

В. І. Міщенко

### РОЛЬ І ФУНКЦІЇ МОНЕТАРНОГО ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ В ЗАБЕЗПЕЧЕННІ ЦІНОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ

*Досліджено роль і функції монетарного трансмісійного механізму в забезпеченні цінової стабільності, проведено аналіз світового досвіду та охарактеризовано відмінності в підходах центральних банків Англії, США, Японії та ЄЦБ. Визначено особливості функціонування монетарного трансмісійного механізму в Україні та виявлено причини його низької ефективності. Обґрунтовано виникнення в Україні проблеми пастки процентної ставки. Детально охарактеризовано основні канали монетарного трансмісійного механізму, запропоновано критерії їх дієвості та обґрунтовано заходи з підвищення їх ефективності. Досліджено вплив на дію каналів монетарного трансмісійного механізму нестандартних заходів монетарної політики з кредитного й кількісного пом'якшення. Розроблено структурно-логічну схему дії монетарного трансмісійного механізму в Україні, яка відображає вплив інструментів грошово-кредитної політики на макроекономічні параметри та показники розвитку грошового ринку, а також взаємозв'язки між окремими каналами цього механізму. Обґрунтовано, що першочерговими заходами щодо активізації дії каналів монетарного трансмісійного механізму в Україні в умовах переходу до таргетування інфляції повинні бути: підвищення макроекономічної стабільності; розроблення стратегії монетарної політики та вдосконалення операційної системи регулювання ліквідності банків; фінансове оздоровлення банківської системи й підвищення її стійкості до внутрішніх і зовнішніх шоків; удосконалення комунікаційної політики центрального банку, а також закріплення інфляційних очікувань суб'єктів ринку відповідно до визначеного цільового рівня інфляції.*

**Ключові слова:** грошово-кредитна політика, монетарний трансмісійний механізм, канали трансмісійного механізму, таргетування інфляції, цінова стабільність.

Рис. 4. Літ. 16.

В. И. Мищенко

### РОЛЬ И ФУНКЦИИ МОНЕТАРНОГО ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА В ОБЕСПЕЧЕНИИ ЦЕНОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

*Исследованы роль и функции монетарного трансмиссионного механизма в обеспечении ценовой стабильности, проведен анализ мирового опыта и охарактеризованы отличия в подходах центральных банков Англии, США, Японии и ЕЦБ. Определены особенности функционирования монетарного трансмиссионного механизма в Украине и выявлены причины его низкой эффективности. Обосновано возникновение в Украине проблемы ловушки процентной ставки. Детально охарактеризованы основные каналы трансмиссионного механизма, предложены критерии их действенности и обоснованы меры по повышению их эффективности. Исследовано влияние на действие каналов трансмиссионного механизма нестандартных мер монетарной политики по кредитному и количественному смягчению. Разработана структурно-логическая схема действия монетарного трансмиссионного механизма в Украине, отражающая влияние инструментов денежно-кредитной политики на макроекономические параметры и показатели развития денежного рынка, а также взаимосвязи между отдельными каналами этого механизма. Обосновано, что первоочередными мерами по активизации действия каналов монетарного трансмиссионного механизма в Украине в условиях перехода к таргетированию инфляции должны быть: повышение макроекономической стабильности; разработка стратегии монетарной политики и усовершенствование операционной системы регулирования ликвидности банков; финансовое оздоровление банковской системы и повышение ее устойчивости к внутренним и внешним шокам; усовершенствование комму-*

© Міщенко В. І., 2015

никационной политики центрального банка, а также закрепление инфляционных ожиданий субъектов рынка в соответствии с установленным целевым уровнем инфляции.

**Ключевые слова:** денежно-кредитная политика, монетарный трансмиссионный механизм, каналы трансмиссионного механизма, таргетирование инфляции, ценовая стабильность.

**Volodymyr Mishchenko**

### THE ROLE AND FUNCTIONS OF MONETARY TRANSMISSION MECHANISM IN ENSURING PRICE STABILITY

*The role and functions of monetary transmission mechanism in ensuring price stability are examined, international experience is analyzed and differences in central banks of England, USA, Japan and ECB approaches are characterized. The particularities of the Ukrainian monetary transmission mechanism are specified and reasons of its low efficiency are defined. The problem of interest rate trap emerging in Ukraine is proved. The main channels of the monetary transmission mechanism are scrutinized, criteria of their efficiency and measures for efficiency improvement are suggested. The influence of irregular monetary policy measures like "credit and quantitative easing" on the monetary transmission mechanism channels is analyzed. The structural-logical scheme of the monetary transmission mechanism action in Ukraine which reflects the impact of monetary policy instruments on macroeconomic parameters and money market development indicators and relationship between selected channels of this mechanism is developed. It is explained that primary measures to enhance the action of the monetary transmission mechanism channels in Ukraine in the transition to inflation targeting should be: strengthening the macroeconomic stability; development of the monetary policy strategy and improvement of operating system of banks' liquidity regulation; financial recovery of the banking system and increasing its resistance to internal and external shocks; improving the central bank communication policy and anchoring the market players inflation expectations in line with the inflation target level.*

**Keywords:** monetary policy, monetary transmission mechanism, monetary transmission mechanism channels, inflation targeting, price stability.

**JEL classification:** E50, E58, E59.

У сучасних умовах головним критерієм ефективності грошово-кредитної політики є надійне функціонування монетарного трансмісійного механізму, який сприяє реалізації основних цілей центрального банку й, передусім, забезпеченню цінової стабільності на основі використання режиму таргетування інфляції, дає змогу підтримати стабільність банківської системи та забезпечує передачу монетарних імпульсів до суб'єктів господарювання. Тому центральні банки провідних країн світу приділяють значну увагу питанням розроблення та надійного функціонування монетарного трансмісійного механізму. Чималий позитивний досвід практичного застосування закономірностей і переваг монетарного трансмісійного механізму накопичено у Великобританії, Польщі, Словаччині, Чехії, Японії та багатьох інших країнах.

На жаль, в Україні монетарний трансмісійний механізм на сьогоднішній день фактично не функціонує, що ускладнює прийняття центральним банком ефективних рішень, поглиблює монетарні й фінансові диспропорції. Зазначене зумовлене тим, що в грошово-кредитній політиці Національного банку України (НБУ) до останнього часу використовувалися режим таргетування грошових агрегатів і режим таргетування валютного курсу, а більшість

рішень із монетарної політики приймалися “в ручному режимі”, а не ґрунтувалися на політиках і, насамперед, на ефективному використанні процентної політики, як у провідних країнах світу. Крім того, реалізація основних засад трансмісійного механізму грошово-кредитної політики відбувалася на тлі макроекономічної нестабільності й монетарних деформацій, пов’язаних із недосконалістю інституційної структури, методів та інструментів проведення грошово-кредитної політики, а також основних підходів у операційній діяльності центрального банку [1; 2]. У кінцевому підсумку це призвело до накопичення дисбалансів у фінансовому секторі, погіршило стійкість банківської системи до зовнішніх і внутрішніх шоків, а також послабило її конкурентоспроможність.

