економічних суб'єктів, не використані на задоволення поточних потреб. Такі заощадження можуть формуватися в усіх економічних суб'єктів – домогосподарств, фірм, державних та громадських структур тощо, які є носіями пропозиції грошей на ринку капіталів. Представники кожної з цих груп заощадників одночасно беруть участь і в формуванні попиту на ринку капіталів. А в таких групах, як «фірми», «державні структури», «громадські структури», їх попит, як правило, перевищує обсяги власних заощаджень (пропозицію). Тому при аналізі формування пропозиції на ринку капіталу від них можна абстрагуватися і розглядати як єдине джерело пропозиції на цьому ринку лише заощадження домогосподарств, які значно більші їх власного попиту на капітал і можуть протистояти попиту всіх інших груп інвесторів, не покритому власними заощадженнями. Це й дає підстави науковцям визнавати рівність заощаджень домогосподарств та інвестиційних фірм при побудові економічних моделей.

Опираючись на модель грошового обороту (див. рис. 2.1), побудуємо модель «заощадження-інвестиції» як силових чинників ринку капіталу (рис. 3.10).

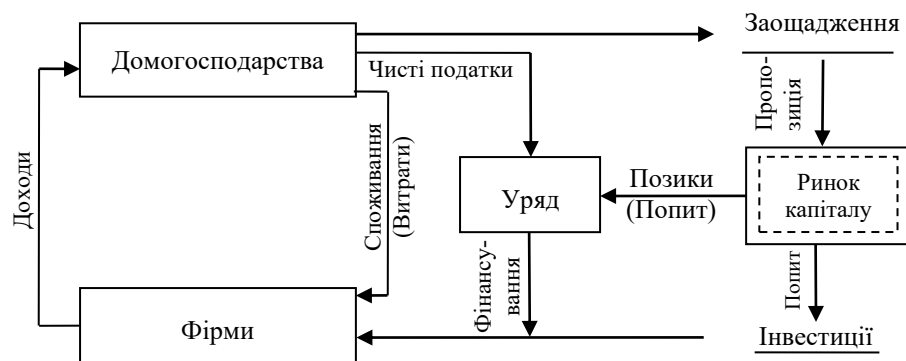


Рис. 3.10. Заощадження та інвестиції в кругообігу національного доходу

Як видно з наведеної схеми, заощадження формуються під впливом трьох чинників: обсягу доходів домогосподарств, обсягу чистих податків, обсягу споживання.

Ці ж чинники впливають автоматично і на обсяг пропозиції на ринку капіталів: чим вищі обсяги доходів домогосподарств, менші обсяги поточного споживання та чистих податків, тим більшим буде обсяг заощаджень і, відповідно, більшим обсяг пропозиції на ринку капіталів, і навпаки. Проте не весь сформований обсяг заощаджень трансформується в пропозицію на цьому ринку: частина їх пропонується на ринку грошей, а частина взагалі залишається «на руках» у заощадників і не надходить на ринок, якщо його кон'юнктура не сприяє цьому (високі ризики, низькі реальні процентні доходи, високе оподаткування цих доходів тощо).

Завдяки діяльності уряду на ринку капіталу не всі заощадження домогосподарств, що запропоновані на цьому ринку, спрямовуються безпосередньо на задоволення

попиту фірм в інвестиційних ресурсах – частину їх уряд (центральний та місцеві органи влади) позичають для задоволення загальнодержавних потреб. Якщо ці потреби переважно пов'язані з капітальними вкладеннями в загальнодержавну інфраструктуру (дороги, мости, метро, соціально-культурні, природоохоронні, ресурсорозвідувальні об'єкти тощо), то є підстави вважати, що ці кошти, як і чисті податки, значною мірою повертаються в потік інвестицій. Це забезпечуватиме успішне балансування обсягів заощаджень та інвестицій і високу ефективність ринку капіталів. Якщо ж позичені урядом кошти на ринку капіталів будуть використані на поточне споживання, то роль заощаджень як джерела інвестиційних ресурсів, як і роль ринку капіталу, значно знизиться, що негативно вплине на економічне зростання.

Зі схеми «заощадження - інвестиції» (див. рис. 3.10) випливає ще один висновок: по каналу «заощадження» відволікається частина грошей з обороту національного доходу (потік втрат), по каналу «інвестиції» ці гроші повертаються в оборот національного доходу (потік ін'єкцій). Постійне збалансування цих двох потоків має важливе значення для підтримання у збалансованому стані сукупного грошового обороту та економіки в цілому.

Згідно з класичною економічною теорією ключовим чинником, що визначає динаміку реальних заощаджень, є зміна **реальної процентної ставки (P_t)** на ринку капіталів, яка визначається, як різниця між номінальною P та рівнем інфляції. Інші чинники, зокрема зміна сукупного доходу, визнаються незмінними. За цих умов залежність динаміки реальних заощаджень від зміни реальної процентної ставки процента ілюструється таким графіком (рис. 3.11).

Позитивний нахил кривої пропозиції позичкового капіталу означає, що обсяг пропозиції грошей як капіталу змінюється пропорційно до рівня реальної процентної ставки: в міру її зростання обсяги заощаджень та пропозиції позичкового капіталу будуть зростати, і навпаки. Наприклад, якщо при реальній ставці 4 % заощадження становили 200,0 одиниць, то при збільшенні її до 6 % заощадження зростуть до 300,0 одиниць, а при ставці 7 % – до 350,0 одиниць.

