

УДК 336.7

Євенко Т.І., к.е.н, старший викладач кафедри фінансів  
НУБіП України

### ПРИЧИНИ НЕЕФЕКТИВНОГО ФУНКЦІОНУВАННЯ ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ ПОЛІТИКИ НБУ

У статті досліджено причини неефективного функціонування трансмісійного механізму політики НБУ, зокрема система каналів за якими дії центрального банку передаються до економіки. Досліджено усі сегменти фінансового ринку, особливо міжбанківський валютний та кредитний, які знаходяться у зоні прямої відповідальності центрального банку, а саме основні проблеми, що перешкоджають їх дії.

**Ключові слова:** політика НБУ, монетарна політика, сегменти фінансового ринку, валютний курс, процентний канал, інфляція, овернайт.

Евенко Т.И.

### ПРИЧИНЫ НЕЭФФЕКТИВНОГО ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА ПОЛИТИКИ НБУ

В статье исследованы причины неэффективного функционирования трансмисийного механизма политики НБУ, в частности система каналов по которым действия центрального банка передаются к экономике. Исследованы все сегменты финансового рынка, особенно межбанковский валютный и кредитный, которые находятся в зоне прямой ответственности центрального банка, а именно основные проблемы, препятствующие их действия.

**Ключевые слова:** политика НБУ, монетарная политика, сегменты рынка, валютный курс, процентный канал, инфляция, овернайт.

Yevenko T.

### THE REASONS FOR THE INEFFICIENT FUNCTIONING OF THE TRANSMISSION MECHANISM NBU POLICY

In the article the causes of inefficient operation mechanism transemisiynoho NBU policy, including a system of channels which actions of the central bank are transmitted to the economy. Studied all segments of financial markets, especially the interbank foreign exchange and credit, which are located in the area of direct responsibility of the central bank, namely the main problems that hinder their action.

**Key words:** NBU policy, monetary policy, financial market segments, exchange rate, interest rate channel, inflation, overnight.

**Постановка проблеми у загальному вигляді і її зв'язок з важливими науковими та практичними завданнями.** Економічна криза, знецінення національних грошей, системна банківська криза, що відбуваються в Україні, є джерелом подальшої нестабільності і гальмування розвитку економіки, зростання безробіття, поглиблення бідності та загострення соціально-політичних ризиків.

У цих умовах ні Урядом, ні Національним банком не представлено системне стратегічне бачення і цілісний комплекс дій, спрямованих на вихід з кризи та прискорення економічного зростання, що об'єднало б суспільство, підвищило довіру до влади і визначило шлях консолідації зусиль. В умовах зовнішньої воєнної агресії такий стан може мати критичні наслідки для держави. Насамперед слід детально дослідити канали впливу на монетарну політику України та її економічний розвиток.

**Аналіз останніх досліджень, у яких започатковано вирішення проблеми.** Серед зарубіжних і вітчизняних наукових праць більшість адресована явищам, пов'язаним з особливостями та впровадженням монетарної політики в умовах,

наближених до рівноваги. До них належать, зокрема, праці Б. Бернанке [1], Л. Крістіано [2] та ін., які глибоко вивчають особливості роботи трансмісійного механізму, а також характер реакції суб'єктів економіки на політичні шоки. Серед вітчизняних учених та практиків тематику моделювання економіки в умовах трансформації розробляли В. М. Геєць [3], І. Г. Лук'яненко [5] та ін. Аналізу ролі банківської системи та ефектів монетарної політики НБУ приділили увагу С. О.Кораблін [4], О. І. Петрик [6], С. А. Ніколайчук [7] та ін.

**Ціллю статті** є дослідження причин функціонування трансмісійного механізму політики НБУ.

**Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів.** Операції та регуляторні дії Національного банку впливають на рівень інфляції, економічне зростання і зайнятість через трансмісійний механізм монетарної політики, тобто систему каналів, за якими дії центрального банку передаються до економіки. В Україні ця система включає п'ять основних каналів – кредитний (*credit channel*), процентний (*interest rate channel*), валютний (*exchange rate channel*), ціни активів (*assets' prices channel*) та канал очікувань (*channel of expectations*) (рис. 2). Вони повинні забезпечувати безперешкодну передачу монетарних імпульсів, створюваних Національним банком, через банківську систему і фінансові ринки до реального сектору економіки для досягнення внутрішньої рівноваги (оптимального співвідношення динаміки цін та економічного зростання) і цільового рівня інфляції.

