



Н. П. Дребот

Львівський навчально-науковий інститут ДВНЗ "Університету банківської справи", м. Львів, Україна

ВПЛИВ МОНЕТАРНОГО ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ НА МАКРОЕКОНОМІЧНУ СТАБІЛЬНІСТЬ В УКРАЇНІ

Визначено поняття трансмісійного механізму. Розглянуто основні канали механізму трансмісії. Обґрунтовано, що зміни у пропозиції грошей впливають на ділову активність та реалізуються через передавальний механізм грошово-кредитної політики. Проаналізовано макроекономічні та монетарні показники в Україні впродовж 2011-2016 рр. Необхідною умовою забезпечення макроекономічної стабільності є побудова ефективного механізму монетарної трансмісії, що забезпечує передачу відповідних імпульсів монетарного регулювання на реальний сектор економіки. Досліджено значущість облікової ставки НБУ як основного індикатора відсоткового каналу трансмісійного механізму. Проаналізовано дію кредитного, грошового каналів та каналу очікувань на стан грошового ринку та розвиток реального сектору економіки. Обґрунтовано напрями забезпечення курсової стабільності для ефективної дії валютного каналу трансмісійного механізму. Запропоновано шляхи вдосконалення дії каналів механізму трансмісії шляхом подальшої орієнтації на режим інфляційного таргетування, розбудову первинного і вторинного ринків державних цінних паперів, подальший розвиток та лібералізацію валютного ринку.

Ключові слова: грошово-кредитне регулювання; відсотковий канал; кредитний канал; валютний канал; грошовий канал; канал очікувань.

Вступ. Сучасний етап розвитку економіки України висуває нові вимоги до економічної політики держави, які полягають у потребі зміщення акцентів з експортної орієнтації економіки на активізацію та стимулювання розвитку внутрішнього ринку. Грошово-кредитна політика Національного банку України, як складова частина економічної політики країни, має забезпечити відповідне монетарне підґрунтя для стабільного соціально-економічного розвитку – цінову стабільність та низьку інфляцію у довготерміновому періоді.

Здатність змін у пропозиції грошей впливати на ділову активність реалізується через передавальний механізм грошово-кредитної політики. Вихідною ланкою цього механізму є зміна пропозиції грошей, проміжною ланкою – зміни в ринкових інструментах, а кінцевою – зміни в сукупному попиті та ВВП. Між відповідними ринковими інструментами і сукупним попитом є канали, які реалізують здатність пропозиції грошей впливати на ділову активність.

Матеріали та методи дослідження. Значний внесок у дослідження трансмісійного механізму здійснили зарубіжні вчені, а саме: Б. Бернанке, О. Бланшард, А. Бліндер, П. Елс, А. Кашьяп, Дж. Кейнс, Дж. Штейн та ін. Розробляли теоретичні та методологічні аспекти монетарної трансмісії відомі вітчизняні науковці, а саме: С. Аржевітін, А. Гальчинський, О. Дзюблук, А. Гриценко, Н. Гребеник, В. Лисицький, В. Міщенко, О. Петрик, М. Савлук, Р. Лисенко, В. Стельмах та ін. На сьогодні в Україні трансмісійний механізм грошово-

кредитної політики працює недостатньо ефективно, про що свідчить слабкий зв'язок між монетарними заходами центрального банку та динамікою розвитку фінансового ринку і реального сектору. Це зумовлено тим, що дотепер в грошово-кредитній політиці України використовувались режими таргетування грошових агрегатів і валютного курсу.

Мета дослідження – обґрунтувати теоретичні засади дії трансмісійного механізму монетарного регулювання та ключових каналів його реалізації для забезпечення економічного зростання.

Результати дослідження та їх обговорення. Макроекономічна ситуація в 2016 р. істотно покращилася порівняно з 2015 р., хоча й залишається хиткою. Як наслідок, економічна політика, зорієнтована на виживання, втрачає актуальність та потребує переосмислення. Реальний приріст ВВП у 2016 р. перевищив офіційні прогнози й становив 2,3 % порівняно з 2015 р. Це відбулося внаслідок зростання у більшості видів економічної діяльності. Річна інфляція минулого року відповідала цільовому показнику НБУ (12 % \pm 3 п.п.) завдяки потужному ефекту бази порівняння, низці шоків пропозиції на продювальному ринку і відносно стабільній ситуації на валютному ринку. Темпи зростання ІСЦ на кінець періоду сповільнилися до 12,4 % у річному об'єкті (з 43,3 % у 2015 р.) (табл.).

