

УДК 336.74

Каліновський Р.О.
аспірант кафедри економічної теорії, макро- і мікроекономіки
Київського національного університету імені Тараса Шевченка

ТРАНСМІСІЙНИЙ МЕХАНІЗМ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ: СУТНІСТЬ ТА ШЛЯХИ ВДОСКОНАЛЕННЯ

THE TRANSMISSION MECHANISM OF MONETARY POLICY IN UKRAINE: ESSENCE AND WAYS OF IMPROVEMENT

АНОТАЦІЯ

Статтю присвячено актуальним питанням грошово-кредитного регулювання в Україні. Визначено поняття трансмісійного механізму. Розглянуто основні канали механізму трансмісії. Обґрунтовано необхідність удосконалення трансмісійного механізму для досягнення цілей монетарної політики. Запропоновано шляхи вдосконалення дії каналів механізму трансмісії.

Ключові слова: грошово-кредитне регулювання, трансмісійний механізм, канали трансмісії, грошова маса, відсоткові ставки.

АННОТАЦИЯ

Статья посвящена актуальным вопросам денежно-кредитного регулирования в Украине. Определено понятие трансмиссионного механизма. Рассмотрены основные каналы механизма трансмиссии. Обоснована необходимость усовершенствования трансмиссионного механизма для достижения целей монетарной политики. Предложены пути усовершенствования действия каналов механизма трансмиссии.

Ключевые слова: денежно-кредитное регулирование, трансмиссионный механизм, каналы трансмиссии, денежная масса, процентные ставки.

ANNOTATION

The article is devoted to topical issues of monetary regulation in Ukraine. The concept of transmission mechanism is defined. The main channels of transmission mechanism are described. The necessity of improving the transmission mechanism for the monetary policy objectives achieving is justified. The ways of the transmission mechanism channels improving are proposed.

Keywords: monetary control, transmission mechanism, transmission channels, money supply, interest rates.

Постановка проблеми. Сучасний етап економічного розвитку України визначається впливом кризових явищ на всі аспекти життя суспільства, що зумовлює потребу розробки й упровадження активних заходів регулятивного впливу для того, щоб мінімізувати дію негативних наслідків кризи на національне господарство. За таких обставин особливо актуальним є дослідження проблем, пов'язаних з оптимізацією дії інструментів впливу грошово-кредитної політики центрального банку на реальний сектор економіки. Зважаючи на те, що у центрального банку немає безпосередніх можливостей впливати на досягнення кінцевих стратегічних цілей грошово-кредитного регулювання за допомогою власних інструментів, з'являється необхідність їх опосередкування певними тактичними цілями, досягнення яких перебуває у сфері прямого впливу центрального банку, тобто передбачає застосування відповідного передавального механізму грошово-кредитного регулювання. Отже, необхідною умовою ефективного впливу грошово-кредитної політики на

перебіг економічних процесів є побудова ефективно діючого механізму монетарної трансмісії, що забезпечує передачу відповідних імпульсів монетарного регулювання на реальний сектор.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженням трансмісійного механізму грошової політики в Україні присвячені праці таких учених, як Аржевітін С.М., Базилевич В.Д., Баластрик Л.О., Дзюблюк О.В., Міщенко В.І., Радіонова І.Ф., Сліпченко Т.О., Стельмах В.С. та ін.

У даному дослідженні розглядаються, крім іншого, така невирішена частина загальної проблеми, як пошук шляхів підвищення ефективності трансмісійних каналів.

Мета статті полягає у розгляді каналів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в Україні та пошуку шляхів їх удосконалення з метою підвищення ефективності впливу центрального банку на реальний сектор економіки.

Виклад основного матеріалу дослідження. Грошово-кредитне регулювання економіки здійснюється за допомогою так званого механізму трансмісії. Вперше це поняття ввів Дж.М. Кейнс. Трансмісійним (передавальним) механізмом учений назвав систему змінних, через яку пропозиція грошей впливає на економічну активність [1, с. 205]. Нині існує чимало точок зору на дефініцію досліджуваного поняття. На нашу думку, найбільш повно економічну сутність монетарної трансмісії відображає визначення В.С. Стельмаха, згідно з яким «трансмісійний механізм – це відносини, пов'язані з передачею змін у використанні інструментів грошово-кредитної політики на макроекономічні змінні через складну сукупність ланцюгів проміжних змінних» [2, с. 205].

