

## **РОЗДІЛ 3**

# **РОЛЬ МЕХАНІЗМУ МОНЕТАРНОЇ ТРАНСМІСІЇ У ЗДІЙСНЕННІ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ**

### **3.1. ІНФЛЯЦІЙНІ КАНАЛИ У СТРУКТУРІ МОНЕТАРНОЇ ТРАНСМІСІЇ**

Особливості грошово-кредитної політики, її роль і значення для економіки великою мірою залежать від форми і дієвості причинно-наслідкових зв'язків між макроекономічними показниками. Точна оцінка моделей взаємовпливу грошової маси, випуску та інфляції є необхідною умовою ефективного монетарного управління.

Сьогодні загально визнаною є точка зору, відповідно до якої центральний банк як регулятор сфери грошового обігу має можливість управління вартістю національних грошей, що знаходить конкретне відбиття в цінах товарів і послуг, курсах валют і цінних паперів тощо. При цьому рівень реального виробництва є в даному процесі визначальним вектором, що задає напрямок і розміри необхідних грошових ін'єкцій і вилучень. Загальне правило може бути сформульоване таким чином: грошова пропозиція повинна бути такою, щоб не перешкоджати підвищенню рівня виробництва, але в той же час не сприяти прискоренню зростання цін [83, с. 20].

В управлінні грошовою пропозицією центральний банк виявляється “затиснутим між двома механізмами”. Нижній рівень збільшення грошової маси обумовлений зростанням економіки (реального й фінансового секторів), а верхній – припустимим рівнем інфляції. В умовах запровадження інфляційного таргетування первинним стає контроль цінової динаміки, тоді як факторами впливу на економічне зростання більшою мірою виявляються засоби інвестиційної та бюджетної політики уряду.

Структура взаємозв'язків ключових параметрів грошово-кредитного ринку і реального сектора, що одержала назву “механізм грошової трансмісії”, є широко розповсюдженим предметом сучасних теоретичних й емпіричних досліджень.

Вперше даний термін вжив Дж. Кейнс, який називав так систему змінних, через яку пропозиція грошей впливає на економічну активність. Послідовники Кейнса вивчають вплив грошової пропозиції на економічну діяльність за допомогою структурних моделей, що відображають функціонування економіки, у вигляді системи рівнянь, які

описують поведження фірм і споживачів у різних секторах національного господарства. Ці рівняння характеризують канали, якими здійснюється вплив грошово-кредитної політики.

У рамках монетаристського аналізу дослідники не ставлять собі завдання показати, за допомогою чого грошова пропозиція впливає на економіку. Ефекти грошово-кредитної політики вивчаються шляхом перевірки тісноти зв'язку змін пропозиції грошей і валового випуску (або сукупних витрат). Опираючись на скорочений спосіб доказу, монетаризм розглядає економіку як “чорну скриньку”, усередині якої проходять невідомі процеси [85, с. 21]. Таким чином, у монетаристській теорії трансмісійний механізм як такий відсутній. Із часом економісти перестали розглядати грошову пропозицію як головну детермінанту макроекономічних змін, включаючи ціни. Місце грошового таргетування стало поступово займати пряме таргетування інфляції. Із цієї причини тепер трансмісія грошово-кредитної політики визначається як механізм, за допомогою якого застосування інструментів центрального банку впливає на економіку в цілому й інфляцію зокрема [85, с. 20].

Структура трансмісійного механізму складається з каналів, що являють собою своєрідні ланцюжки макроекономічних змінних, по яких передається імпульс змін, генерованих монетарною владою за допомогою інструментів грошово-кредитної політики. В економічній літературі немає єдності із приводу структури трансмісійного механізму й набору належних йому каналів. Проте можна виділити дві характерні риси, властиві всім теоріям трансмісії. Перша риса стосується здатності центрального банку регулювати пропозицію фінансових активів, за якими не існує субститутів, “зовнішніх грошей”, як їх іноді називають. Здійснюючи операції на відкритому ринку, монетарна влада впливає на ліквідність банківської системи й процентні ставки, що дозволяє контролювати ціни на широкий спектр фінансових активів, як внутрішніх, так й іноземних.