Відсотковий канал монетарної трансмісії відображає вплив центрального банку на економіку через регулювання відсоткових ставок. Дія цього каналу полягає у

Інформація про авторів:

Дребот Наталія Петрівна, канд. екон. наук, доцент, доцент кафедри банківської справи. Email: drobot72@gmail.com

Цитування за ДСТУ: Дребот Н. П. Вплив монетарного трансмісійного механізму на макроекономічну стабільність в Україні.

Науковий вісник НЛТУ України. 2017. Вип. 27(7). С. 74–77.

Citation APA: Drobot, N. P. (2017). The Impact of the Monetary Transmission Mechanism on Macroeconomic Stability in Ukraine.

Scientific Bulletin of UNFU, 27(7), 74–77. <https://doi.org/10.15421/40270713>

тому, що зміна грошово-кредитної політики, насамперед через офіційну облікову ставку, прямо впливає на короткотермінові ставки на фінансовому ринку, і через криву дохідності – на довготермінові. З певним часовим лагом її вплив поширюється на ставки комерційних

банків для економічних суб'єктів, тим самим – на інтенсивність переміщення капіталу між різними сегментами фінансового ринку, заощадження, інвестиції, споживання, тобто на зміну сукупних витрат і попиту, а отже, – і на темпи зростання економіки, зайнятість та інфляцію.

Таблиця. Деякі макроекономічні та монетарні показники в Україні, 2012-2016 рр.

Показник	31.12.2012 р.	31.12.2013 р.	31.12.2014 р.	31.12.2015 р.	31.12.2016 р.
ВВП, млрд грн	1404,7	1465,2	1568,9	1979,5	2383,2
Депозити, % ВВП	40,4	45,6	42,3	35,9	33,1
Кредити, % ВВП	57,6	61,8	64,0	49,4	41,9
Кредити/депозити, %	143	135	151	138	127
Грошова база, річна зміна, %	6,4	20,3	8,5	0,8	13,6
Грошова маса, річна зміна, %	12,8	17,6	5,3	3,9	10,9
Грошова маса (М3), млн грн	773200	908994	956728	960143	1101,6
Рівень монетизації, % (М2/ ВВП)	54,11	62,29	60,98	61,45	46,25
Швидкість обертання грошової маси	1,82	1,61	1,64	2,06	2,16
Питома вага М0 до М3, %	26	26	30	29	28,5
Питома вага М1 до М3, %	43,5	42	46	47	48
Доларизація депозитів, %	43,7	36,8	45,6	47,7	50
Доларизація кредитів, %	37,0	34,0	46,8	55,5	52
ІСЦ, річна зміна, %	(0,2)	0,5	24,9	43,3	12,4

Джерело: авторська розробка за даними (NISD, 2017; NBU, 2016, 2017).

Національний банк вважає відсотковий канал трансмісійного механізму одним з основних. Індикатором відсоткової політики є облікова ставка НБУ. Зниження облікової ставки зумовлює зниження ставки за кредитними та депозитними операціями комерційних банків, що стимулює збільшення обсягу підприємницьких інвестицій та зростання споживчих витрат населення. Результатом цього є збільшення ВВП країни.

Після досягнення станом на 4 березня 2015 р. її максимального значення на рівні 30 % цей індикатор переглядали 18 разів, зокрема 9 разів – лише протягом 2016 р. Після останнього зниження, з 26 травня 2017 р. облікова ставка перебуває на рівні 12,5 % (NBU, 2016). Проте в умовах незадовільної платіжної дисципліни позичальників істотне зниження облікової ставки не зумовило очікуваного зростання обсягів наданих банками нових кредитів. Банки продовжують надавати перевагу безпечнішому й надійнішому, з їхньої точки зору, кредитуванню дефіциту державного бюджету та НБУ шляхом купівлі ОВДП та короткотермінових депозитних сертифікатів (загальна сума інвестицій банків на придбання обох цих фінансових інструментів становила на 1 січня 2014 р. 91 млрд грн, на 1 січня 2017 р. – 316 млрд грн; за I півріччя 2017 р. відбулося зростання ще на 12 млрд грн).

Кредитний канал відображає вплив грошово-кредитної політики центрального банку на доступність ресурсів на кредитних ринках. Він базується на припущенні, що центральний банк впливає інструментами грошово-кредитної політики на зміну пропозиції кредитних ресурсів, передусім через зміну обсягів вільних резервів банківської системи. На сьогодні кошти на поточних рахунках резервуються за ставкою 6,5 %, на депозитних – 3 %.

