

Володимир І. Міщенко, Світлана В. Міщенко
**УДОСКОНАЛЕННЯ ДІЇ КАНАЛІВ ТРАНСМІСІЙНОГО
МЕХАНІЗМУ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ
В УМОВАХ ПЕРЕХОДУ ДО ТАРГЕТУВАННЯ ІНФЛЯЦІЇ**

У статті досліджено особливості функціонування та взаємодії каналів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики та обґрунтовано пропозиції щодо активізації дії його каналів з метою підвищення ефективності грошово-кредитної політики в умовах реформування банківської системи та запровадження таргетування інфляції.

Ключові слова: грошово-кредитна політика; трансмісійний механізм; таргетування інфляції; цінова стабільність.

Рис. 1. Літ. 13.

Владимир И. Мищенко, Светлана В. Мищенко
**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ДЕЙСТВИЯ КАНАЛОВ
ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ
ПОЛИТИКИ В УКРАИНЕ В УСЛОВИХ ПЕРЕХОДА
К ТАРГЕТИРОВАНИЮ ИНФЛЯЦИИ**

В статье исследованы особенности функционирования и взаимодействия каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и обоснованы предложения по активизации действия его каналов с целью повышения эффективности денежно-кредитной политики в условиях реформирования банковской системы и перехода к таргетированию инфляции.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика; трансмиссионный механизм; таргетирование инфляции; ценовая стабильность.

Volodymyr I. Mishchenko¹, Svitlana V. Mishchenko²
**ENHANCING THE EFFECT OF TRANSMISSION CHANNELS
IN MONETARY POLICY OF UKRAINE UNDER THE TRANSITION
TO INFLATION TARGETING**

The article studies the peculiarities of transmission mechanism functioning and its channels interaction within the monetary policy and grounds the propositions on activation of these channels influence aimed at increasing the efficiency of monetary policy in the context of the banking system reformation and the transition to inflation targeting.

Keywords: monetary policy; transmission mechanism; inflation targeting; price stability.

JEL: E58; E59.

Постановка проблеми. Одним із ключових напрямів успішного розвитку банківської системи та реалізації ефективної монетарної політики є активізація трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, який активно використовують центральні банки провідних країн світу, що запровадили режим інфляційного таргетування з метою забезпечення цінової стабільності.

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 обумовлено тим, що до остан-

¹ Scientific Research Center of the National Bank of Ukraine, Kyiv, Ukraine.

² University of Banking of the National Bank of Ukraine, Kyiv, Ukraine.

нього часу в грошово-кредитній політиці використовувались переважно режим таргетування грошових агрегатів і режим таргетування 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 з недосконалістю інституційної структури, методів та інструментів реалізації грошово-кредитної політики, а також основних підходів в операційній діяльності центрального банку.

Відповідно до Меморандуму співпраці з МВФ в Україні передбачено запровадження гнучкого режиму інфляційного таргетування, у зв'язку з чим необхідність активізації трансмісійного механізму грошово-кредитної політики набуває особливої актуальності.

Аналіз останніх публікацій свідчить, що в науковій літературі механізми функціонування монетарної трансмісії активно досліджують В. Геєць [2], А. Гриценко [2], О. Дзюблюк [3], Ф. Кор-Тіманн [12], Ф. Мішкін [4], С. Моїсєєв [6], С. Науменкова [8], В. Стельмах [7], О. Тулеуов [11] та інші відомі науковці.

Високо оцінюючи науковий доробок цих вчених, слід зазначити, що ще ціла низка питань функціонування та взаємодії каналів трансмісійного механізму в Україні залишаються не дослідженими. Потребують подальшого вивчення процеси розроблення та реалізації Національним банком України механізмів взаємодії окремих каналів, особливостей їх дії в умовах таргетування інфляції, а також впливу на забезпечення цінової стабільності та економічне зростання.

Мета дослідження полягає у з'ясуванні особливостей взаємодії та активізації дії каналів трансмісійного механізму з метою підвищення ефективності грошово-кредитної політики в умовах реформування банківської системи та переходу до таргетування інфляції.

Основні результати дослідження. У науковій літературі поняття трансмісійного механізму грошово-кредитної політики характеризують як процес, завдяки якому рішення центрального банку у сфері грошово-кредитної політики передаються на фінансовий сектор та економіку в цілому і, перш за все, на основні макроекономічні показники, цінову динаміку, стан грошового ринку та економічне зростання.