Друга загальна риса теорій трансмісії – номінальні “якорі” в національній економіці, які перешкоджають миттєвому коректуванню цін. Основними такими “якорями” є “жорсткі” товарні ціни, негнучка заробітна плата й недосконалість фінансового сектора, що обмежують доступ домогосподарств на фінансові ринки країни. Головними причинами жорстких цін і негнучкої заробітної плати є неявні і явні контракти, “уповільнені витрати” й “перегин кривої попиту”, а джерелом недосконалостей фінансового сектора – нездатність домогосподарств негайно коригувати структуру своїх заощаджень у відповідь на економічні шоки.

Імпульс змін, переданих економіці грошово-кредитною політикою, має три фази впливу. На першому етапі інструмент центрального банку діє на ринкові процентні ставки й валютний курс. У другій фазі відбувається корекція цін на фінансові активи, що позначається на витратах домогосподарств і підприємств. Зміни, що відбулися в реальному секторі, повертаються до фінансової системи через зміни у структурі балансу позичальників. Починається другий етап корекції ринкових процентних ставок. На третій фазі спостерігається макроекономічна адаптація: зміна темпів економічного зростання і безробіття, що індукує перерахування цін і заробітної плати.

Як підсумок, національне господарство переходить до нової економічної рівноваги.

Можна виділити декілька шляхів, через які у другій фазі трансмісії імпульс грошово-кредитних змін впливає на сукупний попит. Ці шляхи і є каналами трансмісійного механізму. Таких каналів в економічній теорії виділяється декілька: канал процентної ставки, канал добробуту, кредитний канал, канал валютного курсу, монетаристський канал.

При виборі стратегії монетарної політики центральний банк перш за все вирішує, що саме він обере як кінцевий цільовий орієнтир: економічне зростання чи стабільність цін. Оскільки Національний банк України планує переходити до застосування стратегії прямого таргетування інфляції в монетарній політиці, то зупинимось детальніше на структурі трансмісійного механізму її впливу саме на інфляцію.

Першим і основним каналом є сукупний попит, який тісно пов'язаний із рівнем внутрішніх цін. Передавальний механізм передбачає вплив інструментів грошової політики на ВВП в основному саме через сукупний попит. Важливо, що ВВП при цьому є поточним, а попит розглядається у короткостроковому та середньостроковому періоді. Проте існує також і потенційний ВВП, на який впливають немонетарні чинники. Він залежить від кількості та продуктивності факторів виробництва. Їх дуже важко прогнозувати та оцінити, особливо якщо в економіці відбуваються структурні перебудови у виробничій сфері. В умовах перебудови економіки складним також є і вимірювання фактичних обсягів виробництва. Внаслідок великої частки неформальної (тіньової) економіки, яка не відображається у офіційному документообороті, різниця між вищезначеними показниками може досягати бути значною [46, с. 85].

Розрив між показниками поточного та потенційного ВВП, доповнений безпосереднім зростанням сукупного попиту, може призвести до інфляційних процесів у країні. Таке явище пояснюється збільшенням

обсягів виробництва і відповідним зростанням виробничих витрат, а також попитом, який дозволяє виробникам підвищувати ціни [57, с. 36].

Канал виробничих витрат є логічним продовженням попереднього. Він діє через заробітну плату, а також витрати на імпортні матеріали. Девальвація національної валюти веде до збільшення цін на імпортовану сировину та готові вироби. До того ж вона зменшує обсяг реальної заробітної плати та викликає необхідність її підвищення.

Особливе місце серед інфляційних каналів передачі монетарних імпульсів займає канал очікувань. Його дія є непередбачуваною та багато у чому залежить від ступеня довіри до дій центрального банку. Так будь-яке підвищення інфляційних очікувань, викликане, наприклад, ослабленням антиінфляційної політики держави, призведе до різкого збільшення ділової активності та відповідно – до зростання внутрішніх цін.