Щодо активів, то збільшення загального кредитного портфеля банків на 1,7 % упродовж 2016 р. було зумовлено помірним відновленням корпоративного кредитування (на 3,7 % у річному вимірі). Після масштабної реструктуризації заборгованостей кредити юридичних осіб у гривні зросли на 21,6 %, а в іноземній валюті скоротилися на 20,7 %. Загалом, частка банківського кредитування у ВВП країни за останні два роки зменшилась на 22,4 %, (див. табл.).

Тим часом обсяг запозичень фізичних осіб продовжував скорочуватися, що не дивно з огляду на високі відсоткові ставки і консервативно обережну кредитну політику банків. Частка депозитів у ВВП країни за останні два роки зменшилась на 9,2 %, (див. табл.).

Отож, роздрібні кредити у гривні знизилися на 4 %, а в іноземній валюті різко скоротилися аж на 19,1 % порівняно з попереднім роком. Співвідношення кредитів до депозитів знизилося до 126,8 % зі 138,1 %, що свідчить про зростання ліквідності банківського сектору.

Дія валютного каналу полягає в тому, що у разі зниження внутрішніх відсоткових ставок, що є наслідком збільшення грошової маси, попит на національну валюту зменшується, що призводить до зниження курсу національної валюти, а отже, до зростання чистого експорту і сукупного попиту.

Валютно-курсова політика України упродовж 2016 – на початку 2017 рр. формувалася під негативним впливом несприятливої зовнішньої кон'юнктури на основні експортні позиції. Це провокувало зниження пропозиції валюти на міжбанківському ринку за збереження попиту на валюту з боку імпортерів та, значно меншою мірою, населення. За 2016 р. курс гривні знизився з 24,00 грн/дол. США станом на 1 січня 2016 р. до 27,19 грн/дол. США станом на 1 січня 2017 р. Натомість у перші місяці поточного року динаміка курсу була позитивною, унаслідок чого станом на 1 липня 2017 р. курс гривні зміцнився до позначки 26,10 грн/дол. США (NBU, 2017).

Подальші дії НБУ у сфері забезпечення курсової стабільності гривні мають передбачати:

- введення додаткових економічних нормативів НБУ, а саме: нормативу максимального розміру валютних кредитів у структурі кредитного портфеля банків, який потрібно розраховувати щомісячно щодо кожного банку окремо та не повинен перевищувати 50 % наданих банком кредитів станом на звітну дату; нормативу максимального розміру валютних зобов'язань у структурі залучених коштів, який потрібно розраховувати щомісячно по кожному банку окремо та не повинен перевищувати 50 % основної суми всіх залучених банком коштів станом на звітну дату;

- забезпечення збалансованої валютної структури банківських кредитів і депозитів унаслідок забезпечення у середньотерміновій перспективі рівня доларизації кредитного та депозитного портфеля банківської системи на рівні, нижчому за 40 %, що відповідає концептуальним засадам Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 р.;
- стимулювання своєчасного повернення в Україну валютних коштів підприємств-експортерів, передусім – шляхом поетапного зниження норм обов'язкового продажу їх виторгу: на першому етапі – від 50 до 25 %, на другому етапі – від 25 до 0 %, посилення штрафних санкцій за несвоєчасне надходження валюти в Україну;
- накопичення міжнародних резервів до рівня 20,0 млрд дол. США на кінець 2017 р. та 27,1 млрд дол. США – на кінець 2018 р., 25,7 млрд дол. США – на кінець 2019 р., реалізація політики їх раціонального використання, здійснення операцій переважно купівлі валюти на безготівковому ринку, що має стати додатковим чинником повернення довіри до гривні та стабілізації її курсу;
- оперативне ухвалення законопроекту, що розробляє НБУ, з робочою назвою "Про іноземну валюту", на заміну ухваленого ще в лютому 1993 р. Декрету "Про систему валютного регулювання та валютного контролю". Це дасть змогу учасникам ринку (імпортерам, експортерам, зовнішнім інвесторам, фізичним особам) формувати валютну стратегію в межах чітких довготермінових правил;
- ухвалення сучасної системної законодавчої бази про валютні деривативи, що дасть змогу активніше використовувати в Україні наявні інструменти валютного ринку (свопи, ф'ючерсні та форвардні контракти) та стимулює розбудову його повноцінної інфраструктури.

Дія грошового каналу характеризується безпосереднім впливом пропозиції грошей на стан грошового ринку та рівень цін в економіці. Критерієм дієвості грошового каналу є дотримання встановлених темпів приросту грошової бази, а також пропорцій зростання грошової маси.

