

Т.В. Медвідь

ТЕОРЕТИЧНІ ПІДХОДИ ДО ВИЗНАЧЕННЯ СУТНОСТІ І СТРУКТУРИ ПЕРЕДАВАЛЬНОГО МЕХАНІЗМУ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

У статті проведено дослідження існуючих теорій монетарної трансмісії, визначено підходи до розуміння сутності механізму передачі грошових імпульсів і структури каналів передачі монетарних імпульсів до реального сектору економіки.

Ключові слова: передавальний механізм монетарної політики, монетарні імпульси, грошово-кредитна політика.

Табл. 1. Рис. 3. Літ. 18.

Т.В. Медведь

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ОПРЕДЕЛЕНИЮ СУЩНОСТИ И СТРУКТУРЫ ПЕРЕДАТОЧНОГО МЕХАНИЗМА МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ

В статье проведено исследование существующих теорий монетарной трансмиссии, определены подходы к пониманию сущности механизма передачи денежных импульсов и структуры каналов передачи монетарных импульсов в реальный сектор экономики.

Ключевые слова: передаточный механизм монетарной политики, монетарные импульсы, денежно-кредитная политика.

T.V. Medvid

THEORETICAL APPROACHES TO DETERMINING ESSENCE AND STRUCTURE OF TRANSMISSION MECHANISM IN MONETARY POLICY

The article carries out the research concerning the existing theories of monetary transmission; the approaches to understanding the essence of the transmission mechanism for the monetary impulses and the structure of channels for monetary impulses into the real sector of the economy are determined.

Keywords: transmission mechanism of the monetary policy; monetary impulses; monetary policy.

Постановка проблеми. Запровадження нового режиму грошово-кредитної політики вимагає вивчення та розуміння макроекономічних зв'язків між цільовими змінними та інструментами впливу, тому таким важливим є вибір ефективної структури передавального механізму. Розуміння існуючих теоретичних підходів дозволяє створити оптимальну трансмісійну модель, врахувавши всі особливості конкретного економічного середовища. Дане дослідження пропонує розглянути існуючі теорії та визначити сутність і структуру механізму передачі монетарних імпульсів від грошово-кредитної влади до реального сектору економіки.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблематиці дослідження трансмісійного механізму присвячена велика кількість праць як зарубіжних, так і вітчизняних вчених, хоча слід зазначити, що ступінь вивченості передавального механізму грошово-кредитної політики у країнах постсоціалістичного табору значно поступається західному. Вагомий внесок у цій сфері зробили такі вчені, як Б. Бернанке [14], М. Гертлер [14], Ч. Гудхарт [13], А. Мелтцер [15], Ф. Мишкін

[6], С. Цечетті [11], і цей перелік можна продовжувати. Серед російських досліджень можна виділити праці О. Беленької [2], К. Корищенко [4], С. Мойсеєва [8], Р. Нурєєва [9]. Вітчизняні розробки у цій сфері належать Б. Адамик [1], О. Дзюблюку [3], Р. Лисенко [5], В. Міщенко [7], Т. Унковській [10] та іншим.

Мета дослідження. Дослідити сутність і структуру передавального механізму грошово-кредитної політики та виявити специфіку його функціонування у різних країнах.

Основні результати дослідження. Економічний зміст процесу передачі монетарних імпульсів трактується по-різному. Наприклад, економісти Європейського центрального банку (ЄЦБ) виділяють три етапи розвитку, які проходить імпульс змін, переданих економіці грошово-кредитною політикою. На першій фазі інструмент центрального банку впливає на ринкові відсоткові ставки і валютний курс. У другій фазі відбувається корекція цін на фінансові активи, що позначається на витратах домогосподарств і фірм. Зміни, які відбулися в реальному секторі, повертаються до фінансової системи через зміни в структурі балансу позичальників. Починається другий раунд корекції ринкових відсоткових ставок. Нарешті, протягом третьої фази відбувається макро-економічна адаптація: зміна темпів економічного росту й безробіття, що спричинює перерахування цін і заробітної плати. Національне господарство переходить до нової економічної рівноваги [3].

Банк Англії теж виділяє три стадії впливу імпульсу на реальний сектор, але вони відрізняються від європейського підходу (рис. 1).

