

## ОПТИМІЗАЦІЯ ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ АНТИЦИКЛІЧНОЇ ПОЛІТИКИ В СУЧАСНИХ УМОВАХ

У статті розглянуто особливості дії каналів трансмісійного механізму вітчизняної грошово-кредитної політики, аналізуються фактори, що зумовлюють специфіку прояву трансмісійного механізму в економіці України. Обґрунтовано необхідність оптимізації трансмісійного механізму з урахуванням вимог антициклічної політики.

The article deals with the peculiarities of the Ukrainian monetary policy transmission mechanism channels operations. The factors to cause specific transmission mechanism development in Ukraine economy are analyzed. Also the necessity of transmission mechanism optimization, considering the anticyclic policy requirements is proved.

**Постановка проблеми у загальному вигляді.** Вплив фінансового сектору економіки на реальний сектор суттєво зріс в період економічного зростання країн у другій половині ХХ століття і мав велике значення у процесі формування передумов і особливостей прояву фінансової кризи 2008-2010 років. З іншого боку, глобальна фінансова криза внесла суттєві корективи у трансмісійний механізм грошово-кредитної політики як розвинених країн світу, так і країн, де ринкова економіка знаходиться на стадії формування та початкового розвитку [1]. Тому не випадковим є підвищення інтересу економістів до механізму грошово-кредитної трансмісії. Сутність трансмісійного механізму грошово-кредитної політики полягає, по-перше, в тому, що цей механізм характеризує систему змінних, завдяки яким пропозиція грошей впливає на економічну активність, а, по-друге, – грошово-кредитна трансмісія відображає вплив екзогенної або регульованої зміни фінансових складових на реальний сектор економіки з урахуванням лагу часу [2, с.99].

Серед сучасних економістів не існує єдиної точки зору відносно того, як саме грошово-кредитна політика діє на економіку. Висловлюються різні підходи до проблеми механізму та каналів впливу грошово-кредитної політики на реальний сектор економіки навіть в економічно розвинених країнах, не говорячи про країни, де формування важливих ринкових інституцій (таких, наприклад, як розвинений фондовий ринок) ще тільки здійснюється. В той же час питання, пов'язані із кількісною та якісною характеристикою дії різноманітних каналів трансмісійного механізму, є вкрай важливими для Національного банку України [3, с.186]. Адже визначення основних каналів трансмісії на тій чи іншій фазі економічного циклу, кількісна оцінка лагів часу монетарної політики у вітчизняних умовах тощо дозволили б НБУ не тільки більш точно прогнозувати динаміку важливих грошово-кредитних показників, але й більш ефективно реагувати на зовнішні та внутрішні шоки.

**Аналіз досліджень і публікацій останніх років.** Існує досить велика кількість сучасних зарубіжних досліджень різних аспектів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики. Серед них варто виділити роботи Ф. Мишкіна, Б. Бернака, М. Гетлера, С. Цечетті, Б. Фрідмана, Д. Стігліца та інших. Але механічне запозичення зарубіжних концепцій трансмісійного механізму без урахування особливостей розвитку української економіки не дозволить отримати результати, що матимуть практичну значущість. Тому виникає потреба у теоретичному осмисленні основних механізмів впливу грошово-кредитної політики на реальний сектор економіки України з урахуванням наявних теоретико-методологічних розробок з даної проблематики.

**Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми.** Однак більшість досліджень трансмісійного механізму грошово-кредитної політики мають переважно економіко-математичний та статистичний характер і спрямовані на побудову або опис результатів вже існуючих економетричних моделей з метою визначення реакції реального сектору на зміну фінансових важелів. В той же час якісні аспекти методики оптимізації трансмісійного механізму грошово-кредитної політики як складової комплексної антициклічної політики держави залишаються поза увагою вітчизняних економістів.

**Постановка завдання.** Метою даної статті є обґрунтування необхідності оптимізації трансмісійного механізму грошово-кредитної політики шляхом використання його різноманітних каналів заради підвищення ефективності антициклічного регулювання в цілому.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Зазвичай, трансмісійний механізм аналізується під кутом зору «грошового» та «кредитного» підходів [4, с.39-40]. З позицій «грошового підходу» вплив грошово-кредитної політики на реальний сектор економіки розглядається, виходячи з постулатів портфельної теорії інвестицій. Суть цієї теорії полягає в тому, що інвестиційні рішення приймаються економічними агентами із урахуванням доходності інструментів фінансового ринку, інвестицій в реальний сектор економіки, нерухомість тощо. Зміни в грошово-кредитній політиці викликають зміни в процентних ставках, які, в свою чергу, впливають на поведінку фірм та населення прямо та опосередковано, через зміну цін на активи [5, с.22]. Так, зміна процентних ставок впливає на вибір економічних агентів в плані структури заощаджень і споживання, і, відповідно, змінює сукупні витрати та інвестиції в економіці в цілому. Процентний канал трансмісійного механізму характеризується тим, якою мірою дії центрального банку впливають на короткострокові процентні ставки грошового ринку, а ці останні, в свою чергу, залежать від структури фінансового ринку та від очікувань дійових осіб цього ринку. Зміна процентних ставок, що виникає в результаті дій центрального банку, здійснює вплив на ціни акцій, облігацій, інших цінних паперів, а також змінює ціни на нерухомість. При зниженні процентних ставок грошового ринку ціни на активи повинні зростати, оскільки доходність грошей як активу зменшується, і економічні агенти починають шукати інші альтернативи вкладення капіталу, тобто зростає попит на цінні папери та нерухомість. Зміна цін на активи, що належать домогосподарствам, призводить до зміни їхнього рівня добробуту, і, відповідно, змінює рішення щодо споживання та заощадження. Для фірм зміна цін на активи означає зміну обсягів ресурсів, які можуть бути спрямовані на інвестування. В той же час, зниження цін на активи зменшує обсяг ліквідних засобів, які можуть бути спрямовані на обслуговування заборгованості фірм і домогосподарств перед банками за кредитами. Це ускладнює виплату процентів, призводить до зниження споживання та скорочення обсягів нових запозичень.