Накопичення негативних монетарних дисбалансів під час кризи 2008—2009 рр. та їх посилення в період військових дій на Сході України призвело до порушення механізмів функціонування монетарного трансмісійного механізму та зниження ефективності грошово-кредитної політики центрального банку. Недостатня дієвість монетарного трансмісійного механізму знайшла відображення в розбалансуванні грошового й валютного ринків, деформації кредитного ринку та погіршенні кредитного клімату, зменшенні впливу монетарних імпульсів центрального банку як на фінансову систему, так і на реальний сектор економіки, а також у невідповідності комунікаційної політики центрального банку інтересам учасників ринку, що спотворює очікування суб’єктів господарювання та призводить до посилення інфляційних і девальваційних очікувань.

Також варто зазначити, що сьогодні високі темпи зростання можна забезпечити лише в стабільній економіці за низького рівня інфляції. Для сучасного світу загалом характерне помірне економічне зростання за відповідної інфляції. Високі темпи зростання за відповідного рівня інфляції практично не можливі. Тому активізація монетарного трансмісійного механізму з метою забезпечення цінової стабільності є одним із ключових завдань діяльності центрального банку.

Відповідно до Меморандуму про економічну та фінансову політику, що стосується співпраці України з МВФ, від 22 квітня 2014 р., передбачено перехід до ринкового курсоутворення та запровадження впродовж 12—18 місяців гнучкого режиму інфляційного таргетування з чітким визначенням інфляційного таргету, за якого процентний канал монетарного трансмісійного механізму відіграватиме вирішальну роль у регулюванні грошово-кредитного ринку. Зазначене й зумовлює потребу в дослідженні напрямів активізації дії каналів цього механізму задля підвищення ефективності грошово-кредитної політики та забезпечення цінової стабільності.

У науковій літературі механізми функціонування монетарної трансмісії активно досліджують С. Буковинський, В. Геєць, А. Гриценко, О. Дзюблюк,

І. Кікуо, Ф. Кор-Тіманн, С. Міщенко, С. Моїсєєв, С. Науменкова, В. Стельмах, О. Тулеуов, Х. Угаї, Б. Уінклер [1–12] та інші відомі вчені. Високо оцінюючи їхній доробок, слід зауважити, що ще ціла низка питань функціонування та взаємодії каналів монетарного трансмісійного механізму в Україні залишаються недослідженими. Потребують усебічного вивчення й використання в процесі розроблення та реалізації НБУ грошово-кредитної політики в умовах реформування вітчизняної банківської системи механізми взаємодії окремих каналів, особливості їх дії в умовах таргетування інфляції, а також впливу на забезпечення цінової стабільності й економічне зростання.

Мета статті полягає в дослідженні особливостей функціонування і взаємодії каналів монетарного трансмісійного механізму для забезпечення цінової стабільності в Україні, а також у обґрунтуванні пропозицій щодо активізації дії його каналів у сучасних умовах.

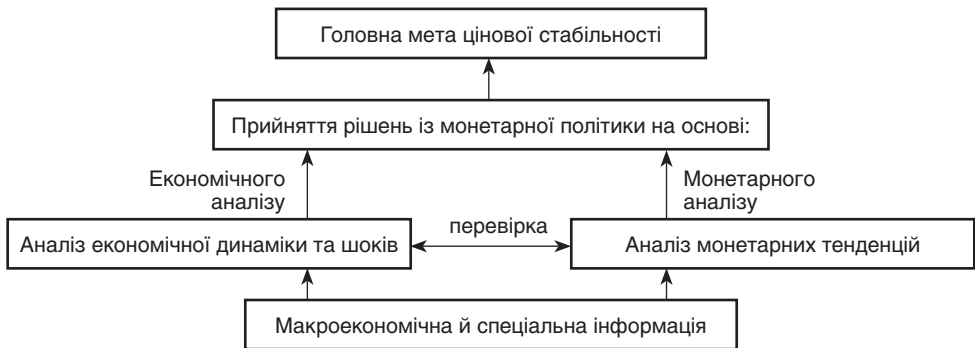
У наукових колах монетарний трансмісійний механізм характеризують як процес, завдяки котрому рішення центрального банку у сфері грошово-кредитної політики передаються на фінансовий сектор та економіку загалом і, передусім, на стан грошового ринку, цінову динаміку й економічне зростання [3; 6–8].

Європейський центральний банк (ЄЦБ) визначає монетарний трансмісійний механізм як процес, за допомогою котрого рішення з монетарної політики, наприклад зміна процентної ставки, впливає на рівень цін і на економіку загалом [13, с. 146]. На наш погляд, більш практичним і наближеним до діяльності центрального банку можна вважати визначення такого механізму як системи взаємозв'язків, що відображає, яким чином дії монетарної влади впливають на досягнення операційних, проміжних і стратегічних цілей монетарної політики [11]. За цього підходу наголос робиться на ключових завданнях та безпосередніх функціях діяльності центрального банку. Тобто монетарний трансмісійний механізм не є самоціллю, він функціонує в рамках монетарного режиму, для котрого характерні певні правила й операційні процедури, а кінцевою метою є забезпечення центральним банком цінової стабільності.

Нерідко монетарний трансмісійний механізм визначають як сукупність ринкових методів і підходів, що застосовуються для передачі впливу змін у використанні інструментів грошово-кредитної політики на фінансовий сектор, а надалі — на зміну основних макроекономічних показників через канали і зв'язки прямої та зворотної дії.

У практиці діяльності провідних центральних банків питанням функціонування монетарного трансмісійного механізму приділяється надзвичайно велика увага. Так, фахівці ЄЦБ розглядають цей механізм у контексті розроблення й реалізації монетарної стратегії, під якою розуміють загальний підхід до проведення центробанком грошово-кредитної політики. Згідно з таким

підходом монетарна стратегія ЄЦБ включає кількісне визначення головної мети цінової стабільності та аналітичну структуру, що ґрунтується на двох фундаментальних засадах (стовпах) — економічному й монетарному аналізі. На цих двох видах аналізу ґрунтуються розроблення та реалізація центральним банком рішень щодо загальної оцінки ризиків для цінової стабільності та з монетарної політики (рис. 1).



*Джерело:* The Monetary Policy of the ECB. — Frankfurt am Main : ECB, 2011. — P. 83 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf>.

**Рис. 1. Схема розроблення стратегії монетарної політики ЄЦБ, орієнтованої на забезпечення цінової стабільності**

Відповідно до розроблених ЄЦБ принципів і механізмів комунікаційної політики центробанк обов’язково має надавати пояснення громадськості щодо рішень із монетарної політики. Цей підхід не лише дає змогу центральному банку підвищити прозорість своєї діяльності, а й стимулює зворотній зв’язок із учасниками ринку.