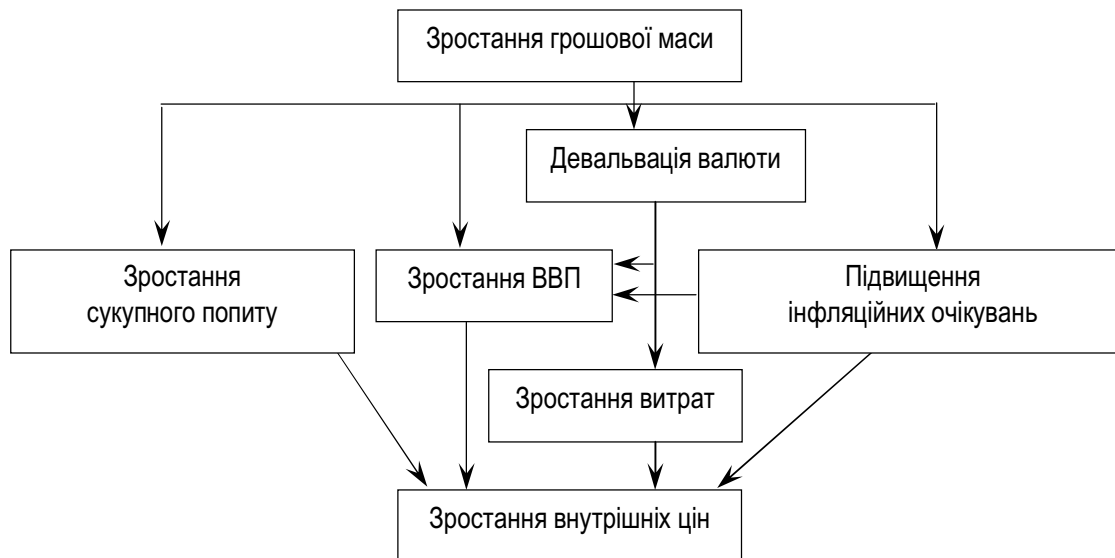
Серед найвагоміших шляхів впливу монетарного управління на реальний сектор економіки необхідно виділити канал валютного курсу. Валютний курс є ключовим елементом моделей грошово-кредитної політики у відкритій економіці. У його роботі задіяний непокритий паритет процентних ставок. Піднімаючи внутрішню процентну ставку щодо іноземної, центральний банк провокує зростання форвардного валютного курсу. Зміцнення місцевої валюти неминуче приводить до скорочення чистого експорту та сукупного попиту.

Зростання курсу національної валюти може впливати на сукупні витрати в економіці двома шляхами: через балансовий ефект для фінансових посередників і підприємств та ефект зміни відносних цін [17, с. 11].

Ефект зміни відносних цін проявляється у падінні попиту на вітчизняні товари та послуги, які стають дорожчими порівняно з імпортом, що і змінює сукупний попит в економіці. Балансовий ефект зростання валютного курсу пов'язаний із присутністю у балансі організацій та підприємств зобов'язань в іноземній валюті. Якщо такі зобов'язання не покриваються на 100 % за рахунок активів у іноземній валюті, зростання курсу може викликати зміну власного капіталу та витрат на обслуговування цих зобов'язань, а це, у свою чергу, вплине на витрати та позики.

У деяких країнах, де національне господарство багато в чому є самодостатнім, і його модель близька до закритої економіки, канал валютного курсу найчастіше не береться до уваги.

Систематизувати канали трансмісії грошових імпульсів на рівень споживчих цін у країні можна таким чином (рис. 3.1).



**Рис. 3.1. Трансмісійний механізм впливу монетарної політики на внутрішній рівень цін**

Крім перерахованих, кожен центральний банк розробив свої власні специфічні канали, що враховують національні особливості економіки. Наприклад, у Франції інфляційний канал пояснює динаміку споживання з погляду ефекту Піга. У німецьку модель входить монетаристський канал, що передає імпульси змін через процентну ставку. Вона, у свою чергу, впливає на інфляцію через ціновий геп, що являє собою відхилення поточного рівня цін від рівноважного рівня цін відповідно до моделі “P-star”. Монетаристський канал, що враховується у моделі Європейського центрального банку, припускає, що інфляція в довгостроковій перспективі є грошовим феноменом. Зниження процентної ставки в моделі німецького Бундесбанку призводить до стискування агрегату М3, що викликає падіння цін у короткостроковому періоді. В італійській моделі існують також два додаткові канали: канал очікувань, що характеризує вплив змін у грошово-кредитній політиці на інфляційні очікування, а також портфельний канал, що описує ефект перерозподілу портфелів домогосподарств і підприємств.