ЄЦБ визначає трансмісійний механізм як процес, за допомогою якого рішення з монетарної політики, наприклад, зміна процентної ставки, впливають на економіку в цілому та на рівень цін зокрема [13, 146].

У спрощеному вигляді схема функціонування трансмісійного механізму полягає в тому, що спочатку заходи грошово-кредитної політики, зокрема, зміна офіційної процентної ставки, впливають на ринкові процентні ставки, грошово-кредитний ринок і обмінний курс. Потім відбувається корекція цін на фінансові активи, яка впливає на зміну обсягів заощаджень, кредитування та інвестицій, а далі – на реальний сектор економіки, зміну обсягів експорту та імпорту, заробітної плати та цін. Після відповідних змін у реальному секторі відбувається наступна ітерація, яка призводить до нової корекції процентних ставок, цін, валютного курсу, поки економіка не досягне нового стану рівно-

ваги [11]. Таким чином, трансмісійний механізм має кілька рівнів впливу, серед яких головним є безпосередня передача рішень з монетарної політики від центрального банку до суб'єктів грошово-кредитного ринку.

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 відносять грошовий, процентний, валютний та кредитний канали [4; 6; 8]. Однак останнім часом до системи каналів також включають канал цін активів і канал очікувань [3; 5; 11], що обумовлено змінами в структурі трансмісійного механізму та використанням нестандартних монетарних інструментів, зокрема, програм кредитного та кількісного пом'якшення.

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 обумовлена 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.

Процентний канал, за загальним визнанням науковців, є головним каналом трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, завдяки якому центральний банк впливає на грошовий ринок і економіку. Його дія ґрунтується на впливі офіційної процентної ставки центрального банку на зміну ринкових процентних ставок, за якими суб'єкти економіки розмішують і залучають кошти, а через них – на рішення щодо споживання, заощадження та інвестування, а відтак, на рівень сукупного попиту, економічну активність, інфляцію та цінову стабільність.

Тому основою механізму дії цього каналу є офіційна процентна ставка центрального банку, на основі якої формуються імпульси щодо перспективного характеру грошово-кредитної політики та визначається ефективна (реальна) процентна ставка.

Критеріями дієвості процентного каналу є незначна та прогнозована волатильність процентних ставок; позитивна різниця між обліковою ставкою та рівнем очікуваної інфляції; незначні відхилення ставки дохідності ОВДП від облікової ставки центрального банку; рівень розвитку фондового ринку.

Специфіка функціонування процентного каналу полягає у тісному взаємозв'язку всіх процентних ставок з офіційною ставкою центрального банку та наявності певного часового лагу їх впливу на процеси заощаджень, накопичень, кредитування, інвестування, а також на ціни та рівень інфляції.

Через ставки надання та абсорбування ліквідності процентний канал безпосередньо впливає на вартість банківських ресурсів, а також тісно пов'язаний з каналом цін активів.

При цьому слід мати на увазі, що першочерговий вплив офіційна процентна ставка повинна спричиняти на ставки міжбанківського ринку. Чим тісніший зв'язок міжбанківських процентних ставок з офіційною ставкою, тим вищою буде дієвість процентного каналу.

В Україні процентний канал монетарної трансмісії, на жаль, функціонує слабо в зв'язку з недостатньою розробленістю центральним банком процентної політики, недосконалістю операційних процесів і низьким рівнем впливу офіційної ставки на ставки міжбанківського ринку.

З метою підвищення рівня дієвості та ефективності функціонування процентного каналу трансмісійного механізму в умовах таргетування інфляції необхідним є:

- розроблення чіткої стратегії монетарної політики та забезпечення переходу до використання як операційного орієнтиру процентної ставки овернайт;
- розроблення індикативної процентної ставки та індикаторів грошового ринку;
- встановлення коридору процентних ставок за активними та пасивними операціями центрального банку, виходячи із значення офіційної процентної ставки;
- вдосконалення операційної системи регулювання ліквідності банків;
- розвиток вторинного ринку цінних паперів.

Дія **валютного каналу** ґрунтується на впливі корекції обмінного валютного курсу на основні макроекономічні показники, обсяги експорту та імпорту, приплив і відплив капіталу та рівень цін. Критерієм дієвості цього каналу має бути низька волатильність обмінного валютного курсу упродовж тривалого часу.