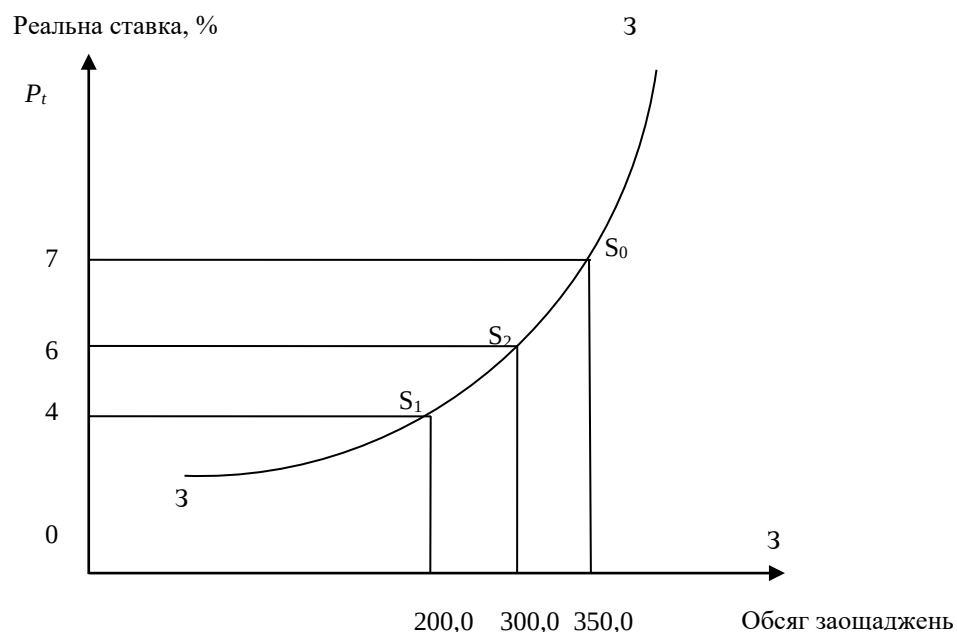


Рис. 3.11. Графік заощаджень, аналог кривої пропозиції
на ринку капіталу (за чинниками класиків)

Дж. М. Кейнс та його послідовники, на відміну від класиків, вирішальне значення в зміні заощаджень, а отже, і в пропозиції позичкового капіталу, надавали змінам реального доходу. Вплив реальної процентної ставки на заощадження вони явно недооцінювали і від нього абстрагувалися у своєму аналізі. Крива пропозиції на цьому ринку в трактуванні кейнсіанців набула такого вигляду (рис. 3.12).

Дж. М. Кейнс увів до наукового обороту поняття *гранична схильність до споживання* та *гранична схильність до заощаджень* як коефіцієнти, що виражають відношення, відповідно, споживання (K_c) і заощаджень (K_z) до національного доходу. Оскільки обсяги споживання і заощаджень разом дорівнюють обсягу національного доходу, то сума K_c і K_z дорівнюватиме 1. Отже, гранична схильність до заощаджень визначається так: $K_z = 1 - K_c$. Цю величину кейнсіанці вважали об'єктивно даною (такою, що фактично склалася), а тому обсяг заощаджень за даного K_z визначається обсягом реального доходу: якщо обсяг національного доходу становить 600,0 одиниць, то за умови $K_z = 1/3$ обсяг заощаджень дорівнюватиме 200,0 одиниць. При зростанні обсягу доходу, відповідно, і обсяг заощаджень зростатиме, а при зниженні – знижуватиметься.

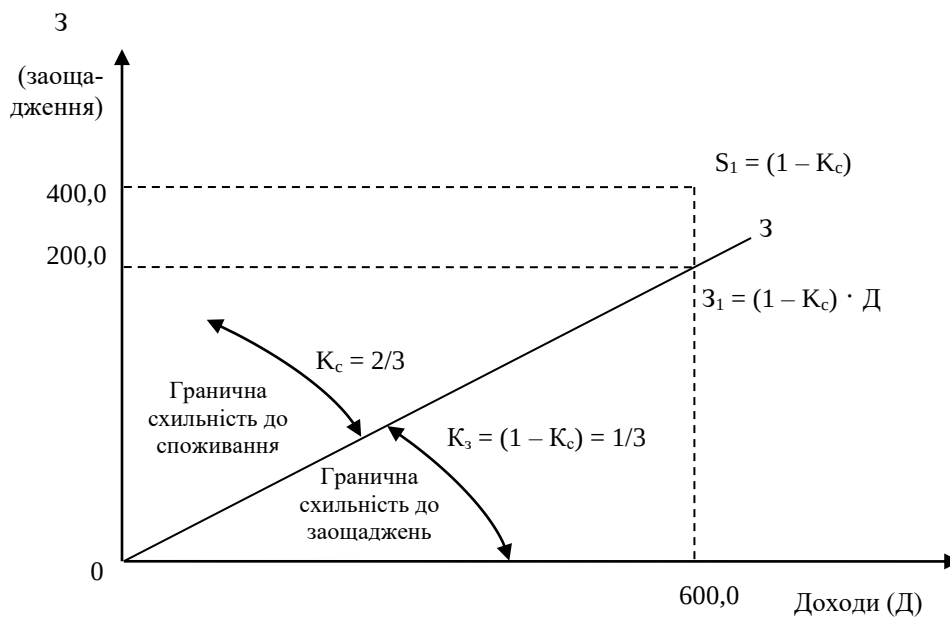


Рис. 3.12. Графік заощаджень і пропозиції
капіталу за чинниками кейнсіанців

Кейнсіанський підхід, як і підхід класиків, характеризується певною односторонністю, тому обидва вони не враховують усіх чинників впливу на пропозицію грошей як капіталу і не відповідають реальній дійсності. Це було визнано у тривалих взаємних дискусіях некейнсіанців та неокласиків. Зближення позицій у процесі кейнсіансько-неокласичного синтезу дає підстави побудувати графік пропозиції грошей на ринку

капіталу з обох ключових чинників впливу – реальної процентної ставки та обсягу доходів (рис. 3.13).