Проте, трансмісійний механізм в економіці України має суттєві вади, які у поєднанні з помилками монетарного регулювання створюють значні інфляційні сплески і одночасно монетарної політики

Головною загальною проблемою зазначених каналів є неповноцінне функціонування усіх сегментів фінансового ринку, особливо міжбанківських валютного та кредитного, які знаходяться у зоні прямої відповідальності центрального банку.

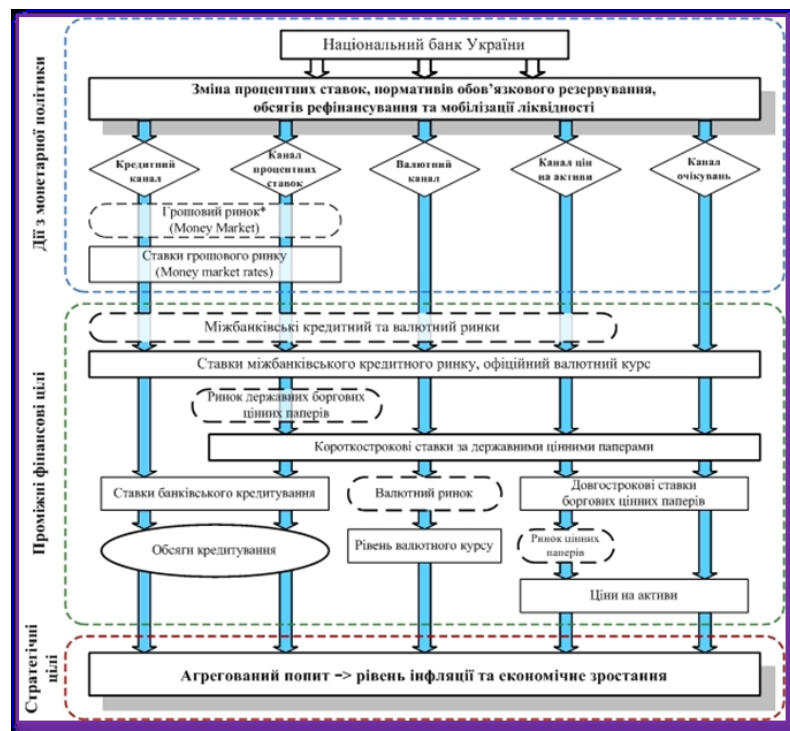


Рис.2. Схема трансмісійного механізму монетарної політики Національного банку

(джерело: presentation Kireyev, IMF, 2014)

Процентний канал в умовах гнучкого курсу повинен бути головним каналом впливу монетарної політики на економічний розвиток та інфляцію зокрема. Перший ланцюг процентного каналу – це вплив інструментів монетарної політики на процентні ставки міжбанківського ринку, далі – на всю структуру процентних ставок в економіці, зокрема на ставки за кредитами і депозитами у банківській системі. Другий ланцюг – вплив банківських ставок на рішення домогосподарств і бізнесу щодо заощаджень, кредитування та інвестицій, а далі – на інфляцію й економічне зростання.

*Основними проблемами, що перешкоджають дії процентного каналу, є такі:*

а) До 2015 року спостерігався низький рівень кореляції між процентними ставками Національного банку і ставками міжбанківського ринку, що відобразило слабкість функціонування процентного каналу.

З моменту підвищення облікової ставки до 30% та ставок овернайт за активними і пасивними операціями постійного доступу сформувався коридор, у якому коливались ставки міжбанківського ринку, що є позитивним кроком у напрямку їх керованості.

Проте, внаслідок неоптимальних меж коридору процентних ставок НБУ (зокрема, завищеної ставки за депозитними сертифікатами) створено конкурентно надпривабливий інструмент (безризиковий і високоприбутковий) на банківському ринку активів і цим викликано ланцюгову реакцію негативних явищ – розкручування спіралі профіциту ліквідності, зростання витрат стерилізації та здійснення непродуктивної емісії за каналом процентних виплат, блокування мотивів банків до вкладення коштів в інші активи, зокрема у кредитування реального сектору. Це перешкоджає ефективній дії процентного каналу і впливу центрального банку на інфляцію та економічне зростання.