У процесі реалізації передавального механізму результати дії інструментів центрального банку відображаються на реальному секторі економіки з певним часовим лагом. Спочатку вплив засобів грошово-кредитної політики відображається безпосередньо на грошовій масі, що зумовлює зміну показників фінансового сектору, а саме: відсоткових ставок, валютного курсу, обсягів депозитів та кредитів тощо. Ці зміни, своєю чергою, впливають на прийняття економічними суб'єктами рішень щодо виробництва, споживання, заощаджень, інвес-

тицій тощо. Наприклад, «високі процентні ставки негативно впливають на схильність до інвестицій, а з урахуванням дії мультиплікатора – на всю економіку в цілому» [3, с. 576]. У результаті це призводить до зміни обсягу валового внутрішнього продукту.

Таким чином, схематично етапи дії трансмісійного механізму можна представити так:

Зміна грошової маси → Зміни у фінансовому секторі (відсоткові ставки, валютний курс, обсяги кредитів та депозитів тощо) → Зміни у реальному секторі (інвестиції, споживання, чистий експорт тощо) → Зміна ВВП.

Як уже зазначалося, вплив інструментів монетарної політики на основні економічні показники країни здійснюється через ланцюги проміжних змінних або, іншими словами, канали передавального механізму. Формування тих чи інших каналів залежить від розробленої центрального банком моделі механізму трансмісії. Остання враховує національні особливості економіки, основними з яких є масштаб економіки країни, її відкритість, рівень розвитку, інструментарій і цілі монетарної політики та ін. [4, с. 8–21].

Модель трансмісійного механізму монетарної політики в Україні нині знаходиться на етапі розробки. Успішність завершення останнього великою мірою визначається остаточним формуванням системи каналів.

У структурі монетарного передавального механізму України виділяють такі канали, як *грошовий, процентної ставки, цін активів, кредитний канал і канал очікувань економічних суб'єктів*. Розглянемо кожен з них окремо.

1. *Грошовий канал*, як вважають у науковій літературі, є першим каналом трансмісійного механізму, який реально почали використовувати на практиці. Його дія характеризується безпосереднім впливом пропозиції грошей на стан грошового ринку та рівень цін в економіці.

Дія грошового каналу зумовлена тим, що забезпечення оптимальних темпів приросту грошової бази та грошової маси з метою збалансування структури грошового ринку відіграє вирішальну роль у формуванні рівня інфляції, цін і вартості активів. Критерієм дієвості грошового каналу є дотримання встановлених темпів приросту грошової бази, а також пропорцій зростання грошової маси.

На сьогоднішній день в Україні цей канал використовується достатньо активно, оскільки операційним орієнтиром грошово-кредитної політики є показник грошової бази. У перспективі після запровадження інфляційного таргетування роль цього каналу буде зменшуватися, оскільки операційним орієнтиром грошово-кредитної політики повинна стати процентна ставка [5, с. 42].

2. *Процентний (відсотковий) канал* вважається основним каналом трансмісійного механізму. Його дія полягає у тому, що зміна пропозиції грошей впливає на зміну відсоткових ставок. Останнє призводить до зміни обсягу споживання, заощаджень та інвестицій. Кінце-

вими показниками впливу є ВВП, інфляція чи інші стратегічні показники [2, с. 208; 4, с. 15].

Схема функціонування відсоткового каналу грошової трансмісії може бути представлена так:

Зміна грошової маси → Зміна відсоткових ставок → Зміна обсягів споживання, заощаджень, інвестицій → Зміна ВВП.

У межах даного каналу виділяють два окремі канали: *заміщення та доходу*. Дія каналу *заміщення* полягає у тому, що зміна відсоткової ставки впливає на можливості суб'єктів задовольняти свої потреби, зокрема ставить перед вибором: реалізовувати свої потреби зараз чи заощадити і реалізувати їх у майбутньому. Тобто зниження процентної ставки збільшує поточне споживання, у тому числі за рахунок одержаних кредитів. Останнє стимулює зростання сукупного попиту та обсягів виробництва. «Ріст ставки процента призводить до збільшення обсягів заощаджень, зменшення споживання, що веде до зменшення попиту на кредити. Як наслідок, буде мати місце падіння сукупного попиту та зменшення обсягів виробництва» [6, с. 10].

Дія каналу *доходу* базується на тому, що зміна процентної ставки веде до перерозподілу доходів між кредиторами та позичальниками. Наприклад, зростання процентної ставки сприяє перерозподілу доходів на користь кредиторів. Оскільки кредитори менше схильні витратити заощадження, ніж позичальники, то наслідком буде зменшення сукупних витрат, що стримуватиме зростання сукупного попиту, зокрема інвестиційного. У кінцевому рахунку матиме місце зниження обсягів виробництва [6, с. 10; 7, с. 252].