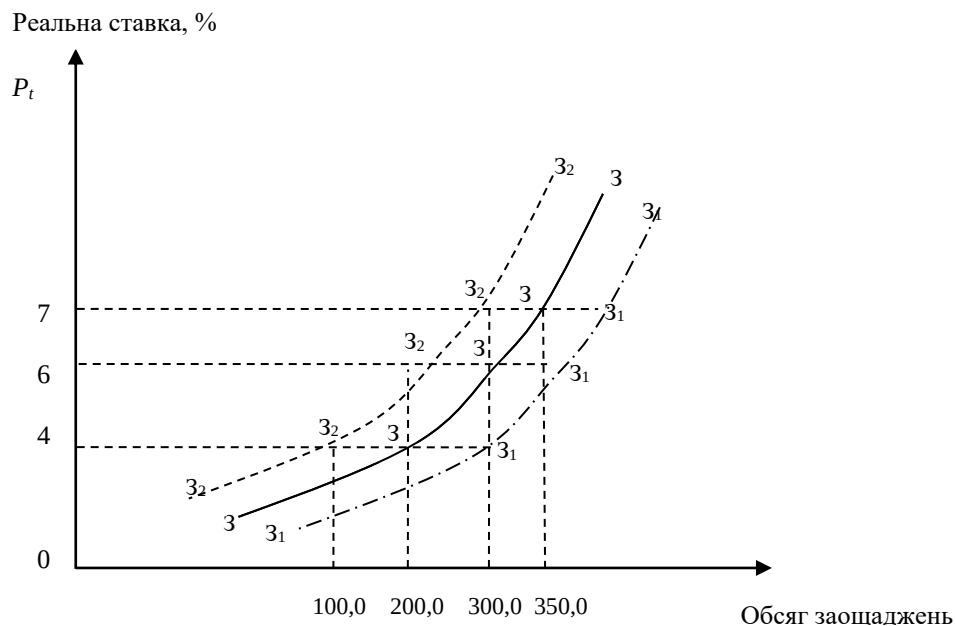


Рис. 3.13. Графік заощаджень відповідно до сумарного впливу ключових чинників

Крива пропозиції позичкового капіталу може зміщуватися вправо чи вліво від положення 3 під впливом непроцентних чинників, насамперед зміни доходів домогосподарств. Наприклад, політика зростання реальних доходів, зменшення податкового тиску чи посилення бажання відкласти споживання на майбутнє змістить криву 3 вправо в положення 3₁. Зміна напрямку дії цих чинників на протилежний змістить криву 3 вліво в положення 3₂. Подібні зміщення кривої заощаджень призведуть до збільшення пропозиції позичкового капіталу чи до зменшення, відповідно, за умови незмінності ставки процента. Наприклад, при ставці 4 % обсяг 3 в першому випадку зростає з 200,0 одиниць до 300,0 одиниць (3₁), а в другому випадку зменшиться до 100,0 одиниць (3₂). Але в реальній дійсності обидва чинники діють одночасно і можуть підсилювати один одного чи послаблювати. Так, якщо зміщення кривої заощаджень вліво зменшує пропозицію з 200,0 до 100,0 одиниць, то збільшення ставки з 4 % до 6 % збільшує пропозицію на 100,0 одиниць, тобто повертає її на попередній рівень, а точніше, нейтралізує негативний вплив попереднього чинника.

3.5.2. Попит на гроші як капітал

У позиціях класиків та неокейнсіанців щодо чинників та механізму формування попиту на позичковий капітал не було таких істотних відмінностей та суперечностей, як у позиціях щодо його пропозиції.

Класики визнавали, що ключовим чинником формування попиту на позичковий капітал є зміни інвестиційних потреб фірм, які, у свою чергу, спричинюються змінами реальної процентної ставки. Тобто класики вважають процентну ставку ключовим чинником зміни не тільки заощаджень, а й інвестицій. Тільки зв'язок між цими явищами вони трактували протилежно: якщо на боці пропозиції зростання реальної ставки процента збільшує заощадження, а отже, і пропозицію капіталу, то на боці попиту зростання реальної процентної ставки зменшує витрати на інвестиції, а значить і попит на позичковий капітал. І навпаки, якщо реальна процентна ставка знижується, то бажання витратити кошти на інвестиції посилюватиметься, тобто попит на позичковий капітал зростатиме.

Обернена залежність між реальною процентною ставкою та інвестиціями спричинена альтернативністю вибору заощадником способу дохідного використання своїх заощаджень. Якщо реальна процентна ставка вища за прибутковість запланованих інвестиційних проектів, то заощаднику вигідніше вкласти свої заощадження в банківські вклади, ніж у такі проекти. Підвищення процентної ставки звужуватиме коло інвестиційних проектів, очікувана дохідність по яких може бути вищою від процентної ставки, а отже, буде знижуватися очікуваний обсяг інвестицій. І навпаки, зниження процентної ставки буде розширювати коло вигідних для інвестування проектів і очікуваний обсяг інвестицій збільшуватиметься.

Подібний вплив змін процентної ставки на інвестиційні настрої відчувають як заощадники, які займаються фінансовими інвестиціями, так і позичальники (фірми), які здійснюють реальні інвестиції. В останніх зростання реальної процентної ставки здорожчує вартість інвестиційних ресурсів і тому зменшує кількість проектів, які їм вигідно інвестувати, а отже, зменшує обсяги їх інвестицій. Навіть якщо фірми фінансують інвестиції з власних джерел, перевищення реальної процентної ставки над рівнем прибутковості інвестиційного проекту стимулюватиме їх до розміщення цих коштів у банківські вклади, а не в інвестиції.