Вважається, що вперше термін “трансмісійний механізм” щодо грошово-кредитної сфери запропонував Дж. М. Кейнс, під котрим він розумів сукупність змінних, за допомогою яких пропозиція грошей шляхом впливу зміни норми процента й обсягів інвестицій у основний капітал впливає на величину сукупного випуску та активність економічних агентів.

Дослідження питань монетарного трансмісійного механізму особливо активізувалися в 1980—1990-х роках. За цей час побудовано багато теоретичних моделей трансмісійного механізму, однак практика засвідчила, що це поняття є багатогранним і комплексним, а його зміст та внутрішні взаємозв’язки постійно змінюються й оновлюються залежно від конкретних економічних умов кожної країни.

У спрощеному вигляді схема функціонування трансмісійного механізму полягає в тому, що спочатку заходи грошово-кредитної політики, насамперед зміна офіційної (базової, ключової) процентної ставки, впливають на ринкові

процентні ставки, на стан грошово-кредитного ринку та обмінний курс. Потім відбувається корекція цін на фінансові активи, яка впливає на зміну обсягів заощаджень, кредитування й інвестицій, а далі — на реальний сектор економіки, зміну обсягів експорту та імпорту, заробітної плати й цін.

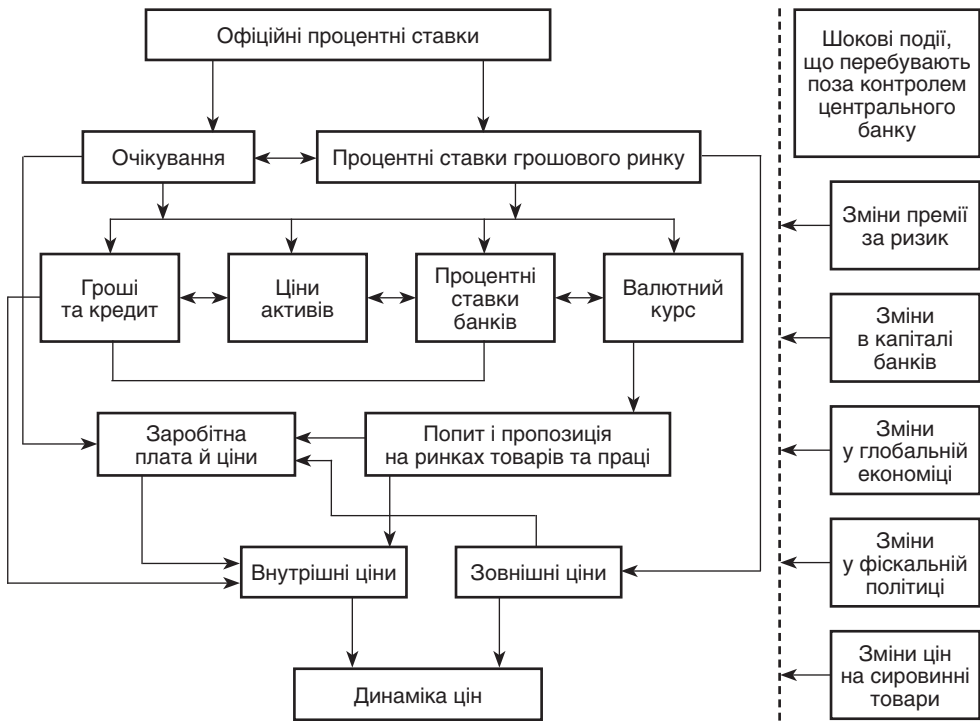
Після відповідних змін у реальному секторі відбувається наступна ітерація, котра приводить до нової корекції процентних ставок, цін, валютного курсу тощо. І так триває доти, доки економіка не досягне нового стану своєї рівноваги. Таким чином, монетарний трансмісійний механізм має кілька рівнів впливу, головним серед яких є безпосередня передача рішень щодо монетарної політики від центрального банку до суб'єктів грошово-кредитного ринку.

Схематично функціонування трансмісійного механізму монетарної політики на прикладі ЄЦБ зображено на рис. 2. Як бачимо, ключовим елементом цього механізму є офіційні процентні ставки, котрі на першому етапі впливають на ставки грошового ринку та формують ринкові очікування, на другому — позначаються на грошовій масі, цінах активів і валютному курсі, на третьому — зумовлюють зміну попиту та пропозиції на ринках товарів і праці, зовнішніх та внутрішніх цін, а також рівня заробітної плати. На заключному етапі відбувається зміна цін у економіці та реалізуються механізми забезпечення цінової стабільності.

Використання центральними банками монетарного трансмісійного механізму з метою забезпечення цінової стабільності залежить від конкретних умов країни. Якщо у 2000-х роках для багатьох країн було актуальним стримування інфляції, то для Японії — подолання дефляції. Сьогодні окремі країни також змушені проводити політику кількісного та кредитного пом'якшення з метою подолання дефляції та стимулювання економічного зростання.

Наприклад, нестандартні заходи монетарної політики ЄЦБ із кредитного й кількісного пом'якшення були спрямовані передусім на підтримку ліквідності банківської системи та на розширення банківського кредитування. Загалом програма ЄЦБ із кількісного пом'якшення у 2012 р. становила близько 3 % ВВП. Переважна частина цих коштів спочатку була спрямована на підтримку кредитування економіки, а починаючи з 2014 р. — на викуп забезпечених облігацій і сек'юритизованих кредитів [5, с. 27].

На відміну від ЄЦБ основними каналами дії нестандартних заходів ФРС США, Банку Англії та Банку Японії були канал цін активів (придбання значних обсягів проблемних цінних паперів, переважно іпотечних) і канал очікувань. Тому, на думку Ф. Кора-Тіманна, названі центральні банки головну увагу приділяють стабілізації роботи фінансового ринку, а ЄЦБ — поліпшенню умов фінансування й кредитування нефінансових корпорацій і населення, що зумовлено необхідністю забезпечення з боку ЄЦБ рівного підходу до застосування нетрадиційних заходів у різних країнах Єврозони [5, с. 23]. На наш погляд, такі відмінності в підходах найбільших центральних банків світу



Джерело: The Monetary Policy of the ECB. — Frankfurt am Main : ECB, 2011. — P. 59 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf>.

Рис. 2. Трансмісійний механізм передачі імпульсів від офіційної процентної ставки до динаміки цін у системі ЄЦБ

відображають розбіжності в циклах їхньої монетарної політики та дії монетарного трансмісійного механізму, що пов'язано з різним характером посткризового відновлення їхніх фінансових систем.

Разом із тим центробанки багатьох інших держав у модифікованих варіантах фактично також запроваджують програми кількісного чи кредитного пом'якшення. Якщо розвинуті країни, наприклад Японія, реалізують такі програми з метою недопущення дефляції, то країни з ринками, що формуються, змушені стримувати зростання інфляції та забезпечувати цінову стабільність. Показовим у цьому плані може бути досвід Банку Японії. Дослідження дії монетарного трансмісійного механізму в умовах кількісного пом'якшення започаткував Х. Угаї, котрий провів аналіз дії трансмісійного механізму зазначеного банку у 2001—2006 рр. [12].