### **3.2. ПРОБЛЕМИ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ В УКРАЇНІ**

Незважаючи на те, що питання оцінки впливу монетарної політики на реальний сектор економіки не є новим, комплексна оцінка трансмісійного механізму грошово-кредитної політики України на даний момент відсутня. Слід зазначити, що дана тема є недостатньо дослідженою в українсько- та російськомовній науковій економічній літературі в цілому. Однак існує чимало сучасних зарубіжних

досліджень різноманітних аспектів передавального механізму грошово-кредитної політики. Серед найвідоміших авторів, які здійснили вагомий внесок у розробку теоретичних та методологічних аспектів даної проблеми, можна виділити Ф. Мишкіна (F. Mishkin), Б. Бернанке (B. Bernanke), М. Гертлера (M. Gertler), Б. Фрідмена (B. Friedman), Д. Стіглиця (J. Stiglitz).

Такий дисбаланс пояснюється багатьма причинами. По-перше, необхідність проведення структурної перебудови національного господарства, непослідовність економічної політики, низький рівень розвитку фінансових ринків, а також істотна частка державного регулювання та інші особливості трансформаційного періоду вносять постійні зміни у характер взаємозв'язку макроекономічних показників. І хоча Україна визнана країною з ринковою економікою, зазначені фактори не втратили своєї актуальності. Це призводить до нестабільності часових лагів та каналів впливу монетарної політики на реальний сектор, що значно ускладнює адекватну оцінку передавального механізму.

По-друге, кількісна оцінка трансмісійного механізму економетричними методами, розробка відповідних структурних моделей вимагають наявності однорідних та достовірних статистичних даних, які у сучасних умовах, як правило, виявляються невисокої якості та найчастіше доступні лише на коротких проміжках часу. Все це значно ускладнює процес побудови комплексних моделей із високою точністю прогнозування.

По-третє, значна питома вага “тіньового сектора” призводить до того, що аналіз економічних процесів відбувається на основі експертних оцінок за відсутності офіційних даних. Проте операції у “тіньовому секторі” значно впливають на розвиток національної економіки і повинні бути враховані при оцінці передавального механізму.

Серед важливих індикаторів ефективності роботи передавального механізму виділяють ступінь монетизації економіки, тобто ступінь її насиченості грошима.

За умов недомонетизованої економіки спостерігається дуже знижена реакція макропоказників на монетарні імпульси. Причиною такого взаємозв'язку є тісна прив'язка величини коефіцієнта монетизації до ступеня розвитку економіки. Розглянемо даний механізм докладніше.

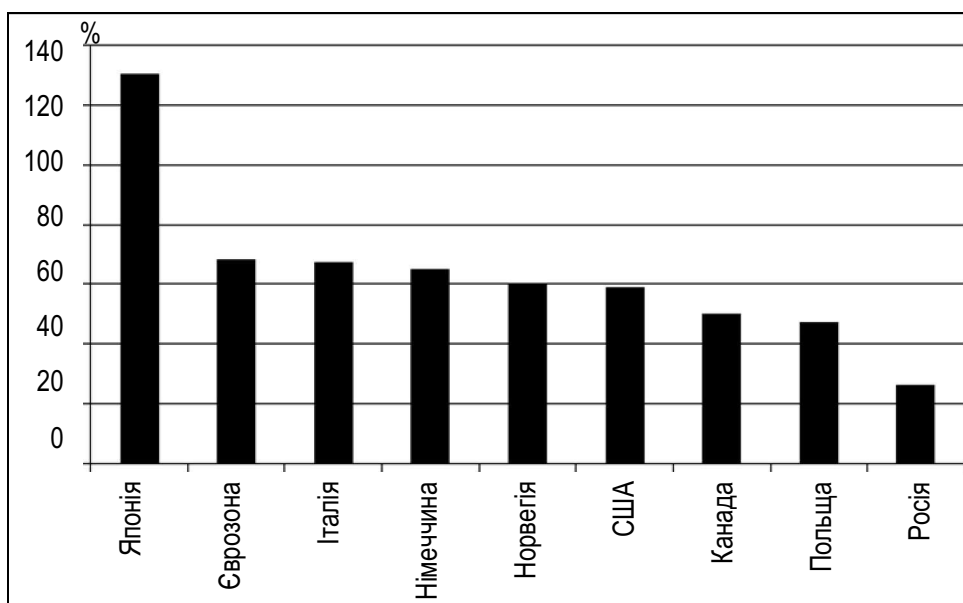
Зростання реального ВВП зумовлює підвищення рівня реальних грошових доходів та платоспроможного попиту населення. У свою чергу зростання купівельної спроможності веде до збільшення обсягу реальних витрат та зміни структури споживання: до зменшення питомої ваги витрат на товари постійного попиту. До того ж із збільшенням