Обернений зв'язок між рівнем процентної ставки і обсягом інвестицій визначає низхідний напрямок кривої попиту на інвестиції (рис. 3.14).

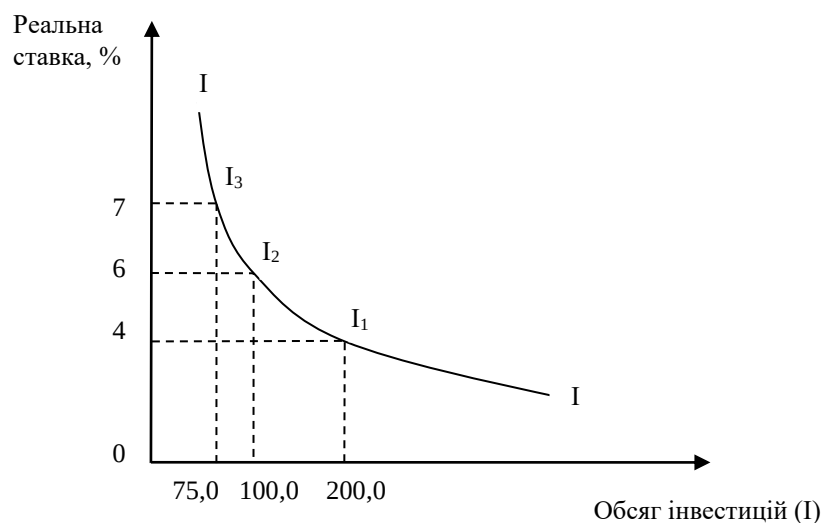


Рис. 3.14. Графік інвестицій,

аналог кривої попиту на ринку капіталу

Наведений графік свідчить про те, що зміна реальної процентної ставки «примушує» обсяг інвестицій рухатися по кривій II: при зниженні ставки з 7 до 4 % вони збільшуються з 75,0 до 200,0 одиниць, а при зростанні ставки з 4 до 7 % – зменшуються з 200,0 до 75,0 одиниць. Відповідно буде змінюватися і обсяг інвестиційного попиту фірм на ринку капіталу.

Кейнсіанці в цілому погодилися з розробленим класиками механізмом впливу реальної процентної ставки на обсяг інвестицій і разом з тим значно поглибили його, визнавши істотний вплив на обсяг інвестицій фірм також очікуваної майбутньої прибутковості інвестиційного капіталу. І це справді так. У реальній дійсності змінюється не тільки процентна ставка, а й прибутковість інвестиційних проектів. Причому вплив цих чинників на інвестиції має обернений напрямок: зростання процентної ставки зменшує інвестиції, а зростання майбутньої прибутковості – збільшує. Отже, другий чинник може не просто нейтралізувати дію першого, а й спричинити зростання інвестицій при зростанні процентної ставки, що суперечить теорії класиків. Проте такі ситуації бувають дуже рідко (при запровадженні у практику надзвичайно ефективних науково-технічних відкриттів), оскільки зростання реальних процентних ставок здорожчує вартість інвестиційного капіталу і, як правило, робить неможливим випереджаюче зростання майбутньої прибутковості інвестиційних проектів. Тому в процесі кейнсіансько-неокласичного синтезу запропонована крива інвестиційного попиту не піддавалася коригуванню на вплив чинника майбутньої прибутковості і широко використовується в аналізі ринку капіталу та в побудові економічних моделей.

Окрім інвестиційного попиту фірм, на ринку капіталу активно пред'являє попит на позичковий капітал ще й держава для фінансування бюджетного дефіциту, що виявляється у перевищенні запланованих державних витрат над сумою податкових надходжень за певний період (рік). Бюджетний дефіцит, як правило, затверджується парламентами незалежно від стану економіки, точніше у разі певної її розбалансованості, і тому він не реагує на рівень реальної ставки процента, а в повному обсязі включається в попит на ринку капіталу, зміщуючи криву II вправо і вгору. Таке зміщення кривої загального попиту неминуче порушує рівновагу на ринку капіталу і впливає на рівень процентної ставки, про що детальніше йтиметься в підрозділі 3.5.3.

3.5.3. Графічна модель ринку капіталу. Проблема трансформації заощаджень в інвестиції

Якщо накласти криву попиту на криву пропозиції на позичковий капітал, то одержимо графічну модель ринку капіталу (див. рис. 3.15).

Точка перетину кривих пропозиції (заощаджень – ЗЗ) і попиту (інвестицій – II) А є точкою їх рівноваги, яка визначає рівноважний рівень реальної процентної ставки – 4 %. При цій ставці заощадження та інвестиції зрівняються на рівні 200,0 од. За будь-якої іншої ставки між ними виникне відчутна розбалансованість. Так, за ставки 6 %

заощадження зростуть до 400,0 од. (точка A_1 на кривій ЗЗ), а інвестиції зменшаться до 100,0 од. (точка A_2 на кривій ІІ), розрив становитиме 300,0 од. ($A_1 - A_2$).