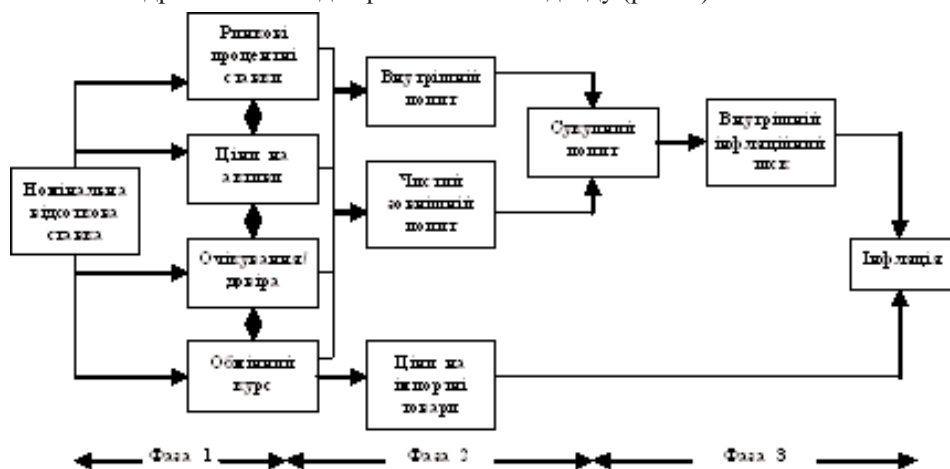


Рис. 1. Трансмісійний механізм монетарної політики за методикою Банку Англії [9]

На першому етапі зміни офіційної ставки відсотка викликають зменшення/збільшення ринкових ставок, цін активів, валютного курсу та очікувань. На другому – ці зміни через вплив на поведінку економічних агентів, і, відповідно, на складові внутрішнього та зовнішнього попиту діють на сукупний попит. Саме на цій фазі виділяють окремі канали впливу монетарної політики на реальний сектор. Нарешті третя фаза характеризується тим, що зміни у структурі та обсягах загального споживання відбиваються на ВВП та рівні

інфляції. Сила такого впливу буде залежати від рівня номінальної заробітної плати та стабільності цін [13].

Д. Айсрих розглядає двоетапний процес поширення грошово-кредитних хвиль. На першому рівні мова йде про прямий вплив інструментів монетарної політики (тобто змін номінальної відсоткової ставки чи монетарної бази) на умови фінансового ринку, які виражені у ринкових відсоткових ставках, вартості активів, валютному курсі, загальній ліквідності, а також доступності кредитів і кредитній політиці. Крім того, виокремлюються очікування економічних суб'єктів. А на другому – зміни фінансових умов призводять до змін у номінальному споживанні товарів і послуг домогосподарствами та фірмами. У довгостроковому періоді такі номінальні зміни не впливатимуть на реальний сектор економіки, а лише призведуть до зміщення рівня цін, проте у короткостроковому – дійсно можуть коригувати ділову активність [12].

Сьогодні серед економістів не має єдиної думки і щодо кількості та складу каналів трансмісійних механізмів кожної окремої країни. Це явище можна пояснити багатьма чинниками: історичними умовами розвитку, типом фінансової системи, що склалася, ступенем розвитку економіки, ступенем довіри до влади тощо. Кожна держава в особі її центрального банку будує свою модель передавального механізму зі специфічними каналами, яка б враховувала всі особливості економічного середовища (табл. 1). Проте можна виділити кілька загальних схем впливу.

Таблиця 1. Канали трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в моделях провідних центральних банків*

Центральний банк	Канали валютного курсу	Канали зміщення	Бувальний канал рефінансування	Базисний канал (депозити та торговельні надходження)	Канали ліквідності
Національний банк Бельгії	+	**	+	**	+
Німецький Бундесбанк	+	+	+	+	-
Банк Греції	+	+	+	-	-
Банк Іспанії	+	+	**	+	-
Банк Франції	+	+	**	+	-
Центральний банк Ірландії	+	+	**	-	+
Банк Італії	+	+	+	+	+
Центральний банк Люксембургу	+	+	+	-	+
Банк Нідерландів	+	+	+	**	**
Центральний банк Австрії	+	+	+	+	**
Банк Португалії	+	+	+	+	-
Банк Фінляндії	+	+	+	+	**
Європейський центральний банк	+	+	+	+	+

* розроблено за даними [18].