Із метою підвищення рівня дієвості та ефективності функціонування процентного каналу трансмісійного механізму необхідними є такі кроки:

- розробка чіткої стратегії монетарної політики;
- розробка індикативної процентної ставки та індикаторів грошового ринку;
- вдосконалення операційної системи регулювання ліквідності банків;
- розвиток вторинного ринку цінних паперів.

3. *Канал цін активів* грошово-кредитної політики діє через зміну відносних цін на фінансові та реальні активи. Центральний банк за допомогою інструментів монетарного регулювання змінює обсяги грошової маси, що позначається на процентних ставках. Зміни останніх впливають на ціни активів, а саме: цінних паперів, іноземної валюти, нерухомості тощо. Це відбувається внаслідок того, що, наприклад, у разі зниження процентних ставок зменшується дохідність грошей як активу. Економічні суб'єкти починають шукати альтернативні об'єкти вкладення капіталу, ціни на які внаслідок збільшення попиту зростають [2, с. 208].

Такі дослідники, як Лисенко Р.С., Сомик А.В., Ніколайчук С.А. та Стельмах В.С., виділяють як складову частину каналу цін активів моне-

тарної політики в Україні *канал валютного курсу*. Останній є ключовим елементом грошово-кредитного регулювання відкритої економіки. «Дія каналу валютного курсу полягає в тому, що у разі зниження внутрішніх відсоткових ставок, що є наслідком збільшення грошової маси, попит на національну валюту зменшується, що призводить до зниження курсу національної валюти, а отже, до зростання чистого експорту і сукупного попиту» [8, с. 108]:

Зміна грошової маси → Зміна відсоткових ставок → Зміна курсу національної валюти → Зміна обсягів чистого експорту та інвестицій → Зміна ВВП.

Ефект від впливу курсу національної валюти на сукупні витрати можна розкласти на ефект зміни відносних цін і балансовий ефект. Ефект зміни відносних цін виявляється у зміні попиту на вітчизняні товари і послуги, які зі зниженням курсу національної валюти стають дешевшими на світовому ринку. Це призводить до зростання сукупного попиту завдяки росту обсягів чистого експорту, який є невід'ємною складовою частиною валового внутрішнього продукту країни.

Балансовий ефект зміни обмінного курсу національної валюти пов'язаний з наявністю у суб'єктів економіки зобов'язань в іноземній валюті. Якщо ці зобов'язання не покриваються повністю активами в іноземній валюті, ріст курсу може призвести до змін власного капіталу та витрат на обслуговування зобов'язань в іноземній валюті [4, с. 18].

Основними напрямами підвищення ефективності дії каналу валютного курсу повинні стати:

- підвищення ліквідності валютного ринку;
- встановлення чітких постійно діючих умов виходу центрального банку на валютний ринок;
- зниження рівня доларизації економіки;
- вдосконалення механізмів хеджування валютних ризиків.

4. Вплив грошово-кредитної політики центрального банку на доступність кредитних ресурсів відображає *кредитний канал*. Він базується на припущенні, що центральний банк впливає інструментами монетарного регулювання на зміну пропозиції кредитних ресурсів через зміну обсягів вільних резервів банківської системи [2, с. 210]:

Інструменти монетарної політики → Зміна вільних резервів → Зміна обсягів кредитів → Зміна обсягів споживання, заощаджень, інвестицій → Зміна ВВП.

Основні напрями підвищення ефективності дії кредитного каналу трансмісійного механізму повинні передбачати:

- поліпшення кредитного та інвестиційного клімату;
- фінансове оздоровлення банківської системи та підвищення її стійкості;
- розробку механізмів надання центральним банком кредитів рефінансування для фінансування інвестиційних проектів (лише для інвестиційних банків);

– покращення банківських кредитних умов та посилення механізмів захисту прав кредиторів.

5. *Канал очікувань* характеризує вплив змін у монетарній політиці на очікування економічних агентів стосовно майбутніх цін та макроекономічної ситуації і, відповідно, на їх рішення щодо обсягів споживання, заощаджень та інвестицій.