«Кредитний підхід» до трансмісійного механізму зосереджується на інформаційній недосконалості ринку та витратах по укладанню контрактів. Інформаційна асиметрія виникає на ринку тому, що ніхто, крім позичальників, не може достовірно оцінити їхній справжній фінансовий стан, рівень ризиковості інвестиційних проектів, під які залучаються кредити, ступінь професіоналізму корпоративного менеджменту тощо, а самі позичальники схильні дещо прикрашати ситуацію. Тому позикодавці роблять надбавку до процентної ставки – своєрідну премію за ризик, який вони реально оцінити не можуть за відсутністю необхідної інформації. Зв'язок між грошово-кредитною політикою та розміром премії визначається специфікою функціонування кредитного ринку. Центральний банк, впливаючи на ціни фінансових активів, визначає рівень добробуту фірм, що виступає забезпеченням для отримання кредитів. Дорожчання забезпечення призводить до зниження премії за зовнішнє фінансування; здешевлення забезпечення веде до збільшення такої премії. Чим нижчий рівень добробуту фірм, тим вони менш конкурентоздатні і тим вищою для них стає премія. Коли центральний банк проводить рестрикційну грошово-кредитну політику, то рефінансування боргів ускладнюється, і рівень добробуту фірм знижується. Отже, центральний банк через фінансовий акселератор здійснює короткостроковий вплив на економіку.

Останнім часом поширюється третій погляд на трансмісію, який називають «погляд з боку пропозиції». Оскільки фірми спочатку сплачують за придбані фактори виробництва, а вже потім отримують виручку від реалізації, то зміна процентної ставки в першу чергу впливає на попит та фактори виробництва. Відповідно, рестрикційна грошово-кредитна політика знижує попит на працю, капітал тощо, тобто створює негативний шок пропозиції з усіма його макроекономічними наслідками.

Зусилля вітчизняних економістів, на думку автора, необхідно зосередити не на дискусіях відносно того, який з підходів є «правильним», а на пошуку шляхів оптимізації грошово-кредитної політики, виходячи із синтезу розглянутих підходів на трансмісійний механізм. При цьому «грошовий підхід» варто використовувати для створення економетричних моделей; «кредитний підхід» доцільно використовувати при мікроекономічному аналізі селективного впливу грошово-кредитної політики на окремі фінансові установи; «підхід з боку пропозиції» необхідно враховувати при вивченні змін в реальному секторі економіки. Необхідно підкреслити, що використання розглянутих підходів повинно враховувати специфічні соціально-економічні особливості України.

Аналіз трансмісійного механізму в нашій країні ускладнюється цілою низкою факторів. Перш за все, це нестабільність макроекономічної динаміки, відсутність однорідних статистичних даних, що не дозволяє отримати необхідну інформацію для виявлення економетричних закономірностей та вивести моделі впливу грошово-кредитної системи на реальний сектор вітчизняної економіки. Крім того, суттєва «тінізація» української економіки перешкоджає отриманню достовірних даних, примушує замінювати їх «експертними оцінками», що створює додаткові труднощі в оцінці дії каналів трансмісійного механізму. Але найважливішими факторами, на думку автора, виступають непослідовність економічної політики в цілому, відсутність взаємозв'язку між стратегічними цілями антициклічної політики та тактикою грошово-кредитного регулювання, а також нерозвиненість фінансових ринків. Оптимізація трансмісійного механізму неможлива без урахування специфіки структури національної фінансової системи. Виділяють два типи фінансових систем: банківську (фінансові ресурси розподіляються переважно через банківський сектор економіки) та ринкову (фінансування реального сектору економіки здійснюється через ринок цінних паперів). Зародковий стан фондового ринку в Україні дозволяє віднести національну фінансову систему до банківського типу. Тому характеристика банківської системи визначає реакцію банківського кредитування на зміни грошово-кредитної політики.