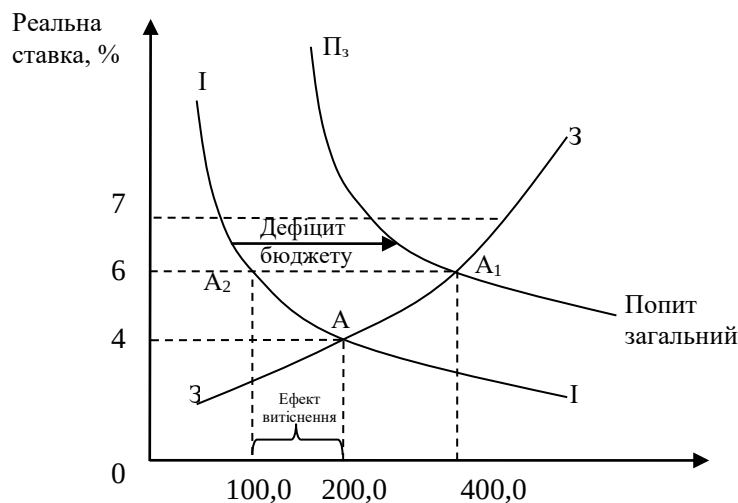


Рис. 3.15. Графічна модель ринку капіталу з урахуванням державного попиту на позичковий капітал

Проте балансування ринку капіталу не закінчується зрівноваженням заощаджень домогосподарств та інвестицій фірм. Як зазначалось нижче, до інвестиційного попиту фірм тут додається попит державних структур, спричинений фінансуванням бюджетного дефіциту. На ринку формується загальний попит на позичковий капітал, крива якого (Π_3) зміщується вправо і вгору та перетне криву заощаджень (ЗЗ) у точці A_1 . Попередня процентна ставка (4 %) перестане відповідати новій точці рівноваги і реальна ставка неминуче підвищиться до 6 %, на рівні якої збалансуються пропозиція (заощадження) та загальний попит на позичковий капітал. Ринок знову буде зрівноважений на умовах більш вигідних для заощадників, ніж для інвесторів-позичальників: заощадження зростуть до 400,0 од., а інвестиції зменшаться до 100,0 од. Обидві ці зміни будуть спричинені одним чинником — збільшенням реальної процентної ставки з 4 % до 6 %.

Скорочення інвестицій під впливом зростання процентної ставки, спричиненого фінансуванням бюджетного дефіциту за рахунок державних позик на ринку капіталу, дістало в літературі назву «*ефект витіснення інвестицій*». Таке витіснення свідчить про відчутну загрозу для економічного розвитку країни політики хронічного бюджетного дефіциту, яку проводять уряди багатьох країн, у тому числі України, у період ринкової трансформації своїх економік.

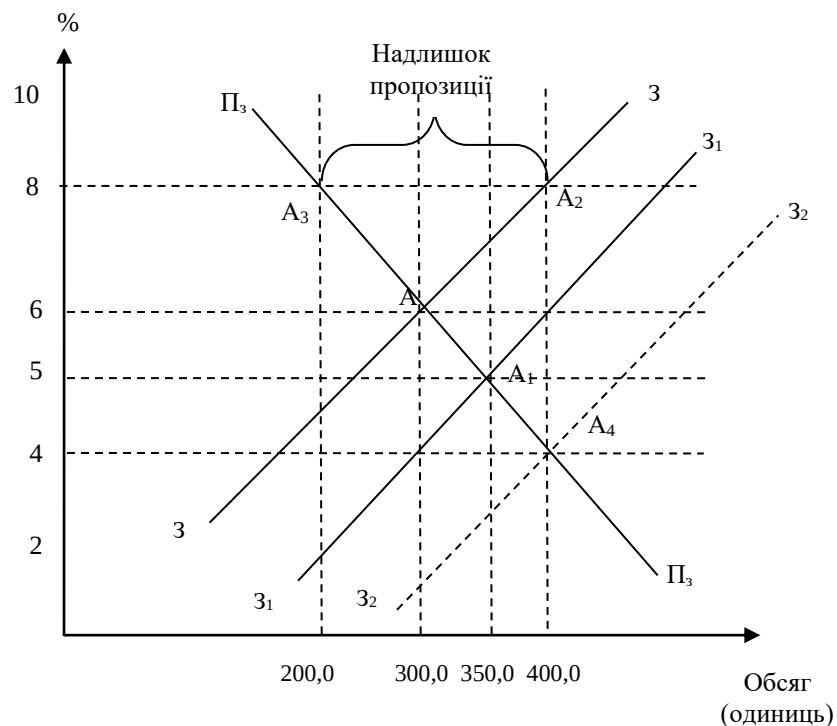
У проблемі збалансування ринку капіталу важливе значення має не тільки нагромадження достатнього обсягу збережень у секторі домогосподарств, а й повна трансформація цих збережень в інвестиції. Ринок капіталу покликаний створити ефективний механізм такої трансформації.

Проте чи в змозі цей ринок справитися з таким завданням? Однозначної відповіді на поставлене питання не дала ні західна, ні вітчизняна економічна наука. Представники різних економічних шкіл дають різні відповіді: неокласики, монетаристи відповідають «так», а кейнсіанці — «ні».

Якщо визнати правоту монетаристів, треба погодитися з тим, що ринкова система має внутрішній механізм саморегулювання, здатний відвернути економічні кризи. Якщо ж визнати правоту кейнсіанців, то слід погодитися з тим, що ринкова економіка не здатна до саморегулювання і внутрішньо нестала, потребує постійного регулятивного втручання з боку держави.

Монетаристи виходять з того, що ринок капіталу має механізм, який одночасно впливає на підприємців (фірми) та на сімейні господарства (фізичних осіб), стимулюючи перших і других інвестувати та заощаджувати рівновеликі маси грошових коштів. Таким механізмом є коливання процентної ставки як плати за використання позичкового капіталу. Розглянемо цей механізм на графічній моделі ринку капіталу (рис. 3.16).

Розглянемо на графіку ситуацію, спричинену зростанням ставки процента з 6 до 8 %. Воно призведе до зміщення точки А в позицію А₂ по кривій заощаджень (ЗЗ), що відповідає зростанню суми заощаджень з 300,0 до 400,0 одиниць, і в позицію А₃ по кривій П₃П₃, що відповідає скороченню попиту з 300,0 до 200,0 одиниць. Унаслідок цього виникне надлишок пропозиції грошей у розмірі 200,0 одиниць, який призведе до зростання втрат сімейних господарств та банків від бездохідного утримання зайвих заощаджень. Тому всі суб'єкти ринку (фірми, сімейні господарства та банки) будуть зацікавлені в зниженні ставки процента до попереднього рівноважного рівня – позиція А, якій відповідає ставка 6 %. Отже, ринок самостійно відновлює попередню рівновагу попиту і пропозиції, знизивши пропозицію (З) і збільшивши загальний попит (П₃) до 300,0 одиниць.