Дія валютного каналу тісно пов'язана з кредитним каналом, оскільки в умовах відкритої економіки значна частка кредитів надається саме в іноземній валюті. Наприклад, в Україні станом на 30.06.2014 р. в структурі кредитів приватному сектору кредити в іноземній валюті склали 43,9% [10].

Однак найбільш тісні зв'язки валютного каналу існують із процентним каналом. Це обумовлено тим, що розрахунки форвардного курсу здійснюються на основі паритету внутрішніх і зовнішніх процентних ставок. Центральний банк, знижуючи внутрішню процентну ставку по відношенню до іноземної, стимулює зниження форвардного валютного курсу [11]. І хоча механізм курсоутворення є більш складним, співставлення процентних ставок країн походження валюти, поряд з рівнем конкурентоспроможності національних економік, відіграє в ньому вирішальну роль.

Не дивлячись на те, що в Україні до 2014 р. валютний канал трансмісійного механізму функціонував у межах таргетування валютного курсу, його дієвість є високою та чутливо відбивається на умовах ведення бізнесу та на заощадженнях домашніх господарств.

Основними напрямками підвищення ефективності дії валютного каналу повинні бути:

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

Дія **кредитного каналу** трансмісійного механізму грошово-кредитної політики пов'язана з широким колом кредитних відносин між центральним банком і банками шляхом їх рефінансування та підтримання ліквідності, між окремими банками, а також між банками та їх позичальниками.

Критеріями дієвості цього каналу, на нашу думку, повинні бути: сприятливий кредитний клімат, рівень ліквідності банків, підвищення коефіцієнта «кредити/ ВВП», рівень доступності банківських кредитів, частка проблемних кредитів в активах банківської системи.

Функціонування кредитного каналу трансмісійного механізму тісно пов'язане з усіма іншими каналами, особливо з процентним, валютним і грошовим. Ці зв'язки знаходять свій прояв у впливі офіційної процентної ставки на вартість банківських ресурсів і ставки кредитування, у зміні структури грошової маси та валютної структури кредитів.

На сьогоднішній день в Україні кредитний канал трансмісійного механізму функціонує недостатньо ефективно через несприятливий кредитний клімат, високі ризики, відсутність платоспроможних позичальників і жорсткі цінові та нецінові умови кредитування на тлі загального зниження дохідності та платоспроможності позичальників.

З огляду на високі ризики, майже відсутнє кредитування банками економіки України недосконалою є строкова структура кредитного портфеля, низькою залишається його якість. Так, станом на 01.09.2014 р. частка простроченої заборгованості за кредитами складала 11,2% [9].

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

- поліпшення кредитного та інвестиційного клімату;
- фінансове оздоровлення банківської системи та підвищення її стійкості;
- зниження частки проблемних кредитів;
- розроблення механізмів надання центральним банком кредитів рефінансування для фінансування інвестиційних проектів;
- покращення кредитних умов банківського кредитування та посилення механізмів захисту прав кредиторів.

Механізм функціонування **каналу цін активів** пов'язаний зі зміною цін на фінансові та нефінансові активи, що впливає на стан балансів корпорацій, формування «ефекту багатства», вартість фінансування та шляхом зміни вартості забезпечення кредитів – на умови кредитування.

Дія каналу цін активів тісно пов'язана з іншими каналами, особливо з каналом очікувань, та є комплексною по відношенню до них. Тому критерієм

дієвості цього каналу можна вважати своєчасне та об'єктивне визначення реальної вартості активів.

На сьогоднішній день характер дії цього каналу є слабким не лише в Україні, а і в багатьох інших країнах через відсутність механізмів впливу на динаміку вартості активів. Упродовж останніх років у окремих країнах частково це було компенсовано програмами кількісного пом'якшення, що сприяло зростанню цін активів і підвищенню рівня ліквідності фінансових ринків. Не дивлячись на це, науковці оцінюють ефективність цих програм по-різному [8; 12]. Існує думка, що запроваджені заходи тотожні додатковій емісії грошей. Однак, на думку Ф. Кор-Тіманна, це не так, оскільки вплив кількісного пом'якшення на економіку відрізняється від впливу емісії грошей [12].

Головними напрямками підвищення ефективності дії каналу цін активів є:

- вдосконалення методів оцінки вартості активів;
- обґрунтоване використання окремих фінансових інструментів як застави в процесі рефінансування банків;
- попередження цінових дисбалансів на ринках активів.