Серед суттєвих рис української банківської системи, що впливають на механізм трансмісії, необхідно виділити наступні: важливість банківського кредитування для фірм; терміновість позик та їхнє забезпечення; взаємовідносини із банківськими клієнтами; вплив держави на банківську систему; частота банківських банкрутств. Так, важливість банківського кредитування для вітчизняних фірм важко переоцінити: корпоративний сектор фактично повністю залежить від стану банківської сфери, оскільки фондовий ринок знаходиться в стадії становлення і ринкове фінансування розвинене вкрай недостатньо. Кредити, як правило, мають короткостроковий характер, а це прискорює процес передачі імпульсів грошово-кредитної політики. Універсальний характер українських банків зводить нанівець стимули для фірм працювати з декількома банками водночас, що призводить до формування тісних взаємовідносин «банк-клієнт». Існування на рівні невеликих банків своєрідних «довірчих» відносин між банком та клієнтом, а також значна кількість кептивних банків означає існування неявних гарантій доступу до дешевих кредитів, навіть у період рецесії. Тому рестрикційна грошово-кредитна політика центрального банку матиме обмежений вплив на пропозицію банківських позик. Особливу роль відіграє вплив держави: чим він більший на банківську діяльність в країні, тим легше центральному банку здійснити за допомогою трансмісійного механізму необхідні зміни в економіці; але при суттєвому впливі держави ефективність розподілу фінансових ресурсів різко знижується. Частота банкрутств банків теж має неоднозначне тлумачення при характеристиці трансмісійного механізму країни: з одного боку, низька кількість банкрутств банків свідчить про

стабільність банківського сектору та стійку структуру трансмісійного механізму, але з іншого боку – це означає вкрай повільну макроекономічну адаптацію до зміни умов економічної кон'юнктури, неможливість виконання «функції очищення» від неконкурентоспроможних банків під час фінансової кризи.

В сучасних умовах зазнають модифікації і самі канали трансмісійного механізму. На дію процентного каналу значний вплив має використання адміністративних важелів грошово-кредитного регулювання, зокрема, встановлення межі для процентних ставок по кредитах і депозитах. Такі методи не тільки негативно впливають на фінансовий стан банків, але й не дають можливості реально оцінити стан фінансового ринку. Негативний вплив на кредитний канал має той факт, що у підприємств фактично відсутні альтернативні банківському джерела фінансування; тому зміни в грошово-кредитній політиці досить сильно впливають на пропозицію кредитів в економіці, а зміна умов кредитування, в свою чергу, здійснює більш потужний вплив на реальний сектор. Асиметричність інформації кредитного ринку (від якої в розвиненій ринковій економіці страждають, в основному, підприємства середні, малі, або щойно створені) суттєво впливає на всі (в тому числі, і великі) підприємства вітчизняної економіки. Адже для всіх українських підприємств банківський кредит є суттєвим джерелом фінансування оборотного капіталу та інвестицій в основний капітал. Тому всі підприємства мають підвищений рівень чутливості до змін пропозиції кредиту та умов кредитування. В ті фази економічного циклу, коли в економіці об'єктивно виникає нестача фінансових ресурсів, а грошово-кредитна політика стає більш жорсткою, підприємства вимушені йти шляхом взаємних неплатежів або використовувати ненадійні форми розрахунків.

**Висновки і перспективи подальших розробок.** Для проведення ефективного антициклічного регулювання необхідно здійснювати постійний моніторинг впливу інструментів грошово-кредитної політики на динаміку основних макроекономічних показників, а також аналізувати відповідну реакцію фірм і домогосподарств. Визначення специфічних рис багатоканального механізму трансмісії, аналіз їхньої дії дозволить побудувати досить гнучку модель трансмісійного механізму, використання якої дасть можливість вивести вітчизняну грошово-кредитну політику на якісно новий рівень. В той же час необхідною умовою ефективності грошово-кредитної політики є підпорядкованість процесів використання її інструментів загальній стратегії антициклічного регулювання економіки. Різноспрямованість векторів антициклічної стратегії і грошово-кредитної тактики може мати непередбачувані руйнівні наслідки для економічної системи країни в цілому.

#### Список використаної літератури

1. Андрюшин С. А. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики центральных банков в условиях глобального финансового кризиса / С. А. Андрюшин, В. В. Кузнецова [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.finanal.ru/023>.
2. Иванченко И. Методологический эклектизм трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики / И. Иванченко, А. Маслов // Вопросы экономики. – 2010. – № 12. – С. 99–106.
3. Черемисинова Д. В. Трансмиссионный механизм стимулирования сбалансированного экономического роста / Д. В. Черемисинова // Вестник Севастопольского национального технического университета. – Севастополь: Изд-во СевНТУ, Экономика и финансы, 2009. – Вып. 98. – С. 186–191.
4. Моисеев С. Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики / С. Р. Моисеев // Финансы и кредит. – 2002. – №18. – С. 38–51.
5. Нуреев Р. М. Состояние трансмиссионного механизма как фактор готовности к переходу к политике инфляционного таргетирования / Р. М. Нуреев, М. Ю. Сапьян // Экономический вестник Ростовского Государственного университета. – 2008. – Том 6. – № 1. – С. 18–26.

Прийнято до друку 08.08.2011