** специфічна робота каналу у даній країні.

+ канал входить у модель.

- специфічні особливості.

Канал відсоткової ставки традиційно вважається основним. Сьогодні його дію пропонують розглядати у двох фазах. На першій – зміни у відсотковій політиці центрального банку призводять до прямих змін короткостроково-

вих ринкових ставок. Через цей процес центральний банк має можливість значно впливати на кон'юнктуру грошового ринку і таким чином регулювати ринкові відсоткові ставки за короткостроковими борговими паперами. Зміни умов ринку іноді відбуваються як реакція на те чи інше рішення монетарної політики без часового лагу. Це явище виникає у тих випадках, коли політика центрального банку має високий ступінь довіри і миттєво сприймається суб'єктами ринку (рис. 2).

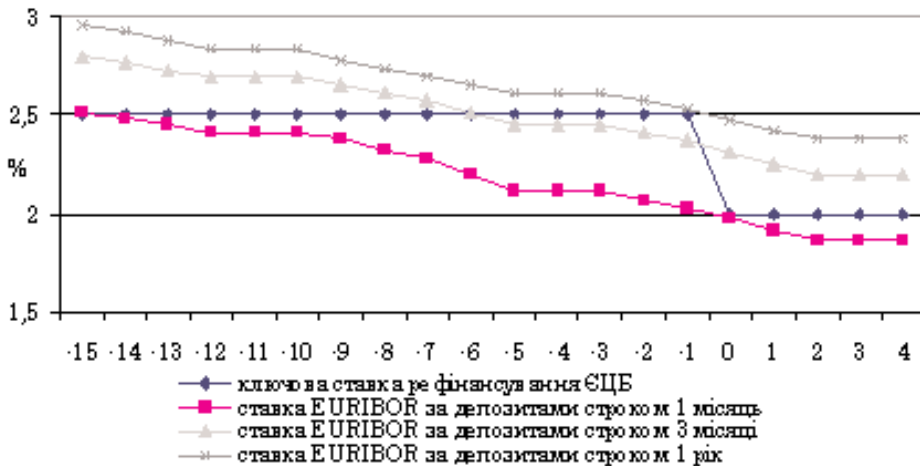


Рис. 2. Реакція середньозважених процентних ставок по банківських кредитах на зміну номінальної ставки ЄЦБ, розроблено за даними [17]

Потім відбувається коригування депозитної та кредитної політик банків, а також довгострокових ринкових ставок. Емпіричні дослідження, проведені у 2000 р. економістами ЄЦБ, показали, що у країнах із низьким та стабільним рівнем інфляції чутливість довгострокових відсоткових ставок до несподіваних змін номінальної ставки буде нижчою, ніж у країнах із високим рівнем інфляції. Необхідно зазначити, що, окрім політики центрального банку, рівень довгострокових ставок буде також залежати від таких показників, як ліквідність та інфляційна ризик-премія [12].

Ще одним важливим джерелом зміни умов фінансового ринку під впливом монетарних рішень є очікування. На першому етапі монетарна влада здійснює вплив на них, а на другому – скориговані очікування призводять до змін в економічних прогнозах домогосподарств і корпоративного сектору, що відповідно, змінює рішення про поточний рівень споживання та заощаджень, а також впливає на майбутню здатність до споживання. Інвестиційні рішення приймаються під впливом поточного та очікуваного рівня цін і визначають рівень майбутніх прибутків. Цінові рішення можуть залежати від очікуваного темпу зростання індексу інфляції, більше того, він відіграє провідну роль на ринку праці, оскільки впливає на майбутній одноразовий дохід домогосподарств та витрати компаній [8].