Варто зазначити, що дія інструментів грошово-кредитного регулювання відображається безпосередньо на короткострокових ставках грошового ринку. Реакція ж довгострокових ставок на операції центрального банку залежить від ринкових очікувань, довіри учасників ринку до орієнтирів монетарної політики. Якщо грошово-кредитна політика відповідає наміченим цілям, а макроекономічна ситуація є стабільною, вплив каналу очікувань буде незначним. Коли ж має місце невизначеність економічної кон'юнктури внаслідок низької довіри до урядової та монетарної політики, формуються песимістичні очікування, що блокують стимули до економічного зростання.

Наявність негативних очікувань економічних агентів може бути причиною порушення в роботі трансмісійного механізму, зниження впливу інструментів грошово-кредитного регулювання, що може спричинити значне відхилення фактичних значень від цільових показників монетарної політики.

«Про наявність у суб'єктів економіки негативних очікувань певною мірою можуть свідчити й такі показники, як зростання швидкості обертання грошей, збільшення частки кредитів і депозитів, виданих в іноземній валюті, значна питома вага готівки в структурі грошової маси тощо» [4, с. 19].

Варто зазначити, що крім розглянутих каналів, що характерні для економіки України, у межах монетарного трансмісійного механізму виділяють *канали ліквідності, зміни власного капіталу, коефіцієнта Тобіна*, які належать до каналу цін активів, та ін.

Канал ліквідності визначає взаємозв'язок між фінансовими активами, якими володіють домогосподарства, та видатками останніх на товари тривалого користування (машини, домашні побутові прилади, нерухоме майно). В основні функціонування цього каналу є прагнення домогосподарств розподілити доходи між різними активами таким чином, щоб мати можливість у будь-який період часу уникати фінансових труднощів. У зв'язку із цим домогосподарства намагаються частину одержаних грошових доходів зберігати у формі готівки чи високоліквідних дохідних фінансових активів. Якщо в активах домогосподарства значне місце мають вкладення у фінансові активи порівняно з боргами даного суб'єкта, то можна зробити висновок, що ймовірність фінансових ускладнень для даного суб'єкта низька. Такі домогосподарства будуть спроможні купувати споживчі товари довгострокового користування.

Грунтуючись на даних припущеннях, дію каналу ліквідності можна охарактеризувати так:

зростання пропозиції грошей призводить до підвищення цін акцій, наслідком чого є зниження ймовірності фінансових ускладнень, і домогосподарства починають збільшувати витрати на товари тривалого користування. Результатом цього буде зростання сукупного попиту і, відповідно, виробництва.

Вплив каналу зміни власного капіталу на реальну економіку відбувається так: підвищення обсягу грошової маси призводить до зростання вартості власного капіталу фірм. Наслідком цього (враховуючи, що власний капітал можна використовувати як заставу) є зростання вартості останньої. Це безпосередньо впливає на кредитоспроможність позичальників, у разі зростання якої комерційні банки починають розширювати обсяги кредитування, що, своєю чергою, веде до зростання обсягів виробництва.

Таким чином, оскільки власний капітал позичальника свідчить про стабільність його діяльності і може бути гарантією виконання зобов'язань за кредитними угодами, то зміна власного капіталу клієнтів банку впливає на рішення банків щодо розширення чи звуження процесу кредитування банками своїх клієнтів. Як наслідок, це вплине на обсяги споживання та інвестицій і в результаті відіб'ється на виробництві [6, с. 9–10].

Деякі вчені виділяють даний канал як *широкий канал кредитування* і називають його балансовим. Тоді, відповідно, вплив центрального банку на грошову масу через зміну резервів називається *вузьким каналом кредитування*.

Основою дії каналу зміни коефіцієнта q Тобіна є зв'язок між вартістю акцій та інвестиційними витратами фірми. Коефіцієнт q Тобіна визначається як відношення ринкової вартості фірми до відновлюваної вартості її капіталу. Під першою розуміється ціна, за якою дана фірма може бути продана на ринку, тоді як відновлювальною вартістю називається вартість даної фірми за умови, якщо весь її капітал (машини, обладнання, будівлі тощо) був замінений на нове обладнання за цінами, які склалися на поточний момент часу на ринку. Якщо q високий, це означає, що вартість капітального обладнання фірми є меншою порівняно з ринковою вартістю фірми.

Вплив монетарних імпульсів на реальний сектор через даний канал відбувається в такий спосіб: зростання грошової маси підвищує ціни на цінні папери, що веде до зростання ринкової вартості фірм порівняно з відновлювальною вартістю капіталу. У даному разі фірма може випустити нові акції і продати їх на ринку за високими цінами. Залучені додаткові грошові ресурси будуть спрямовані на розширення інвестиційної діяльності, на закупівлю нових машин та обладнання. Таким чином, в умовах незмінних цін на капітальне обладнання зростання коефіцієнта q призведе до підвищення рівня інвестиційних витрат. Наслідком цього стане збільшення сукупного попиту та виробництва [6, с. 10–11].