Пізніші дослідження, здійснені І. Кікуо, дали змогу розробити схему реалізації трансмісійного механізму монетарної політики в умовах кількісного пом'якшення. Ця схема становить практичний інтерес, оскільки наочно демонструє взаємозв'язок і залежність головної мети монетарної політики

з очікуваним рівнем інфляції, динамікою монетарної бази, реальною процентною ставкою та цінами активів. Окрім того, у схемі наведено вплив змін окремих монетарних параметрів на основні макроекономічні показники й, насамперед, на обсяги виробництва, експорту, інвестицій, рівні зайнятості та заробітної плати шляхом активізації передачі імпульсів зміни процентної ставки в реальний сектор економіки (рис. 3).

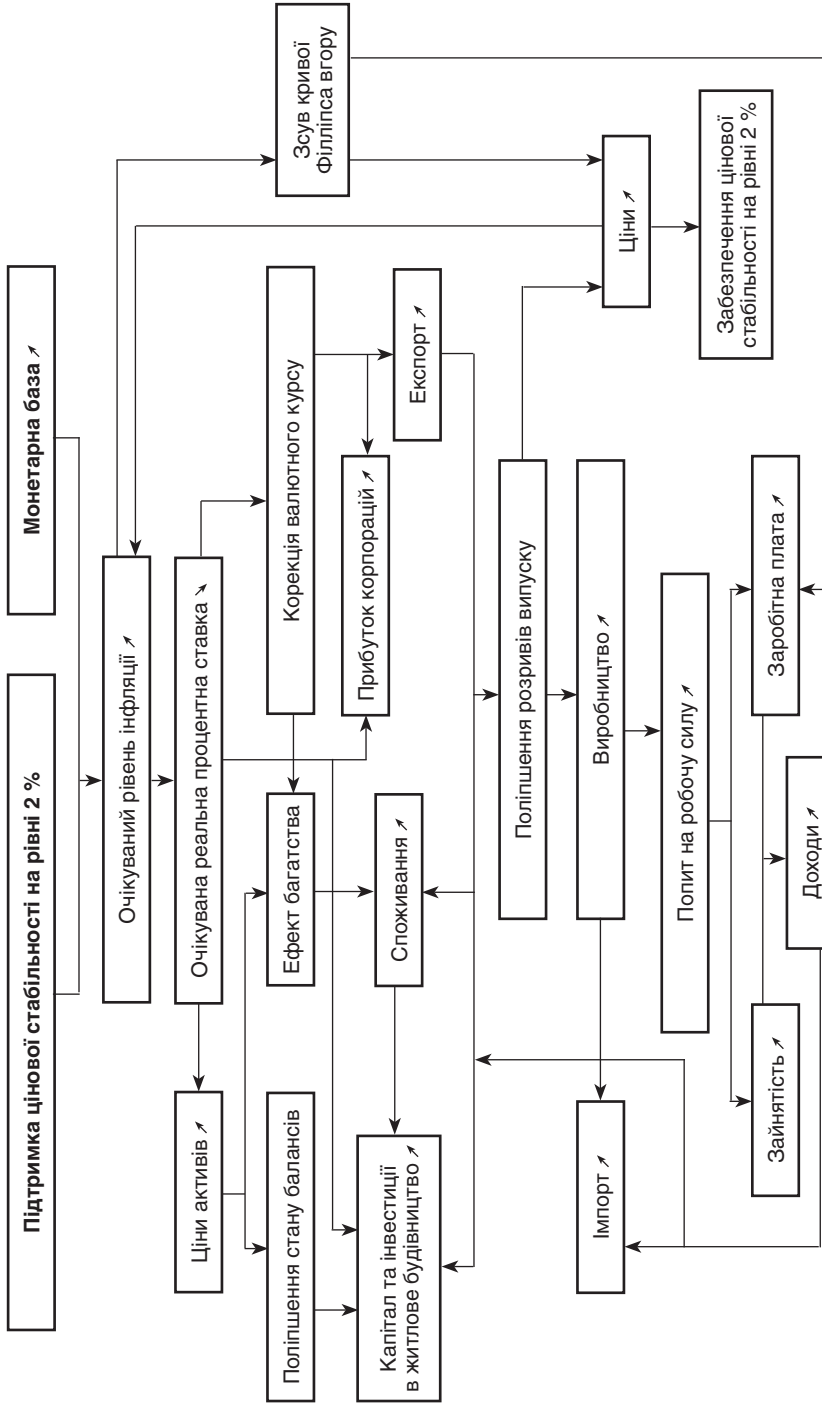
Встановлено, що кількісне й кредитне пом'якшення є одним із методів подолання наслідків так званої пастки ліквідності — ситуації, коли процентна ставка фактично дорівнює нулю та вже не може бути знижена. За наявності пастки ліквідності дія процентного каналу монетарної трансмісії порушується, а використання традиційних інструментів і методів грошово-кредитної політики стає неефективним.

Можна стверджувати, що певні заходи кредитного пом'якшення у 2014 р. були реалізовані й в Україні, хоча вони до певної міри були вимушеними як реакція на стрімке вилучення з банківської системи значних обсягів депозитів та військові дії на Сході країни. Кредитне пом'якшення відбулося у формі розширення доступу банків і уряду до коштів центрального банку через грошовий канал монетарного трансмісійного механізму, а фактично завдяки збільшенню обсягів емісії. Однак незбалансованість і стихійний характер цього процесу не сприяли активізації дії кредитного каналу, а валютний канал було великою мірою деформовано.

Такі заходи істотно модифікували характер монетарного трансмісійного механізму Національного банку України та вплинули на дієвість і важливість його окремих каналів. Через стихійний характер кредитного пом'якшення дія процентного каналу була деформована. Фактично ми зіткнулися з проблемою пастки процентної ставки — ситуації, котра виникає в період фінансової й економічної кризи в разі нечутливості процентної ставки та заходів грошово-кредитної політики до змін ринкової кон'юнктури внаслідок розбалансування грошового, валютного й фінансового ринків. Через виникнення такої пастки реальна процентна ставка стає від'ємною, а процентний канал трансмісійного механізму фактично перестає діяти. Тому функціонування монетарного трансмісійного механізму повинне ґрунтуватися на активнішому використанні інших каналів.