3.16. Графічна модель ринку капіталу

Якщо з якихось причин обсяг заощаджень зросте незалежно від зміни процентної ставки з 300,0 до 350,0 одиниць, крива заощаджень зміститься в позицію З₁З₁, а місце її

перетину з кривою попиту зміститься вправо і вниз (A_1). Виникне надлишок пропозиції грошей у розмірі 50,0 одиниць, який при збереженні попередньої ставки (6 %) призведе до порушення рівноваги економічної системи: на ринку капіталу посиляться тиск у напрямку зниження процентної ставки, на товарних ринках зменшиться попит і з'явиться надлишок товарів, посиляться тиск у бік зниження цін.

Проте процес розбалансування системи буде продовжуватися недовго. Дефіцит попиту на грошові кошти примусить продавців (сімейні господарства та банки) знизити процентні ставки до нового рівня – 5 %, що відповідає новому місцю перетину кривих попиту і пропозиції – A_1 . За такого рівня процентної ставки попит зросте до рівня пропозиції, тобто до 350,0 одиниць. Додаткові позичкові ресурси (50,0 одиниць) будуть спрямовані на ринок продуктів, де теж зросте попит і відновляться на попередньому рівні товарні ціни. Отже, у випадку непроцентного порушення рівноваги механізм ринку капіталу теж здатний самостійно її відновити.

Представники кейнсіанської школи заперечують можливість автоматичного вирівнювання заощаджень та інвестицій на тій підставі, що не тільки процентна ставка впливає на їх рух, а й сама ставка процента змінюється під впливом не лише попиту на інвестиції та пропозиції заощаджень.

Ключовий аргумент кейнсіанців полягає в тому, що рішення про заощадження і про інвестиції приймають різні економічні суб'єкти, які керуються різними цілями і міркуваннями.

Рішення про зміну заощаджень приймають мільйони сімейних господарств, кожне з яких керується своїми власними інтересами, які можуть бути зовсім не пов'язаними з рухом процентної ставки. З іншого боку, рішення про інвестування приймають мільйони підприємців (фірм), кожний з яких керується насамперед можливістю одержати прибуток. Ставка процента інтересує інвестора лише у зв'язку з визначенням затрат на реалізацію інвестиційного проекту. Зміна заощаджень населення їх може зовсім не цікавити.

Більше того, кейнсіанці вважають, що заощадження населення – не єдине джерело інвестиційних ресурсів. Ними можуть бути гроші «поточної каси» населення, позички кредитних установ, нагромадження самих фірм і навіть ресурси уряду. Використання цих джерел розширює обсяги інвестицій за межі заощаджень сімейних господарств.

Незважаючи на логічність цих доказів кейнсіанців, у цілому їх позиція має істотні вади.

По-перше, не правомірна вимога кейнсіанців, щоб на грошовому ринку на боці попиту і на боці пропозиції були одні й ті самі суб'єкти і щоб вони керувалися однаковими міркуваннями у своїх економічних рішеннях. Подібного збігу немає на жодному іншому ринку, у тому числі й на товарних. Проте економічна наука визнає, що «невидима рука» ринкового механізму вирівнює попит і пропозицію на цих ринках. Чому ринок капіталу повинен бути винятком?

По-друге, не можна погодитися з твердженням кейнсіанців, що між суб'єктами заощаджень та суб'єктами інвестицій немає зв'язку, що це принципово різні економічні групи. У ринковій системі переважає приватна власність, отже, власниками фірм як суб'єктів інвестицій є, зрештою, фізичні особи – суб'єкти сімейних господарств, що формують заощадження.

По-третє, ретельнішого аналізу потребує посилення кейнсіанців на те, що інвестиції фінансуються не тільки із заощаджень, а й з інших джерел. Передусім слід

уточнити, який зміст вкладається в поняття інвестицій та заощаджень у контексті даного аналізу.

Під інвестиціями мають на увазі чисті інвестиції, тобто без частини, профінансованої за рахунок власних коштів фірм.

Під заощадженнями розуміють ту частину поточних доходів, яка не використана на сплату податків та на поточні потреби сімейних господарств. Заощадження в такому розумінні могли бути і в секторі «фірми», проте ми їх умовно переключили в сектор «сімейні господарства», які є власниками фірм. Подібні збереження могли бути і в секторі «уряд», якби доходи бюджету перевищували його витрати. Але це означало б, що через податки у сімейних господарств допущені надмірні вилучення доходів, що зменшило потік заощаджень. Тому логічно суму заощаджень сімейних господарств при зіставленні її з інвестиціями збільшити на суму бюджетних заощаджень, якщо вони мають місце. Проте наявність таких заощаджень – скоріше виняток з правила, і від них можна абстрагуватися при аналізі зв'язку заощаджень та інвестицій у реальній дійсності.

Викликає сумнів і посилення кейнсіанців на поточну касу як можливе джерело розбалансування інвестицій та заощаджень. Адже поточна каса теж формується як перевищення поточних доходів над витратами і повинна враховуватися у сумі заощаджень у прийнятому їх трактуванні.

Отже, інвестиції в чистому вигляді і сукупні заощадження (за винятком вилучених через державні позики) – явища порівнянні.

Кейнсіанці посилаються також на втручання банків у потік «заощадження – інвестиції», яке нібито порушує їх рівновагу, бо заощадження можуть спрямовувати на погашення раніше одержаних банківських позичок чи банки можуть фінансувати інвестиції за рахунок емісії. Проте й у цьому твердженні є слабкі місця.