«Досягнення стратегічних цілей економічного розвитку й успішне застосування усього набору антикризових заходів у вирішальній мірі залежать від ефективності застосування ринкових інструментів монетарного впливу центрального банку на економіку, стандартний набір яких представлений мінімальними резервними вимогами, обліковою політикою та операціями на відкритому ринку. Однак в основі вибору конкретного каналу трансмісійного механізму такого впливу має лежати завдання досягнення максимального ефекту у відносно короткі строки» [9, с. 63].

Висновки. Підсумовуючи, можна зазначити, що реалізація грошово-кредитної політики відбувається за допомогою трансмісійного механізму. Під цим поняттям розуміють відносини, пов'язані з передачею змін у використанні інструментів монетарної політики на макроекономічні змінні через складну сукупність ланцюгів проміжних змінних. Останні також називаються каналами. Кожний із них передає монетарний імпульс від визначених інструментів центрального банку до реального сектору економіки. Ефективність функціонування цих каналів визначається результатом впливу на кінцеві цільові показники, зокрема на валовий випуск.

Аналізуючи розглянуті канали трансмісійного механізму грошово-кредитного регулювання, можна зробити висновок, що для України через відсутність розвинутого фондового ринку характерною є обмежена кількість каналів: грошовий, процентної ставки, валютного курсу, кредитування та очікувань. Окрім цих, існують також канали ліквідності, зміни власного капіталу, коефіцієнта Тобіна та ін.

На сьогоднішній день в Україні трансмісійний механізм грошово-кредитної політики працює недостатньо ефективно, про що свідчить слабкий зв'язок між монетарними заходами центрального банку та динамікою розвитку фінансового ринку і реального сектору. Це зумовлено тим, що до останнього часу в грошово-кредитній політиці України використовувались режими таргетування грошових агрегатів і валютного курсу. В умовах посткризового відновлення економіки реалізація основних засад трансмісійного механізму грошово-кредитної політики відбувалась на тлі макроекономічної нестабільності та монетарних деформацій, пов'язаних із недосконалістю інституційної структури, методів та інструментів реалізації грошово-кредитної політики, а також основних підходів до операційної діяльності центрального банку.

Перспективним напрямом подальших досліджень у сфері вдосконалення функціонування трансмісійного механізму в Україні може стати обґрунтування доцільності розвитку вторинного ринку цінних паперів, що призведе не тільки до позавлення грошових та фінансових ринків, а й до більш значного впливу центрального банку на реальний сектор економіки.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж.М. Кейнс. – М. : Гелиос АРВ, 1999. – 352 с.
2. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / За ред. В.С. Стельмаха. – К. : Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. – 404 с.
3. Базилевич В. Макроекономіка / В. Базилевич, К. Базилевич, Л. Баластрик. – К. : Знання, 2007 – 703 с.
4. Монетарний трансмісійний механізм в Україні: Науково-аналітичні матеріали / В.І. Міщенко, О.І. Петрик, А.В. Сомик [та ін.]. – К. : Національний банк України. Центр наукових досліджень, 2008. – Вип. 9. – 144 с.
5. Міщенко В.І. Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в умовах кризи / В.І. Міщенко, А.В. Сомик, Р.С. Лисенко. – К. : Центр наукових досліджень НБУ, УБС НБУ, 2010. – 96 с.
6. Аржевітін С.М. Канали монетарної трансмісії / С.М. Аржевітін // Фінанси, облік і аудит : зб. наук. пр. Київ. нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана. – 2009. – Вип. 13. – С. 7–14.
7. Сліпченко Т.О. Напрямки оптимізації монетарної трансмісії за умов транзитивної економіки / Т.О. Сліпченко // Науковий вісник НЛТУ України. – 2011. – Вип. 21.18. – С. 250–255.
8. Андрущак Є.М. Трансмісійний механізм грошово-кредитної політики в Україні / Є.М. Андрущак, В.С. Хар // Науковий вісник НЛТУ України. – 2011. – Вип. 21.6 – С. 106–113.
9. Дзюблюк О.В. Перспективи оптимізації трансмісійних механізмів грошово-кредитної політики в період кризових явищ на фінансових ринках / О.В. Дзюблюк // Фінанси, облік і аудит. – К. : КНЕУ, 2012. – Вип. 19. – С. 55–64.