На практиці процес передачі імпульсів від рішень центрального банку з монетарної політики до суб'єктів ринку відбувається за допомогою каналів трансмісійного механізму, до яких більшість науковців відносить грошовий, процентний, валютний (обмінного курсу) і кредитний [3; 7; 9; 10]. Проте останнім часом до системи каналів також включають канал цін активів і канал очікувань (канал довіри) [1; 6; 11; 14], що зумовлено істотними змінами у структурі монетарного трансмісійного механізму та використанням центробанками нестандартних монетарних інструментів і програм кредитного й





Джерело: Kikuo I. Japan's Growth Potential and Qualitative Monetary Easing / I. Kikuo ; Bank of Japan. — June 3, 2014 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://c3352932.r32.cf0.gaeckdn.com/Bank%20of%20Japan%202036\\_1401788321.pdf](http://c3352932.r32.cf0.gaeckdn.com/Bank%20of%20Japan%202036_1401788321.pdf).

Рис. 3. Дія каналів трансмісійного механізму монетарної політики Банку Японії в умовах кількісного пом'якшення

кількісного пом'якшення. У зв'язку з цим потребує більш детального аналізу характер дії цих каналів і заходів щодо підвищення їх дієвості в Україні.

Вважається, що *грошовий канал* є першим каналом монетарного трансмісійного механізму, котрий реально почали використовувати на практиці ще в 1980-х роках. Його дія характеризується безпосереднім впливом пропозиції грошей на стан грошового ринку та рівень цін у економіці. Характер дії цього каналу спричинений тим, що забезпечення оптимальних темпів приросту грошової бази й грошової маси з метою збалансування структури грошово-кредитного ринку відіграє вирішальну роль у формуванні рівня цін і вартості активів, а отже й інфляції. Критерієм дієвості грошового каналу є дотримання встановлених темпів приросту грошової бази, а також структури та певних пропорцій збільшення грошової маси.

На сьогоднішній день в Україні цей канал використовується доволі активно, оскільки операційним орієнтиром грошово-кредитної політики НБУ є показник грошової бази, котрий формується переважно за рахунок готівкових коштів. Основними шляхами підвищення ефективності дії грошового каналу є вдосконалення прогнозування обсягів і структури грошової бази та грошових агрегатів, а також механізмів обов'язкового резервування. У перспективі після запровадження інфляційного таргетування роль цього каналу буде зменшуватися, адже операційним орієнтиром грошово-кредитної політики має бути процентна ставка.

На думку як науковців, так і практиків, управління процентними ставками грошового ринку є головним каналом монетарного трансмісійного механізму, завдяки якому центральний банк впливає на грошовий ринок і економіку. Дія *процентного каналу* ґрунтується на впливі офіційної (ключової, базової) процентної ставки центробанку на зміну ринкових процентних ставок, за котрими суб'єкти економіки можуть розмішувати й залучати кошти, а через них — на рішення щодо споживання, заощадження та інвестування й, таким чином, на рівень сукупного попиту, економічну активність, інфляцію та цінову стабільність. Критеріями дієвості цього каналу є незначна й прогнозована волатильність процентних ставок; додатна різниця між офіційною ставкою центрального банку та річним або середньостроковим рівнем очікуваної інфляції; неістотні відхилення ставки дохідності за облігаціями внутрішньої державної позики (ОВДП) від ключової ставки центрального банку, а також рівень розвитку фондового ринку.

Основою механізму дії процентного каналу є офіційна процентна ставка центрального банку, на основі якої формуються імпульси щодо перспективного характеру грошово-кредитної політики (рестриктивної чи експансіоністської) та визначається ефективна (реальна) процентна ставка. Тому центробанки приділяють особливу увагу розробленню дієвих механізмів управління цими ставками, що передбачають такий порядок рефінансування банків і

абсорбування їхньої ліквідності, коли процентні ставки залишалися у заздалегідь визначеному діапазоні: базова ставка плюс/мінус певний процентний пункт відхилень.

Специфіка функціонування процентного каналу полягає в тісному взаємозв'язку всіх процентних ставок із ключовою ставкою центрального банку та наявності певного часового лагу їх впливу на процеси заощадження, накопичення, кредитування, інвестування, а також на ціни й рівень інфляції. Через ставки надання та абсорбування ліквідності цей канал безпосередньо впливає на вартість банківських ресурсів, а також тісно пов'язаний із каналом цін активів. При цьому слід мати на увазі, що першочерговий вплив офіційна процентна ставка повинна чинити на ставки міжбанківського ринку. Чим тіснішим є зв'язок міжбанківських процентних ставок із офіційною ставкою, тим вищою буде дієвість процентного каналу.

Центральні банки країн, які здійснюють таргетування інфляції, визначають офіційну процентну ставку таким чином, щоб інфляція в середньостроковій перспективі відповідала цільовим орієнтирам. Зазначене зумовлене тим, що монетарна політика центробанку впливає на інфляцію не безпосередньо, а через ставки грошового ринку, котрі, у свою чергу, впливають на інші ставки та на валютний курс. Тому практики оцінюють вплив монетарної політики на інфляцію з лагом 3–9 місяців [15, с. 7].

У державах, які запровадили режим інфляційного таргетування, основні операції центрального банку щодо надання й абсорбування ліквідності проводяться з використанням короткострокових операцій постійної дії — 7- або 14-денних інструментів за ставками, що наближаються до ключової ставки центробанку. Тому останній повинен щоденно контролювати стан ліквідності банків та визначати обсяг необхідної ринку ліквідності, щоб утримувати процентну ставку на заздалегідь встановленому рівні. При цьому операції овернайт (як із надання ліквідності, так і з її абсорбування) мають бути автоматичними стабілізаторами ринкових ставок у порівняно вузькому коридорі відхилень. Адже необхідно стимулювати банки до самостійного управління своєю ліквідністю впродовж тривалого часу з використанням ринкових ресурсів, а не розраховувати на постійну підтримку з боку центрального банку. Крім того, короткострокові процентні ставки повинні бути здатними підтримувати цінову стабільність у середньостроковій перспективі.

Процентний канал монетарного трансмісійного механізму буде ефективним у тому разі, якщо офіційна процентна ставка центрального банку повною мірою виконуватиме покладені на неї функції орієнтира вартості національних грошей, а процентні ставки за депозитами, основним джерелом банківських ресурсів, будуть порівнянними з дохідністю державних і корпоративних облігацій (із урахуванням премії за ризик), як це встановлено ринком у багатьох країнах світу. При цьому ставки міжбанківського ринку переважно

мають бути нижчими за ставки рефінансування центробанку. Найдієвішим цей канал є в країнах із розвинутим фінансовим сектором, оскільки досконаліша інституційна структура фінансового сектору сприяє розвитку інституційних підходів до управління монетарним трансмісійним механізмом шляхом впливу на окремі фінансові ринки [9].