Шляхи вирішення проблеми знаходяться у площині комплексних заходів щодо переходу до дискреційної монетарної політики та розширення коридору ставок операцій постійного доступу – зниження ставок за депозитними сертифікатами овернайт. Ризик того, що зниження ставок за депозитними сертифікатами призведе до спрямування профіциту ліквідності на спекулятивні валютні операції та посилення девальваційного тиску, буде мінімізований за рахунок переходу до дискреційної монетарної політики і запропонування банкам альтернативних інструментів вкладання коштів;

б) дія процентного каналу послаблюється внаслідок значних ризиків нестабільності банківської системи (зокрема внаслідок неочікуваної і непрозорої ліквідації банків), валютного курсу та інфляції. Через домінуючий вплив низького рівня довіри до банківської системи, девальваційних та інфляційних очікувань процентні ставки мають невеликий вплив на рішення суб'єктів ринку щодо розміщення коштів на депозитах;

с) існують дві базові ставки монетарної політики - облікова ставка та ключова ставка (в якості якої НБУ оголосив ставку за двотижневими депозитними сертифікатами). Облікова ставка виконує фіскальну функцію, а також функцію умовного сигнального індикатора, який допускає різні трактування внаслідок існування ще й ключової ставки. Це заплутує суспільство і ринки, і створює додатковий рівень невизначеності, що створює перешкоди для трансмісії за процентним каналом і нівелює функцію ключової ставки надання оптимальних інформаційних сигналів учасникам ринку.

Кредитний канал трансмісії повинен забезпечувати вплив монетарної політики, зокрема процентних ставок НБУ на обсяги банківського кредитування і далі – на процеси інфляції та економічного зростання. Кредитний канал є доповненням до процентного каналу і повинен розглядатися у комплексі з ним.

*Основними проблемами, що перешкоджають дії кредитного каналу, є такі:*

а) з одного боку, високий рівень закредитованості (фінансового левереджу) підприємств реального сектору та неспроможність виплачувати кредити за високими ставками, які існують, з другого – невелика пропозиція кредитів з боку банків через їх низьку мотивацію внаслідок високої альтернативної вартості, яку створили високі ставки за ДС НБУ. Ці ставки створюють високу конкурентну привабливість депозитних сертифікатів НБУ у порівнянні з іншими ринковими активами, що знизило мотивацію банків до кредитування.

Тобто, Національний банк у цьому випадку діє не як ефективний монетарний регулятор, а як «успішний» конкурент на ринку банківських ресурсів і активний учасник витіснення кредитування з фінансового ринку та створення спіралі профіциту ліквідності, що порушує нормальне функціонування кредитного каналу.

Тому проблеми кредитного каналу повинні розглядатися системно як з боку попиту на кредити, так і з боку їх пропозиції.

б) зниження платоспроможного попиту на кредитні ресурси внаслідок падіння виробництва, низької ділової активності, несприятливого бізнес-клімату через корупцію і зарегульованість, переобтяження потенційних позичальників проблемами погашення раніше отриманих кредитів (зокрема внаслідок значної девальвації). Основні шляхи вирішення цих проблем лежать як у площині економічної політики Уряду щодо структурних реформ, так і у сфері монетарного регулювання Національного банку щодо забезпечення валютної, цінової та банківської стабільності;

Валютний канал монетарної трансмісії містить два послідовних ланцюги впливу монетарної політики: перший – це вплив інструментів монетарного регулювання на валютний курс, другий – вплив змін валютного курсу на економіку, зокрема на інфляцію (*pass – through effect*).

Основними особливостями функціонування валютного каналу є такі:

а) нелінійність зв'язків, зокрема схильність до ризиків розкручування девальваційно-інфляційної спіралі, дуже висока потужність та швидкість передачі імпульсів, що потребує особливої виваженості НБУ у прийнятті рішень;

б) зазначена особливість підсилюється тим, що до 2014 року традиційним було ставлення влади до курсу як до політичного параметру. Валютний курс виконував функцію якоря стабільності – цінової, фінансової, соціально-політичної і тому жорстко регулювався у фіксованих межах. Внаслідок цього зміна валютного курсу без створення альтернативного якоря стабільності тягне за собою вибухову ланцюгову реакцію у фінансових, бюджетних, макроекономічних та соціально-політичних процесах. В умовах гнучкого курсу така особливість валютного каналу потребує невідкладних дій Національного банку щодо забезпечення альтернативного якоря стабільності за рахунок формування дискреційної монетарної політики, підвищення якісного рівня управління ліквідністю банківської системи та розвитку позитивної сигнальної ролі монетарних операцій;