Збільшення грошової бази з кінця 2013 р. було наслідком інфляційних процесів та загального падіння економіки. Високі облікові ставки, які знизили кредитування вітчизняних підприємств в умовах падіння купівельної спроможності, зумовили фінансовий голод підприємств. Водночас Уряд для підтримки розрахункових операцій почав нарощувати грошову масу, яка на макrorівні конвертувалася в дефіцитну іноземну валюту, знецінюючи вітчизняну. Саме в 2014 р. відбулось істотне збільшення грошової маси в розмірі + 38,7 млрд грн, що мало відкладений кумулятивний ефект. Його результатом (як одного з чинників) стала висока інфляція: за 2014 р. – 24,9 %, за 2015 р. – 43,3 %. До причин цього потрібно віднести рефінансування банків у 2014 р. – 222,26 млрд грн.

Із запровадженням інфляційного таргетування роль цього каналу буде зменшуватися, оскільки операційним орієнтиром грошово-кредитної політики стане відсоткова ставка.

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

Наявність негативних очікувань економічних агентів може бути причиною порушення в роботі трансмі-

сійного механізму, зниження впливу інструментів грошово-кредитного регулювання, що може спричинити значне відхилення фактичних значень від цільових показників монетарної політики. Про наявність у суб'єктах економіки негативних очікувань певною мірою можуть свідчити й такі показники, як зростання швидкості обертання грошей, збільшення частки кредитів і депозитів, виданих в іноземній валюті, значна питома вага готівки у структурі грошової маси тощо.

У розвинених країнах питома вага готівки у складі грошової маси становить від 5 до 10 %. В Україні, через зниження довіри до банківської системи та низькі доходи населення, високу інфляцію та стрімкий економічний спад, 29 % грошової маси обертається поза банками і не контролюється банківською системою, а отже – не може бути використано для розвитку національної економіки.

Грошовий агрегат M1 містить гроші поза банками й вклади економічних суб'єктів в національній валюті, що можуть бути використані у будь-який час. Співвідношення M1/M3 має тенденцію до збільшення впродовж останніх трьох років від 42 % до 48 %. Це є негативним явищем і свідчить про те, що на сьогодні країна має низький рівень кредитних ресурсів (табл.).

Тенденція до збільшення доларизації депозитів свідчить про недовіру до банківської системи України. Доларизація депозитів на 01.01.2017 р. збільшилась на 6,3 % порівняно з 2012 р., а доларизація кредитів за аналогічний період збільшилась на 15 %.

Висновки. На сьогодні в Україні трансмісійний механізм грошово-кредитної політики працює недостатньо ефективно, про що свідчить слабкий зв'язок між монетарними заходами центрального банку та динамікою розвитку фінансового ринку і реального сектору. Це зумовлено тим, що досі в грошово-кредитній політиці України використовували режими таргетування грошових агрегатів і валютного курсу.

Перспективним напрямом у сфері вдосконалення функціонування трансмісійного механізму в Україні може стати: подальша орієнтація на режим інфляційного таргетування, що забезпечив багаторазове уповільнення темпів цінового зростання протягом 2016 р. та перехід до однозначного (менше ніж 10 %) рівня інфляції у 2017 р.; подальша розбудова первинного і вторинного ринку державних цінних паперів; розвиток ринку міжбанківських кредитів (включно з публікацією прогнозу ліквідності банківської системи загалом); розвиток ринку деривативів; подальший розвиток та лібералізація валютного ринку внаслідок остаточного скасування адміністративних обмежень та розвитку інструментів хеджування; перезавантаження банківської системи шляхом: завершення процесу докапіталізації банків, обмеження банківських операцій з пов'язаними особами, надійного законодавчого забезпечення прав кредиторів, інвесторів, споживачів і відновлення довіри до фінансової системи.

Перелік використаних джерел

- Andrushchak, Ye. M., & Khar, V. S. (2011). Transmissiyni mekhanizm hroshovo-kredytnoi polityky v Ukraini [Transmission mechanism of monetary policy in Ukraine]. *Scientific Bulletin of UNFU*, 21(6), 106–113. [in Ukrainian].
- Dziubliuk, O. V. (2012). Perspektyvy optymizatsii transmissiynykh mekhanizmiv hroshovo-kredytnoi polityky v period kryzovykh