добробуту населення зростає і обсяг довгострокових заощаджень. Все це зумовлює зміну структури попиту на гроші: відбувається відносне зниження попиту на готівку та відносне зростання попиту на безготівкові гроші у формі банківських вкладів до запитання та строкових депозитів у зв'язку із необхідністю накопичення значних сум для оплати товарів довгострокового користування та послуг. Питомою вагою готівки, яка має високу швидкість обертання, знижується у структурі широкої грошової маси, та, відповідно, зростає коефіцієнт монетизації економіки.

Отже, чим вищий ступінь насиченості економіки грошима, тим більша питома вага безготівкових грошей у структурі агрегату М3 і залежність суб'єктів господарювання та населення від заходів монетарного регулювання.

Згідно з результатами проведених досліджень реакція на монетарні імпульси у Польщі у 2002 р. була удвічі слабшою за відповідну реакцію ринку Великобританії у 1999 р. Водночас коефіцієнт монетизації польської економіки виявився набагато нижчим за коефіцієнт монетизації британської економіки [17, с. 8].

Рівень монетизації економік розвинутих країн на початку 90-х років ХХ ст. становив більше 50 % (рис. 3.2).



**Рис. 3.2. Рівень монетизації економіки розвинутих країн (М2/ВВП) [17]**

Розглянемо динаміку коефіцієнта монетизації в Україні у 1996-2006 рр. (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

**Грошова пропозиція та коефіцієнт монетизації в Україні  
у 1997-2006 рр.**

Показник	Рік									
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ВВП, млн. грн.	93 365	102 593	130 442	170 070	204 190	225 810	267 344	345 113	44 142	537 667
Грошова пропозиція (М3), млн. грн.	12 541	15 705	22 070	332 252	45 755	64 870	95 043	125 801	194 071	224 953
З них: М0	6 132	7 158	9 583	12 799	19 465	26 434	33 119	42 345	60 231	65 898
М1	9 050	10 331	14 094	20 762	29 796	40 281	53 129	67 090	98 573	107 711
М2	12 448	15 432	21 714	31 544	45 186	64 321	94 855	125 483	193 145	223 667
Рівень монетизації М0, %	6,6	7,0	7,3	7,5	9,5	11,7	12,4	12,3	14,2	12,2
Рівень монетизації М1, %	9,7	10,1	10,8	12,2	14,6	17,8	19,9	19,4	23,2	20,0
Рівень монетизації М2, %	13,3	15,0	16,6	18,5	22,1	28,5	35,5	36,4	45,5	41,6
Рівень монетизації М3, %	13,4	15,3	16,9	19,0	22,4	28,7	35,6	36,5	45,7	41,8

Наведені у таблиці 3.1 показники забезпеченості національної економіки грошовими коштами за період з 1997 по 2006 р. демонструють тенденцію до поступового зростання. Основою цього стало стабільне превалювання темпів зростання грошових агрегатів над темпами зростання ВВП, що разом з помірними темпами інфляції за цей період дозволяє говорити про високі абсорбційні властивості національної господарської системи щодо грошових ресурсів. При цьому нелінійний характер залежності змін показників монетизації від змін певних кількісних монетарних параметрів свідчить як про складність та багатофакторність процесів, які відбуваються у фінансовій сфері, так і про істотні перетворення у грошово-кредитних відносинах, які відбувалися у даний період [1]. Проте ми можемо спостерігати зниження показників монетизації економіки у 2006 році, що свідчить про зниження темпів зростання монетарних агрегатів.

Однак рівень монетизації економіки вважається достатнім тоді, коли коефіцієнт складає 70 % (або хоча б 60 %). В Україні на вересень



2006 року він становив 43,22 %. Потрібно зазначити, що заходи щодо утримання низького рівня коефіцієнта монетизації в Україні є вимушеними. За умови доведення у нинішніх умовах монетизації до оптимального значення НБУ своїми діями викликав би інфляцію приблизно 60 %.