Зміна ринкових відсоткових ставок призводить до підвищення/зниження цін на фінансові та реальні активи, такі як акції, облігації та нерухомість. Їхня

ринкова вартість може розглядатись як дисконтована величина доходу, який вони принесуть у майбутньому. Його величина може змінюватись під впливом відсоткової ставки двома шляхами:

1. Коригування відсоткової ставки призведе до руху дисконтної ставки, яка використовується для визначення майбутньої вартості активів. Отже, рестрикційна політика ($i \uparrow$) веде до зменшення сьогоднішньої вартості майбутніх грошових потоків.

2. Майбутні грошові надходження знаходяться у прямій залежності від відсоткової ставки, оскільки її зміни впливають на фінансові витрати та оборот компанії. А зміни у прибутках можуть відобразитися на ринковій вартості акцій. Отже, зниження прибутків разом із підвищенням відсоткової ставки може спровокувати підвищення ризик-премії. Тобто вартість існуючих боргових цінних паперів зменшиться на її величину.

На другій (непрямій) фазі зміни в умовах функціонування фінансового ринку через певний проміжок часу викликають зміни у реальному секторі. Оскільки рівень відсоткової ставки є визначальним чинником, який впливає на вартість капіталу, підвищення банками та іншими кредиторами ставок за кредитами або борговими цінними паперами означатиме подорожчання інвестицій для компаній. Те саме можна сказати і про матеріально-виробничі запаси – вищі відсоткові ставки означають вищу їхню вартість і спонукають компанії заощаджувати на них.

Окрім впливу на інвестиційну складову ВВП, відсотковий канал також «вмикає» ефект заміщення, коли внаслідок підвищення ставки економічні суб'єкти втрачають стимули до споживання у поточний період, переносючи витрати у часі. Як наслідок, скорочується обсяг внутрішнього кредитування, номінальні грошові залишки й реальний сукупний попит. Канал буде працювати, якщо в економіці широко поширені споживчі кредити, кредитні карти та інші роздрібні фінансові послуги, призначені для споживачів товарів і послуг. Крім того, виникає «ефект доходу», тобто якщо домогосподарства є чистими боржниками, то вищі кредитні ставки означатимуть нижчий рівень доходу, а це також впливає на споживання, оскільки відбувається перерозподілення доходів від позичальників до тих, хто зберігає. Зазвичай кредиторами є пенсійні фонди та старше покоління, яке об'єктивно споживає менше, що і призводить до зменшення сукупних витрат. Ще одним наслідком дії каналу відсоткової ставки є «ефект добробуту», тобто регулюючи вартість фінансових активів, таких як акції та облігації, що найчастіше утворюють капітал економічних агентів, він також здійснює вплив на сектор приватного споживання.

Також практично усім моделям передавального механізму властивий ще один канал – кредитний. У теоретичній літературі виділяють два шляхи, якими можуть поширюватися монетарні шоки: канал банківського кредитування (вузький) та балансовий канал (широкий).

Перший базується на пропозиції тимчасово вільних кредитних коштів в економіці. Ідея каналу банківського кредитування полягає у зменшенні центральним банком обсягу резервів, які перебувають у розпорядженні комерційних банків, що змушує їх скоротити пропозицію кредитів. Після підвищення номінальної відсоткової ставки боргове навантаження корпоративного та приватно-

го секторів зростає, що збільшує кількість неповернених коштів у структурі банківських балансів. Це позначається на прибутковості установ, а також на їхній можливості продовжувати нарощування капіталу. Для того, щоб зберегти розмір основних фондів, банки змушені скорочувати обсяг кредитної пропозиції.

Крім того зростання короткострокових ринкових ставок зазвичай супроводжується зменшенням кількості депозитів-овернайт, що також скорочує обсяг кредитної пропозиції, особливо у тих випадках, коли банк не може легко замінити це джерело іншим. Найбільше від такої ситуації страждають маленькі компанії, які залежать від банківського фінансування, а також невеликі банки, які мають менше можливостей залучення додаткових ресурсів, та банки із нестабільним фінансовим станом.