В Україні процентний канал монетарного трансмісійного механізму є малоефективним у зв'язку з виникненням пастки процентної ставки, а також недостатньою розробленістю НБУ процентної політики, недосконалістю операційних процесів і низьким ступенем впливу офіційної ставки центрального банку на ставки міжбанківського ринку. З метою підвищення дієвості й ефективності його функціонування в умовах таргетування інфляції потрібно:

- розробити чітку стратегію монетарної політики (у т. ч. процентну) та забезпечити перехід до використання як операційного орієнтиру діяльності центробанку процентної ставки;

- запровадити індикатори грошового ринку, зокрема індикативну процентну ставку, та механізми обґрунтованої диференціації процентних ставок на основі використання цих індикаторів;

- встановити коридор таких ставок за операціями центрального банку з надання й абсорбування ліквідності виходячи зі значення офіційної процентної ставки;

- удосконалити операційну систему регулювання ліквідності банків шляхом переходу на періодичне й регламентоване проведення центральним банком операцій із тижневими або двотижневими інструментами;

- створити та розвивати вторинний ринок цінних паперів, зокрема ринок ОВДП, і механізми діяльності вторинних дилерів.

Дія *валютного каналу* монетарного трансмісійного механізму ґрунтується на впливі корекції обмінного валютного курсу національної валюти на основні макроекономічні показники, обсяги експорту й імпорту, приплив і відплив капіталу та рівень цін. Критерієм дієвості цього каналу є низька волатильність обмінного валютного курсу національної валюти упродовж тривалого часу.

Валютний канал трансмісійного механізму тісно пов'язаний із іншими каналами, особливо з процентним, оскільки розрахунки форвардного курсу здійснюються на основі паритету внутрішніх і зовнішніх процентних ставок. Центральний банк, підвищуючи внутрішню процентну ставку по відношенню до іноземної, стимулює зростання форвардного валютного курсу й навпаки. І хоча механізм курсоутворення є складнішим, порівняння процентних ставок у країні походження валюти, поряд із конкурентоспроможністю національних економік, відіграє в ньому вирішальну роль. Світова практика свідчить, що на валютний курс можна впливати за допомогою як інтервенцій, так і процентних ставок, підвищення котрих робить активи, номіновані в національній валюті, привабливішими. Тому в країнах із ринками, що формуються,

центральні банки більшу увагу приділяють управлінню динамікою валютного курсу, оскільки він є одним із каналів стримування інфляції. Хоча на практиці забезпечити вільне курсоутворення (режим змінного валютного курсу) за умови високих процентних ставок дуже складно.

Валютний канал також тісно пов'язаний із кредитним каналом, адже в умовах відкритої економіки значна частка кредитів надається в іноземній валюті, та з каналами цін активів і очікувань.

Найважливішу роль валютний канал трансмісійного механізму виконує за умов реалізації монетарного режиму, що ґрунтується на валютному таргетуванні. При запровадженні вільного курсоутворення та переході до таргетування інфляції вплив цього каналу на фінансовий сектор повинен зменшуватись, а фінансова доларизація економіки — знижуватися. Країни, котрі запровадили режим таргетування інфляції, зазвичай не здійснюють регулярних інтервенцій для підтримання валютного курсу [16].

Хоча в Україні до 2014 р. валютний канал трансмісійного механізму функціонував переважно в межах монетарного режиму таргетування валютного курсу, його дієвість є дуже високою, відчутно позначається як на зовнішніх, так і на внутрішніх умовах ведення бізнесу та на заощадженнях домашніх господарств, а також істотно впливає на рівень інфляції. Розбалансування вітчизняного валютного ринку внаслідок запровадження механізмів кредитного пом'якшення у зв'язку зі збільшенням обсягів рефінансування та придбанням НБУ значних обсягів ОВДП спричинило зростання кількості національної валюти в економіці та стрімке підвищення валютного курсу. В умовах девальвації зросли інфляційні очікування, а інвестиції в основний капітал зменшилися.

Сьогодні через зміцнення долара США центральні банки країн із ринками, що формуються, більшу увагу приділяють стримуванню валютних курсів шляхом використання обмежених валютних інтервенцій, інструментів фінансової й монетарної політики, макропруденційних інструментів, а також шляхом регулювання ринку капіталу. Основними напрямками підвищення ефективності дії валютного каналу монетарного трансмісійного механізму доцільно визначити: зниження фінансової доларизації економіки, підвищення ліквідності валютного ринку, зменшення обсягів збереження готівкової іноземної валюти в населення, розв'язання проблеми іпотечних кредитів, раніше наданих у іноземній валюті, розширення інструментарію та вдосконалення механізмів хеджування валютних ризиків.

Дія *кредитного каналу* монетарного трансмісійного механізму пов'язана із широким колом кредитних відносин між центральним банком та іншими банками шляхом їх рефінансування з метою підтримання ліквідності, між окремими банками, а також між банками та їхніми позичальниками. Критеріями дієвості цього каналу, на нашу думку, повинні бути: сприятливий кредитний

клімат, висока ліквідність банків, постійне й стійке підвищення коефіцієнта “кредити/ВВП”, доступність банківських кредитів та низька частка в активах банківської системи проблемних кредитів.

Функціонування кредитного каналу монетарного трансмісійного механізму тісно пов'язане з усіма іншими каналами, особливо процентним, валютним і грошовим. Ці зв'язки проявляються у впливі облікової ставки центрального банку на вартість банківських ресурсів і ставки банківського кредитування, у зміні структури грошової маси та валютної структури кредитів тощо.

На сьогодні в Україні кредитний канал монетарного трансмісійного механізму функціонує недостатньо ефективно через несприятливий інвестиційний і кредитний клімат, високі ризики, низьку якість і недосконалу структуру кредитного портфеля, відсутність платоспроможних позичальників, а також жорсткі цінові й нецінові умови кредитування на тлі загального зниження дохідності та платоспроможності позичальників. Із метою підвищення ефективності кредитного каналу доцільно реалізувати систему заходів щодо:

- поліпшення кредитного й інвестиційного клімату в державі;
- фінансового оздоровлення банківської системи, підвищення її стійкості до внутрішніх і зовнішніх шоків, зниження частки проблемних кредитів у активах банків та підвищення рівня капіталізації банківської системи;
- організації моніторингу та проведення НБУ аналізу цінових і нецінових умов кредитування;
- уніфікації правил і процедур рефінансування банків та регулювання їхньої ліквідності;
- поліпшення умов банківського кредитування та посилення механізмів захисту прав кредиторів і вкладників.

Механізм функціонування *каналу цін активів* монетарного трансмісійного механізму пов'язаний зі зміною цін на фінансові й нефінансові активи, що, на думку дослідників, у першу чергу впливає на стан балансів корпорацій, формування ефекту багатства, вартість фінансування, а також (шляхом зміни вартості забезпечення кредитів) на умови кредитування. Активізація дії цього каналу сприяє нормалізації, стимулює роботу фінансових ринків шляхом підвищення їхньої ліквідності та може сприяти збільшенню обсягів наданих кредитів. Це складний і мало врегульований канал, механізм функціонування якого пов'язаний не лише з грошово-кредитною політикою центрального банку, а й із загальною економічною й фінансовою політикою держави.