Саме по собі втручання банків у потік «заощадження – інвестиції» на грошовому ринку не вносить у нього суттєвих змін, бо банки тут – лише посередники: скільки заощаджень мобілізували в депозити, стільки й видали інвестиційних ресурсів.

Не змінює цього положення використання частини заощаджень для погашення позичок, адже процеси видачі і погашення позичок здійснюються одночасно і безперервно. Тому погашення позички лише вивільняє у банків кошти для нових інвестицій. Часові розбіжності тут можуть бути короткостроковими та незначними, і від них можна абстрагуватися.

Більш складним є втручання банків у потік «заощадження – інвестиції» через емісійну діяльність.

Надмірне використання банками емісійного джерела кредитування та інвестування неминуче призведе до подальшого зростання пропозиції позичкового капіталу, і крива Z_1Z_1 (див. рис. 3.16) зміститься ще далі вправо в положення Z_2Z_2 . Таке зміщення провокуватиме зниження процентної ставки до 4 %, яке буде вигідне фірмам-інвесторам і невигідне домогосподарствам-заощадникам. Останні почнуть зменшувати свої заощадження, спрямовуючи рух кривої Z_2Z_2 у зворотному напрямку – в точку A_1 . Та й фірмам-інвесторам згодом стане невигідно рухатися до зниження процентної ставки. Пред'явивши на товарні ринки дешеві емісійні ресурси, вони можуть не знайти там відповідної пропозиції, що призведе до зростання цін на інвестиційні товари. Загроза інфляції змусить їх рухатися теж у бік попередньої процентної ставки – у точку A_1 .

Отже, можливості емісійного втручання банків у потік «заощадження – інвестиції» надто обмежені їх інфляційними наслідками і тому не можуть слугувати вагомим аргументом для заперечення здатності грошового ринку до саморегулювання.

Визначення взаємозв'язку потоків інвестицій та заощаджень має не тільки теоретичне, а й практичне значення і повинно враховуватися при розробленні та реалізації всіх напрямів економічної політики держави.

По-перше, банківська система у своїй грошово-кредитній політиці має виходити з того, що економічні межі її кредитно-інвестиційної діяльності визначаються національними заощадженнями. Порушення цієї межі загрожує порушенням економічної рівноваги та інфляцією.

По-друге, у своїй економічній і соціальній політиці держава повинна виходити з того, що таке важливе завдання, як нарощування інвестицій, має вирішуватися в нерозривній єдності з нарощуванням заощаджень. Щоб інвестиційний процес в економіці країни розвивався успішно, так само активно й успішно повинні формуватися заощадження. Політика сприяння заощадженням стає одним із пріоритетних напрямів економічної політики в цілому і політики доходів зокрема, якщо держава хоче забезпечити високе економічне зростання.

По-третє, взаємозв'язок «інвестиції – заощадження» повинен враховуватися у фінансовій політиці держави. При розподілі національного доходу вилучення податків передують формуванню заощаджень, тому зміни в оподаткуванні викликають зрушення в заощадженнях, а отже – впливають на інвестиції. Досить відчутний стримувальний вплив на інвестиції має місце на стадії фінансування бюджетного дефіциту завдяки ефекту витіснення інвестицій. Тому скорочення бюджетного дефіциту повинно розглядатися у фінансовій політиці як важлива передумова нарощування інвестицій.

3.5.4. Інструменти ринку капіталів

Інструментами ринку капіталів слугують цінні папери зі строками погашення більше одного року або ті, що взагалі не підлягають погашенню емітентом (акції). Завдяки довгостроковості амплітуда коливання ціни цих інструментів значно ширша, а ліквідність значно нижча, ніж інструментів ринку грошей. Тому купівля їх вважається досить ризикованою інвестицією. Разом з тим завдяки довгостроковості ці інструменти тривалий час залишаються в обороті, а загальний обсяг їх у розвинутих країнах у багато разів перевищує обсяг інструментів грошових ринків. Наприклад, у США в 2000 році таке перевищення становило більше ніж в 11 разів.

Найширшого застосування на ринку капіталу в розвинутих країнах набули такі інструменти: акції, заставні під житло, цінні папери урядів, їх установ та органів місцевого самоврядування, зобов'язання за позичками банків, облігації корпорацій, комерційні та фермерські заставні.

Акція – *цінний папір без визначеного строку обігу, що свідчить про внесок власника в статутний фонд акціонерного товариства і надає йому право на участь в управлінні товариством та одержання частки його прибутків (дивідендів)*. Головні особливості цього інструменту полягають у такому:

- емітент залучає кошти від розміщення акцій на постійній основі і не

повинен їх повертати в заздалегідь визначений строк;

- акція не має заздалегідь визначеного рівня дохідності. Він визначається щороку за підсумками роботи за звітний період у вигляді дивідендів. Тому акції здебільшого не приносять гарантованого доходу;

- власник акції має право продати її на вторинному ринку за ринковою ціною;

- при ліквідації товариства вимоги власників акцій задовольняються після задоволення вимог за борговими зобов'язаннями (облігаціями, векселями та ін.).

Розглянуті особливості роблять цей інструмент ринку капіталу високоризиковим, із сумнівною дохідністю, а тому й не досить ліквідним. Тому нові випуски акцій навіть у розвинутих країнах незначні, відіграють другорядну роль у залученні фінансових ресурсів. Але, оскільки вони не мають строку вилучення з обігу, в багатьох країнах їх накопичилася величезна маса, яка за ринковою вартістю перевищує обсяг будь-якого іншого інструменту. Наприклад, у США обсяг акцій у 2000 р. перевищував обсяг усіх інших інструментів разом узятих. Це негативно впливає на фінансовий менеджмент акціонерних товариств, і багато які з них ідуть на добровільний викуп на ринку своїх акцій, залучаючи для цього кошти за допомогою інших інструментів.