Дія широкого каналу кредитування пов'язана із різницею у вартості внутрішніх і зовнішніх фінансових ресурсів. Теоретично при досконалому доступі до інформації ці витрати повинні бути однаковими. Хоча за умов існування інформаційної асиметрії, коли позичальник знає більше про ступінь ризикованості проекту, ніж кредитор, повинні бути передбачені додаткові кошти для зовнішнього фінансування. Зазвичай розмір такої ризик-премії залежить від фінансового стану потенційного боржника. У моделі, розробленій Б. Бернанке і М. Гертлером [14], активи служать забезпеченням кредитів, які видають як фірмам, так і домогосподарствам. Якщо кредитний ринок позбавлений недоліків (тобто ефективний), зниження цінності забезпечення ніяк не позначається на інвестиційних рішеннях. Однак за наявності інформаційних та агентських витрат зменшення цін на фінансові активи веде до росту відсоткової премії, виплачуваної позичальниками за зовнішнє фінансування, що, у свою чергу, призводить до зниження обсягу споживання та інвестицій. Зниження ринкової вартості фірми також провокує збільшення ступеня морального ризику. Власники стикаються із проблемою зменшення базового капіталу, що підштовхує їх до участі в проектах із високими ризиками. Відповідно зростає ймовірність того, що борги не повернуть, а отже, відбудеться звуження кредитної маси та інвестиційної активності.

Для відкритих економік ще одним каналом передачі змін від монетарної сфери до реальної є валютний курс. Якщо внутрішня номінальна відсоткова ставка буде вищою за зовнішню, збереження рівноваги на валютному ринку вимагатиме від внутрішньої валюти поступової девальвації для стимулювання попиту на державні боргові папери. Відповідно до теорії непокритого відсоткового паритету за такої політики відбудеться поступовий приток капіталу до країни внаслідок підвищення попиту на цінні папери. Зміна обмінного курсу призведе до збільшення/зменшення чистого експорту, а отже і сукупного попиту. Розглянемо такий вплив валютного курсу детальніше.

По-перше, зміцнення національної грошової одиниці викликає прямі зміни у цінах на імпортовані товари та послуги. І якщо ці товари безпосередньо використовуються для споживання, наслідком стане зменшення імпорتنих цін. Рис. 3 ілюструє тісний зв'язок між номінальним обмінним курсом і вартістю імпорتنих товарів на прикладі країн Єврозони.

Зрозуміло, що ціни на фінансові активи та товари залежать від багатьох чинників, окрім грошово-кредитних, і зміни валютного курсу часто прово-

куються саме ними. Як уже зазначалося вище, іноземні товари часом використовуються не для кінцевого споживання, а для подальшого виробництва. У такому разі менший рівень імпорتنих цін створює передумови для скорочення обсягів витрат компаній. А це через деякий проміжок часу може призвести до зменшення внутрішніх цін на кінцевий продукт. Ще один ефект, притаманний каналу валютного курсу – вплив на конкурентоспроможність вітчизняних товарів. Унаслідок зміцнення внутрішньої валюти товари національного виробника стають дорожчими для зовнішніх і внутрішніх споживачів, що може викликати скорочення попиту на них, та, відповідно, його підвищення на імпортовані товари та послуги. Сила впливу даного каналу визначається ступенем «відкритості» економіки та її залежності від зовнішньої торгівлі. Він завжди є менш важливим для відносно «закритих» країн порівняно із малими відкритими економіками і часто не береться до уваги.

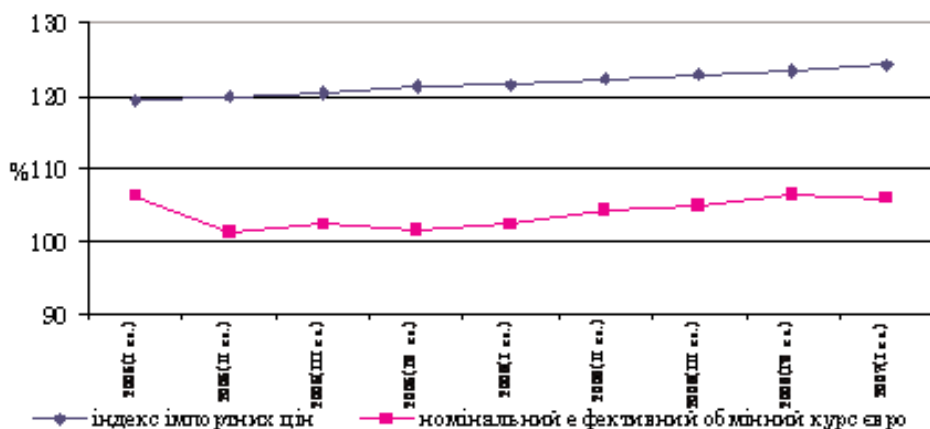


Рис. 3. Номінальний ефективний курс євро та індекс імпорتنих цін у Єросоюзі, розроблено за даними [17]