Дія каналу цін активів тісно пов'язана з іншими каналами, особливо кредитним і очікувань, та є комплексною стосовно них. Тому критерієм дієвості цього каналу можна вважати своєчасне й об'єктивне визначення реальної вартості активів.

На сьогоднішній день дія каналу цін активів є слабкою не лише в Україні, а й у багатьох інших державах через відсутність у центральних банках чітких

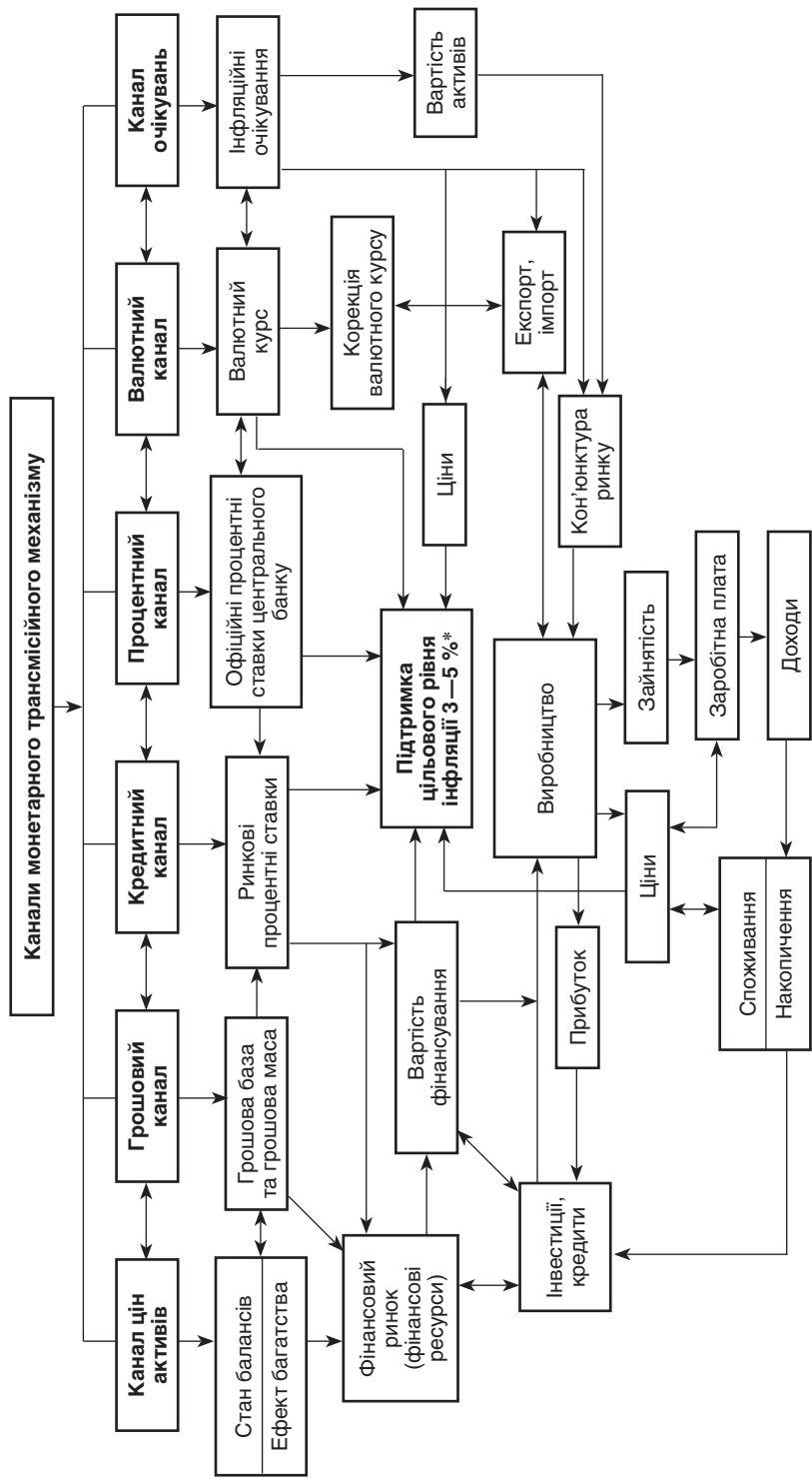
механізмів впливу на динаміку вартості активів. Упродовж останніх років у окремих країнах така його дія була частково компенсована програмами кількісного пом'якшення, що сприяло стабілізації динаміки цін активів, нормалізації роботи та підвищенню ліквідності фінансових ринків. Незважаючи на це, як науковці, так і центральні банки оцінюють ефективність зазначених програм по-різному [4; 5; 8]. Є думка, що запроваджені заходи тотожні додатковій емісії грошей. Однак, як стверджують Ф. Кор-Тіманн і Б. Уінклер, попри певну схожість це не так, оскільки вплив кількісного пом'якшення на економіку відрізняється від впливу емісії грошей [5, с. 25]. Окрім того, кількісне пом'якшення та емісія грошей по-різному впливають на обсяги, структуру й динаміку грошової бази та грошових агрегатів.

Кредитне пом'якшення, що відбулося в Україні, через відсутність чіткої стратегії процентної політики, виникнення пастки процентної ставки та розбалансування валютного ринку не сприяло активізації дії каналу цін активів та розвитку фінансового ринку. Також знизився платоспроможний попит на активи, у зв'язку з чим постала потреба в додаткових заходах щодо посилення механізмів управління цим каналом трансмісійного механізму. Основними напрямками підвищення ефективності каналу цін активів є: вдосконалення методів реальної оцінки вартості активів із урахуванням стану та перспектив розвитку ринку; моніторинг і попередження цінових дисбалансів на ринках активів; обґрунтоване використання окремих фінансових інструментів як застави в процесі рефінансування банків.

*Канал очікувань* монетарного трансмісійного механізму характеризує очікування суб'єктів господарювання щодо майбутніх цін, процентних ставок, вартості запозичень, умов кредитування, валютного курсу, рівня інфляції, цін активів тощо на основі інформації центрального банку про перспективні заходи у сфері грошово-кредитної політики. У кінцевому підсумку такі очікування відбиваються на сукупних витратах і сукупному попиті в економіці та впливають на рівень інфляції й темпи економічного зростання.

Дія цього каналу пов'язана з наявністю асиметрії інформації щодо заходів грошово-кредитної політики, внаслідок чого рішення центрального банку сприймаються суб'єктами ринку по-різному, виходячи з їхніх цілей і умов ведення бізнесу. Разом із тим наявність такої асиметрії завдяки дії каналів монетарного трансмісійного механізму допомагає суб'єктам господарювання швидше адаптуватися до зміни економічних умов та забезпечувати новий стан економічної рівноваги. Критерієм дієвості каналу очікувань є довіра суб'єктів господарювання до дій монетарної влади, котра ґрунтується на визнанні незалежності та забезпеченні прозорості діяльності центробанку, а також на підтримці високого рівня комунікаційної політики й загальної політики комунікацій.