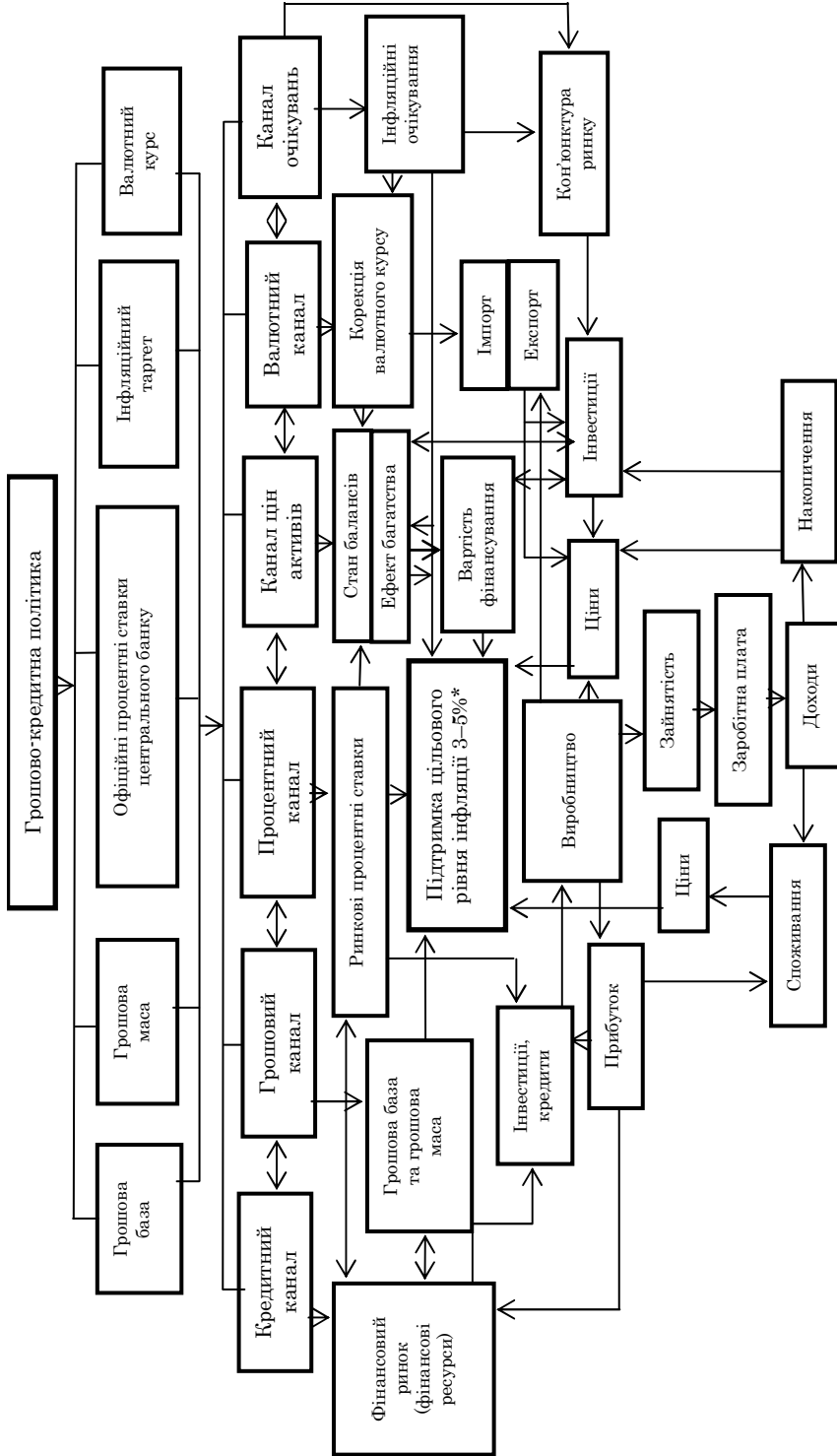
Канал очікувань характеризує очікування суб'єктів господарювання щодо майбутніх цін, процентних ставок, вартості запозичень, умов кредитування, валютного курсу, рівня інфляції та цін активів на основі інформування центральним банком учасників ринку про перспективні заходи у сфері грошово-кредитної політики. У кінцевому підсумку це відбивається на сукупних витратах і сукупному попиті та впливає на рівень інфляції та економічну активність.

Критерієм ефективності каналу очікувань трансмісійного механізму є довіра до дій монетарної влади з боку суб'єктів господарювання, що ґрунтується на визнанні незалежності центрального банку та забезпечується високим рівнем комунікаційної політики.