Висновки. Отже, сьогодні не існує єдиного підходу до визначення механізму передачі грошових імпульсів від монетарної влади до реального сектору. Кожен центральний банк будує власну модель, що пояснюється специфікою розвитку та функціонування конкретного економічного середовища. Але серед визначених трансмісійних механізмів є кілька, властивих практично всім економічним системам: відсотковий канал, кредитний канал, канал цін активів і канал валютного курсу. Для успішної реалізації цілей монетарного регулювання необхідним і пріоритетним завданням влади стає знаходження та розробка дієвих макроекономічних закономірностей та ефективного інструментарію управління.

1. Адамик Б.П. Національний банк і грошово-кредитна політика: Навч. посібник. – Тернопіль: Карт-бланш, 2002. – 278 с.

2. Беленькая О.И. Моделирование влияния монетарной политики Центрального Банка на динамику реальных инвестиций: Дис... канд. экон. наук: 08.00.13. – М., 2003. – 152 с.

3. Дзюблук О. Грошово-кредитний механізм регулятивного впливу Національного банку України на динаміку економічного розвитку // Журнал європейської економіки. – 2007. – №3. – С. 294–312.

4. *Корищенко К.Н.* Структурные факторы механизма денежной трансмиссии: тенденции и перспективы // Экономические науки.— 2005.— №2. — С. 7–25.
5. *Лисенко Р., Ніколайчук С., Солик А.* Монетарний трансмісійний механізм в Україні. — Стаття 2. Аналіз дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики // Вісник Національного банку України.— 2007.— №11. — С. 18–24.
6. *Мишкін Ф.С.* Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Пер. з англ. С. Панчишин, Г. Стеблій, А. Стасишин. — К.: Основи, 1998. — 963 с.
7. *Мищенко В., Солик А.* Монетарний трансмісійний механізм в Україні // Вісник Національного банку України.— 2007.— №7. — С. 24–27.
8. *Моисеев С.Р.* Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики // Бизнес и банки.— 2002.— №45. — С. 1–5.
9. *Нуреев Р.М., Сапьян М.Ю.* Состояние трансмиссионного механизма как фактор готовности к переходу к политике инфляционного таргетирования // Экономический вестник Ростовского государственного университета.— 2008.— Т. 6.— №1. — С. 18–26.
10. *Унковська Т.* Взаємозв'язок процентних ставок у контексті монетарної трансмісії та оптимізації політики рефінансування // Вісник Національного банку України.— 2005.— №4. — С. 35–38.
11. *Cecchetti S.* Legal structure, financial structure and the monetary policy transmission mechanism // National Bureau of Economic Research. Working paper.— 1999.— №7151. — P. 1–3.
12. *Eissrich D.* Transmission of monetary policy: lectures. University of applied science of the Deutsche Bundesbank. — 2007. — 50 p.
13. EMU and the MTM. Executive summary. — Charles Goodhart, 2003
14. *Gertler M., Bernanke B.* Monetary Policy and Asset Price Volatility. NBER Working Paper No. W7559 // papers.ssrn.com.
15. *Meltzer A.H.* Monetary, Credit (and Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective // Journal of Economic Perspectives.— 1995.— Vol. 9, No. 4. Pp. 48–72.
16. *Peter N.* The monetary transmission mechanism. Ireland Boston College and NBER Working Paper No. WP628, October 2005 // fmwww.bc.edu.
17. Statistical Data Warehouse // sdw.ecb.europa.eu.
18. Working paper №94 December 2001 // www.ecb.int.

Стаття надійшла до редакції 26.06.2009.

Медвідь, Т.В. Теоретичні підходи до визначення сутності і структури передавального механізму монетарної політики [Текст] / Т.В. Медвідь // Актуальні проблеми економіки. — 2009. — №11(101). — С. 200–207.