Практично в усіх країнах канал очікувань трансмісійного механізму відіграє важливу роль, однак центральні банки не завжди використовують його



\* У Основних засадах грошово-кредитної політики на 2015 рік головною метою грошово-кредитної політики визначено досягнення та підтримку цінової стабільності в державі, основним критерієм чого є досягнення й підтримання в середньостроковій перспективі (3—5 років) низьких, стабільних темпів інфляції, що вимірюються індексом споживчих цін, у межах 3—5 % на рік.  
 Джерело: розроблено автором.

Рис. 4. Структурно-логічна схема дії монетарного трансмісійного механізму в Україні



достатньо ефективно, особливо в умовах явного погіршення економічних і інфляційних очікувань суб'єктів ринку. Основними напрямками підвищення дієвості цього каналу в Україні є: посилення незалежності НБУ; закріплення інфляційних очікувань суб'єктів ринку відповідно до визначеного інфляційного таргету чи цільового рівня інфляції; удосконалення комунікаційної політики НБУ (політики щодо прийняття рішень із монетарної політики) та розширення каналів його зв'язків із представниками ринку; інституційна розбудова НБУ шляхом системного реформування організаційної структури та операційних процесів.

На основі проведеного дослідження розроблено структурно-логічну схему дії монетарного трансмісійного механізму в Україні (рис. 4), яка відображає вплив інструментів грошово-кредитної політики на макроекономічні параметри та показники розвитку грошового ринку, а також взаємозв'язки окремих каналів цього механізму. Практичне значення запропонованого підходу полягає у визначенні основних взаємозв'язків у системі монетарного трансмісійного механізму Національного банку України, що забезпечують досягнення цінової стабільності завдяки використанню режиму таргетування інфляції.

Проведене дослідження дає підстави для висновку, що механізм монетарної трансмісії, який діє в Україні, є недосконалим та потребує активізації шляхом підвищення ефективності функціонування всіх його каналів. Ключовим завданням поліпшення дії цього механізму в умовах переходу до таргетування інфляції має бути його орієнтація на забезпечення цінової стабільності шляхом підтримки чітко визначеного та офіційно встановленого інфляційного таргету. З цією метою доцільно посилити дію процентного й кредитного каналів трансмісійного механізму, нормалізувати роботу валютного ринку та відновити довіру до НБУ та вітчизняної банківської системи загалом.

Першочерговими заходами з активізації дії каналів монетарного трансмісійного механізму повинні бути: підвищення макроекономічної стабільності; розроблення стратегії монетарної політики та поліпшення операційної системи регулювання ліквідності банків; фінансове оздоровлення банківської системи та підвищення її стійкості до внутрішніх і зовнішніх шоків; удосконалення механізмів захисту прав кредиторів і вкладників, комунікаційної політики центрального банку, а також закріплення інфляційних очікувань суб'єктів ринку відповідно до визначеного цільового рівня інфляції.

### Список використаних джерел

1. Буковинський С. Забезпечення цінової стабільності і мінімізація системних фінансових ризиків / С. Буковинський // Вісник Національного банку України. — 2014. — № 11. — С. 5—13.
2. Новые вызовы для денежно-кредитной политики в современных условиях : монография : в 2 кн. Кн. 2: Взгляд из Украины / под ред. В. М. Гейца, А. А. Гриценко ; НАН Украины, Ин-т экономики и прогнозирования. — К., 2012. — 360 с.

3. Дзюблюк О. В. Перспективи оптимізації трансмісійних механізмів грошово-кредитної політики в період кризових явищ на фінансових ринках / О. В. Дзюблюк // Фінанси, облік і аудит. — 2012. — Вип. 19. — С. 55—64.
4. Kikuo I. Japan's Growth Potential and Quantitative and Qualitative Monetary Easing / I. Kikuo ; Bank of Japan. — June 3, 2014 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://c3352932.r32.cf0.rackcdn.com/Bank%20of%20Japan%2036\\_1401788321.pdf](http://c3352932.r32.cf0.rackcdn.com/Bank%20of%20Japan%2036_1401788321.pdf).
5. Cour-Thimann Ph. The ECB's non-standard monetary policy measures the role of institutional factors and financial structure / Ph. Cour-Thimann, B. Winkler // Working Paper. — 2013. — No. 1528, April. — 44 p. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://www.thehawktrader.com/ita/paper/ECB\\_nonstandardMonetaryPolicy.pdf](http://www.thehawktrader.com/ita/paper/ECB_nonstandardMonetaryPolicy.pdf).
6. Мищенко С. В. Проблемы устойчивости денежного обращения / С. В. Мищенко. — М. : Нов. знание, 2014. — 399 с.
7. Моисеев С. Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика : учеб. пособ. / С. Р. Моисеев ; Моск. фин.-пром. акад. — М., 2011. — 784 с.
8. Науменкова С. В. Особенности влияния монетарных трансмиссионных механизмов на обеспечение воспроизводственных процессов в экономике / С. В. Науменкова // Вісник УАБС. — 2002. — № 1 (12). — С. 13—20.
9. Науменкова С. В. Світовий досвід регулювання фінансового сектору в контексті координації монетарної та фіскальної політики / С. В. Науменкова, Б. В. Приходько // Социальная экономика. — 2013. — № 4. — С. 131—142.
10. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / за ред. В. С. Стельмаха ; Центр наук. досліджень НБУ, Ун-т банк. справи НБУ. — К., 2009. — 404 с.
11. Тулеуов О. А. Трансмиссионный механизм воздействия нетрадиционного (нестандартного) инструмента денежно-кредитной политики — количественного смягчения на экономическую активность / О. А. Тулеуов [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://cipe.kz/index.php?option=com\\_content&view=article&id=193%3a2014-07-23-05-41-51&catid=37%3a2013-04-24-08-33-19&itemid=53&lang=kz](http://cipe.kz/index.php?option=com_content&view=article&id=193%3a2014-07-23-05-41-51&catid=37%3a2013-04-24-08-33-19&itemid=53&lang=kz).
12. Ugai H. Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses / H. Ugai // Bank of Japan Working Paper Series. — 2006. — No. 06-E-10, July. — 58 p. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [https://www.boj.or.jp/en/research/wps\\_rev/wps\\_2006/data/wp06e10.pdf](https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2006/data/wp06e10.pdf).
13. The Monetary Policy of the ECB. — Frankfurt am Main : ECB, 2011. — 160 p. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf>.
14. Мехдиев Х. О. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в условиях финансово-экономического кризиса / Х. О. Мехдиев // Наука и современность. — 2012. — № 16-2. — С. 145—152.
15. Юдаева К. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации / К. Юдаева // Вопросы экономики. — 2014. — № 9. — С. 4—12.
16. Hammond G. State of the art of inflation targeting — 2012 / G. Hammond ; Centre for Central Banking Studies, Bank of England // Handbook. — 2012. — No. 29. — 47 p. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb29.pdf>.