В Україні ринок акцій швидко розвивається. Це зумовлено інтенсивним проведенням приватизації, у процесі якої державні підприємства перетворювалися в акціонерні з широкомасштабним випуском акцій. Основні покупці акцій в Україні – великі комерційні структури, банки, інші фінансові установи, домогосподарства.

Довгострокові цінні папери урядів, їх установ та органів місцевого самоврядування – це середньо- та довгострокові боргові зобов'язання (облігації), за допомогою яких мобілізуються кошти для фінансування тривалого бюджетного дефіциту, чи для поповнення ресурсів певних державних фондів (установ) цільового призначення, чи фінансування певних проектів суспільного призначення, зокрема тих, якими опікуються органи місцевої влади (будівництво шкіл, доріг, закладів культури тощо). Ці інструменти є надійними, високоліквідними з гарантованою дохідністю, особливо зобов'язання центрального уряду. Зобов'язання урядових установ, як правило, гарантуються центральними урядами, тому вони теж є високонадійними. Менш надійними є зобов'язання органів місцевого самоврядування. Навіть в історії США були випадки відмови урядів деяких штатів від погашення своїх зобов'язань. Тим більша можливість неплатежів за цими інструментами, у тому числі й центральних урядів, існує в країнах, що розвиваються, зокрема в Україні, оскільки їх фінансовий стан не досить стабільний.

Найбільшими держателями цих інструментів є банки, інші фінансові корпорації, домогосподарства, центральні банки. Завдяки своїй надійності та ліквідності вони широко застосовуються у фінансовій практиці розвинутих країн.

Заставні під житло, землю та іншу нерухомість – це боргові зобов'язання за довгостроковими позичками, виданими під заставу відповідного виду нерухомості (житла, земельних ділянок, виробничих будівель тощо). Ними оформляються іпотечні відносини. Основними кредиторами по цих інструментах є комерційні та ощадні банки, кредитні товариства, компанії зі страхування життя. Основні позичальники – домогосподарства, фермерські господарства, комерційні підприємства. За рахунок коштів, позичених по заставній, домогосподарства купують житло, фермери та промисловці – землю, машини, устаткування тощо, які слугують об'єктом застави. Відповідно виділяються житлові, фермерські і комерційні заставні.

Заставні вільно обертаються на вторинному ринку, що дає змогу кредиторам відновлювати свої кредитні кошти і надавати нові позички по заставних. Уряди деяких країн, бажаючи прискорити вирішення певних соціально-економічних завдань, створюють свої

структури, які скуповують окремі види заставних на ринку за рахунок коштів, виручених від продажу власних боргових зобов'язань на ринку облігацій. Так, уряд США створив три такі агенції для стимулювання обігу заставних, щоб прискорити вирішення в країні житлової проблеми та сприяти розвитку сільського господарства.

Заставні є досить поширеними інструментами ринку капіталу в розвинутих країнах. В Україні ринок заставних майже відсутній, оскільки не сформувалось іпотечне кредитування.

Облігації корпорацій – довгострокові боргові зобов'язання середніх та великих корпорацій з високим кредитним рейтингом. Емітуються, як правило, з метою залучення на ринку капіталів грошових коштів для фінансування значних інвестиційних проектів.

У країнах з високорозвинутим ринком капіталів корпоративні облігації є більш дієвим і поширеним інструментом залучення коштів, ніж акції. Особливо це стосується США, де випуск облігацій може здійснюватися більш оперативно, з меншими витратами та організаційними проблемами, ніж випуск акцій. Крім того, ціни облігацій піддаються меншим коливанням, ніж ціни акцій, дохідність їх теж більш стабільна. Разом з тим надійність та ліквідність корпоративних облігацій нижчі, ніж державних облігацій.

Основними покупцями (інвесторами) облігацій корпорацій є домогосподарства, великі фінансові установи, зокрема пенсійні фонди, компанії зі страхування життя, банки. В Україні ринок корпоративних облігацій почав розвиватися лише з 2000 р. після відміни оподаткування доходів корпорацій від реалізації своїх облігацій. Ці доходи були прирівняні до звичайного прибутку і оподатковувалися за ставкою 30 %.

Зобов'язання за позичками банків – це довгострокові боргові зобов'язання фірм та домогосподарств за позичками, одержаними у фінансових структурах на комерційні чи споживчі потреби. Такі зобов'язання визначають суму боргу, його термін, процентну ставку, порядок повернення боргу та сплати процентів. Покупцями цього інструменту є насамперед банки, а також кредитні товариства та фінансові компанії, зокрема при наданні споживчого кредиту домогосподарствам.

Цей інструмент набув широкого застосування в європейських країнах, у яких роль фондового ринку у фінансуванні інвестиційних потреб відносно мала. І навпаки, у таких країнах, як США, Японія, де фондовий ринок відіграє провідну роль у трансформації позичкового капіталу, роль цього інструменту значно менша, ніж таких інструментів, як акції, корпоративні облігації, заставні. В Україні роль цього інструменту теж є провідною на ринку капіталу, і навряд чи вона істотно знизиться в майбутньому, оскільки Україна розбудовує свою фінансову систему за європейським зразком.

Зобов'язання за позичками банків майже не мають виходу на вторинний ринок, не торгуються там, а тому мають дуже низьку ліквідність, що послаблює їх позиції на ринку капіталів порівняно з іншими інструментами. Тому в останні роки банки почали активно запроваджувати різні новації у сферу довгострокового кредитування, з тим щоб посилити ліквідність цього інструменту.