- yavyslyshch na finansovykh rynkakh [Prospects for Optimization of Transmission Mechanisms of Monetary Policy in the Period of Crisis in the Financial Markets]. *Finansy, oblik i audyt*, 19, 55–64. [in Ukrainian].
- Mishchenko, V. I., Somyk, A. V., & Lysenko, R. S. (2010). *Osoblyvosti dii transmissiynoho mekhanizmu hroshovo-kredytnoi polityky v umovakh kryzy* [Features of the Transmission Mechanism of Monetary Policy in the Crisis]. Kyiv: Tsentr naukovykh doslidzhen NBU, UBS NBU. 96 p. [in Ukrainian].
- NBU (2016). *Richnyi zvit Natsionalnogo banku Ukrainy za 2016 r.* [Annual report – National Bank of Ukraine for 2016]. Retrieved from: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58023. [in Ukrainian].
- NBU (2017). *Inflatsiynyi zvit. Lypen 2017 r.* [Inflation report. July 2017]. Retrieved from: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=51889286>. [in Ukrainian].
- Nikolaichuk, S. (2017). *Realizatsiia rezhymu inflatsiynoho tarhetuvannia v Ukraini*. Kyiv: Natsionalnyi bank Ukrainy. Retrieved from: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=49122259>
- NISD (2017). *Analitichna dopovid do Shchorichnogo Poslannia Prezydenta Ukrainy do Verkhovnoi Rady Ukrainy "Pro vnutrishnie ta zovnishnie stanovyshche Ukrainy v 2017 rotsi"* [An analytical report to the Annual Address of the President of Ukraine to the Verkhovna Rada of Ukraine "On the Internal and External Situation of Ukraine in 2017"]. Kyiv: NISD. 928 p. Retrieved from: www.niss.gov.ua/catalogue/33/. [in Ukrainian].
- Slipchenko, T. O. (2011). *Napriamky optymizatsii monetarnoi transmissii za umov tranzytyvnoi ekonomiky* [Directions of optimization of monetary transmission in the conditions of a transitive economy]. *Scientific Bulletin of UNFU*, 21(18), 250–255. [in Ukrainian].

Н. П. Дребот

Львовский учебно-научный институт ГВУЗ "Университета банковского дела", г. Львов, Украина

ВЛИЯНИЕ МОНЕТАРНОГО ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА НА МАКРОЭКОНОМИЧЕСКУЮ СТАБИЛЬНОСТЬ В УКРАИНЕ

Определено понятие трансмиссионного механизма. Рассмотрены основные каналы механизма трансмиссии. Обосновано, что изменения в предложении денег влияют на деловую активность, и реализуются через передаточный механизм денежно-кредитной политики. Проанализированы макроэкономические и монетарные показатели в Украине на протяжении 2011–2016 гг. Необходимым условием обеспечения макроэкономической стабильности является построение эффективного механизма монетарной трансмиссии, который обеспечивает передачу соответствующих импульсов монетарного регулирования в реальный сектор экономики. Исследована значимость учетной ставки НБУ как основного индикатора процентного канала трансмиссионного механизма. Проанализировано действие кредитного, денежного каналов и канала ожиданий на состояние денежного рынка и развитие реального сектора экономики. Обоснованы направления обеспечения курсовой стабильности для эффективного действия валютного канала трансмиссионного механизма. Предложены пути совершенствования действия каналов механизма трансмиссии путем дальнейшей ориентации на режим инфляционного таргетирования, развитие первичного и вторичного рынков государственных ценных бумаг, дальнейшее развитие и либерализацию валютного рынка.

Ключевые слова: денежно-кредитное регулирование; процентный канал; кредитный канал; валютный канал; денежный канал; канал ожиданий.

N. P. Drebot

Lviv Educational and Research Institute of Banking University, Lviv, Ukraine

THE IMPACT OF THE MONETARY TRANSMISSION MECHANISM ON MACROECONOMIC STABILITY IN UKRAINE

The ability of changes in money supply to influence business activity is realized through the transfer mechanism of monetary policy. The purpose of the study is to reveal the theoretical foundations of the transmission mechanism of monetary regulation and the key channels for its implementation to ensure economic growth. The effect of the interest rate channel is that the change in monetary policy, primarily through the official discount rate, directly affects the short-term rates on the financial market, and through the yield curve – the long-term rates. The credit channel reflects the impact of the central bank's monetary policy on the availability of resources on the credit markets, primarily because of the volatility of the free reserves of the banking system. The action of the currency channel is that, in the event of a decrease in domestic interest rates resulting from an increase in money supply, the demand for the national currency decreases, which leads to a decrease of the national currency, and as a result, to the growth of net exports and aggregate demand. The action of the money channel is characterized by the direct influence of the money supply on the money market and the level of prices in the economy. The channel of expectations characterizes the impact of monetary policy changes on the expectations of economic agents concerning future prices and the macroeconomic situation and, accordingly, their decisions on volumes of consumption, savings and investments. The perspective direction in the field of improving the functioning of the transmission mechanism in Ukraine may be the further orientation towards the mode of inflation targeting, rebooting the banking system.

Keywords: monetary regulation; percentage channel; credit channel; currency channel; cash channel; channel of expectations.