Незважаючи на специфіку економічної ситуації та наявність значених факторів, які ускладнюють процес вивчення та аналізу трансмісійного механізму монетарної політики, зрозуміло, що процентний, кредитний та канал цін активів (включаючи валютний курс) діють, хоча і специфічно. Це підтверджують і результати досліджень, проведених за найпоширенішою у світі методикою оцінки дії каналів монетарної трансмісії – VaR-аналізу [20, с. 31].

Особливості функціонування процентного каналу в Україні пов'язані з використанням адміністративних важелів впливу, до складу яких входить і установлення обмежень на відсоткові ставки за кредитами та іншими процентними ставками грошового ринку. Така ситуація особливо була характерна для 90-х років ХХ ст., коли облікова ставка та рівень інфляції були основними факторами, на які спиралася процентна політика Національного банку, а норма обов'язкових резервів – основним інструментом регулювання грошового ринку. Сьогодні акценти змістилися на використання ринкових механізмів, які значно м'якше впливають на кон'юнктуру, а також є більш ефективними.

Крім того, вплив базової ставки рефінансування на економічну ситуацію у країні має специфічний характер. У промислово розвинутих країнах облікова ставка, як правило, є ставкою за тими операціями, які допомагають створювати найбільші обсяги грошової бази. Для української економіки залишається характерним домінування фіскальної політики над монетарними важелями управління, а облікова ставка є своєрідним індикатором стану монетарної сфери для учасників грошового ринку, які досить часто прив'язують до її динаміки процентні ставки за кредитами та депозитами, використовуючи метод “ставка рефінансування +”.

Канал кредитування відіграє важливу роль у процесі передачі монетарних імпульсів. Це пояснюється, у першу чергу, структурою та ступенем розвитку фінансового ринку. В Україні основним фінансовим посередником є банківський сектор, а отже, через нього перерозподіляється найбільша частина фінансових ресурсів. У такій ситуації можна говорити про обмеженість можливих джерел фінансування підприємств. Все це веде до того, що зміни у монетарній політиці сильніше впливають на пропозицію капіталу, а зміна умов кредитування – на реальний сектор економіки. У розвинутих країнах подібна ситуація характерна для малих та середніх підприємств, які мають обмежені можливості виходу на фінансові ринки. В Україні ж і великі підприємства стикаються

із проблемою залежності від банківських позик та умов кредитування, зважаючи на нерозвиненість фондового ринку.

Валютний канал, як правило, є одним із найважливіших шляхів передачі монетарного імпульсу у країнах з експортоорієнтованою економікою. З 2000 року в Україні було офіційно запроваджено режим плаваючого валютного курсу. Сьогодні він є одним із найважливіших індикаторів монетарної політики Національного банку, оскільки діє на інфляційні очікування господарюючих суб'єктів. Отже, валютний курс впливатиме на економічну ситуацію не тільки через сукупний попит та пропозицію, а ще й через очікування. Крім того, важливим є те, що національна грошова одиниця має прив'язку до американського долара, а це означає, що усі коливання курсу останнього також призводитимуть до змін у попиті на гроші. Висока відкритість економіки України говорить про значну залежність стану платіжного балансу від курсу, тому спостерігається свідоме заниження валютного курсу порівняно із паритетом купівельної спроможності.

Особливістю української моделі передавального механізму є також наявність каналу очікувань, що пояснюється низьким ступенем довіри до урядової та монетарної політики. Це провокує виникнення песимістичних очікувань та блокування стимулів до подальшого економічного зростання. Так, підвищення розрахункового рівня доларизації у 2006 році свідчить про посилення інфляційних та девальваційних очікувань, що були викликані підвищенням цін на газ. Результатом також можуть бути неадекватні реакції суб'єктів господарювання на коливання процентної ставки, а також непередбачувані зміни у її динаміці.

За цих умов перспективним напрямком роботи стає виявлення якомога більшої кількості окремих взаємозв'язків грошово-кредитних та макроекономічних змінних, що надалі дозволить побудувати гнучку модель трансмісійного механізму, яка могла б бути використана у практиці монетарного регулювання.