Основними напрямками підвищення дієвості каналу очікувань повинні бути: закріплення інфляційних очікувань суб'єктів ринку відповідно до визначеного інфляційного таргету; вдосконалення комунікаційної політики центрального банку; інституційна розбудова центрального банку та вдосконалення операційних процесів.

На основі проведеного дослідження розроблено структурно-логічну схему трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в Україні в умовах переходу до режиму таргетування інфляції (рис. 1), яка відображує вплив монетарних інструментів на основні макроекономічні параметри та показники розвитку грошового ринку, а також взаємозв'язки між окремими каналами трансмісійного механізму. Практичне значення запропонованого підходу полягає у визначенні основних взаємозв'язків у системі трансмісійного механізму, що забезпечують досягнення цінової стабільності завдяки використанню режиму таргетування інфляції.

Висновки та перспективи подальших досліджень. Проведене дослідження дозволяє зробити висновок, що діючий в Україні механізм монетарної трансмісії є недосконалим і потребує активізації шляхом підвищення ефективності дії всіх його каналів. Ключовим завданням вдосконалення трансмісійного



* Відповідно до «Основних засад грошово-кредитної політики на 2015 рік» головним критерієм досягнення цінкової стабільності є підтримання в середньостроковій перспективі низьких стабільних темпів інфляції у межах 3–5% на рік [1].

Рис. 2. Дія трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в умовах реалізації режиму таргетування інфляції,
авторська розробка

механізму повинна бути його орієнтація на забезпечення цінової стабільності та підтримку чітко визначеного рівня інфляції.

Першочерговими заходами з активізації дії каналів трансмісійного механізму повинні бути: розроблення чіткої стратегії монетарної політики та вдосконалення операційної системи регулювання ліквідності банків; фінансове оздоровлення банківської системи та підвищення її стійкості; зниження частки проблемних кредитів; вдосконалення комунікаційної політики центрального банку, а також закріплення інфляційних очікувань суб'єктів ринку відповідно до визначеного інфляційного таргету.

Перспективним напрямом вдосконалення функціонування трансмісійного механізму може бути запровадження центральним банком політики кредитного пом'якшення на основі розробки механізмів надання кредитів рефінансування для фінансування інвестиційних проектів з метою розширення банками довгострокового кредитування.

1. Основні засади грошово-кредитної політики на 2015 рік: Рішення Ради Національного банку України від 11.09.2014 №28 // www.bank.gov.ua.

2. *Гець В.М., Грищенко А.А.* Вихід із кризи (Роздуми над актуальним у зв'язку з прочитаним) // *Економіка України.* – 2013. – №6. – С.4–19.

3. *Дзюблюк О.В.* Перспективи оптимізації трансмісійних механізмів грошово-кредитної політики в період кризових явищ на фінансових ринках // *Фінанси, облік і аудит.* – Вип. 19. – К.: КНЕУ, 2012. – С. 55–64.

4. *Мишкин Ф.С.* Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. – 7-е изд. – М.: Вильямс, 2006. – 880 с.

5. *Мищенко С.В.* Проблемы устойчивости денежного обращения. – М.: Новое знание, 2014. – 399 с.

6. *Моисеев С.Р.* Денежно-кредитная политика: теория и практика: Учеб. пособие. – М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011. – 784 с.

7. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / За ред. В.С. Стельмаха. – К.: ЦНД НБУ, 2009. – 404 с.

8. *Науменкова С.В.* Особенности влияния монетарных трансмиссионных механизмов на обеспечение воспроизводственных процессов в экономике // *Вісник УАБС.* – 2002. – №1. – С. 13–20.

9. Основні показники діяльності банків України // Національний банк України // www.bank.gov.ua.

10. Статистика // Національний банк України // www.bank.gov.ua.

11. *Тулеуов О.А.* Трансмиссионный механизм воздействия нетрадиционного (нестандартного) инструмента денежно-кредитной политики – количественного смягчения на экономическую активность // *cipe.kz*.

12. *Cour-Thimann, P., Winkler, B.* (2013). The ECB's non-standard monetary policy measures the role of institutional factors and financial structure. Working Paper Series No 1528/April 2013. European Central Bank. 44 p.

13. *The Monetary Policy of the ECB.* – Frankfurt am Main: ECB, 2011. – 160 p.

Стаття надійшла до редакції 6.10.2014.