в) українська економіка є малою відкритою економікою (*small open economy*) з високим ступенем відкритості (відношення зовнішньо-торгівельного обороту до ВВП складає більш ніж 120%) і великою часткою цін імпортованих товарів та послуг в індексі споживчих цін. Тому внаслідок високого ефекту проходження (*pass – through effect*) девальвація гривні призводить до швидкого розкручування інфляційних процесів. Послаблення зазначеної залежності передбачає розвиток внутрішнього ринку з боку попиту і пропозиції, імпортозаміщення, зокрема через стимулювання кредитування реального сектору, у тому числі малого та середнього бізнесу;

г) значні валютні, адміністративні і корупційні обмеження не сприяють припливу валютних коштів в країну, що перешкоджає ефективній роботі валютного каналу в напрямку стабілізації валютного ринку та його виходу «з тіні». У міру запровадження

дискреційної монетарної політики необхідно послаблювати валютні обмеження для підвищення довіри до монетарного регулятора і до національної валюти.

Канал очікувань є каналом, що синтезує дію усіх інших каналів і визначає економічну поведінку суб'єктів ринку. Він містить три послідовних ланцюги: від дій з монетарного регулювання – до очікувань суб'єктів ринку, від очікувань – до прийняття рішень і відповідної економічної поведінки, від економічних рішень суб'єктів – до результатів макроекономічного розвитку та інфляції.

*Основними проблемами функціонування каналу очікувань є:*

а) очікування учасників ринку формують канал потужної сили і швидкості. Він є важелем подвійної дії: у разі ефективного монетарного регулювання – має значний позитивний вплив на економіку, у разі помилкових дій – провокує масові дії бізнесу і населення, що спрямовані на захист своїх коштів, величезні макроекономічні когерентні ефекти, зокрема, зняття депозитів, підвищення активності на валютному і товарному ринках, що збільшує девальваційний та інфляційний тиск. Це не можна називати панікою (як це трактується у риторичі певних офіційних осіб), це раціональна реакція суб'єктів ринку щодо збереження власних коштів у відповідь на невважені дії регулятора;

б) формування очікувань у суспільстві протягом останніх двох років є однією з найслабших рис монетарного регулювання НБУ. Подолання цієї проблеми лежить у площині комплексу заходів: по-перше, підвищення ефективності регуляторних монетарних дій та їх сигнальної функції, по-друге, вдосконалення процесу правдивого інформування суспільства щодо цих регуляторних дій.

Висновки. Відповідно, чітко визначення проблем інструментів, операцій, а також трансмісійного механізму монетарної політики Національного банку дозволяє розробити систему стратегічних заходів щодо оптимізації монетарного регулювання для зниження інфляції та її стабілізації на стало низькому рівні з одночасним створенням можливостей для економічного зростання.

#### **Список використаних джерел:**

1. Bernanke B. Financial accelerator in a quantitative business cycle framework / B. Bernanke, M. Gertler, S. Gilchrist // NBER working paper series. – 1998. – No 6455/ – С. 1–58.
2. Christiano L. J. Nominal rigidities and the dynamic effects of a shock to monetary policy / L. J. Christiano, M. Eichenbaum, C. L. Evans // Journal of Political Economy. – 2005. – Т. 113. – № 1. – С. 1–45.
3. Геєць В. М. Секторальні макромоделі прогнозування економіки України / В. М. Геєць, М. І. Скрипниченко, М. М. Соколик // Економіст. – 1998. – № 5. – С. 58–67.
4. Кораблін С. О. Сукупна пропозиція і оптимальна інфляція / С. О. Кораблін // Економіка і прогнозування. – 2005. – № 1. – С. 9–32.
5. Лук'яненко І. Г. Динамічні макроеконометричні моделі. Новий концептуальний підхід / І. Г. Лук'яненко. – К. : ВД «КМ Академія», 2003. – 50 с.
6. Міщенко В. І. Монетарний трансмісійний механізм в Україні : Науково-аналітичні матеріали / В. І. Міщенко, О. І. Петрик, А. В. Сомик, Р. С. Лисенко та ін. – Вип. 9. – К. ; Національний банк України. Центр наукових досліджень, 2008. – 144 с.
7. Ніколайчук С. А. Оцінка альтернативних режимів монетарної політики на основі Квартальної прогновної моделі Національного банку України / С. А. Ніколайчук // Економіст. – 2007. – № 11. – С. 56–60.
8. Основні засади грошово-кредитної політики [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522).
9. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua).