

**О.В. Кліщук**

магістр Інституту магістерської та післядипломної освіти  
Університету банківської справи НБУ  
Науковий керівник: к.е.н., доцент,  
заступник директора Центру наукових  
досліджень НБУ **Слав'янська Н. Г.**

## СВІТОВИЙ ДОСВІД ТРАНСФОРМАЦІЇ ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ

**Анотація.** У статті розглянуто еволюцію світового досвіду застосування трансмісійного механізму при подоланні регулятором макроекономічних шоків. Висвітлено нові інструменти грошово-кредитної стратегії світових центральних банків у відповідь на дефляційні очікування та сек'юритизацію фінансового ринку. За результатами дослідження наведено найчутливіші залежні змінні трансмісійного механізму, що стануть характерними після переходу Національним банком України до режиму інфляційного таргетування.

**Ключові слова:** гнучкий режим курсоутворення, трансмісійний механізм, авторегресійна модель, сек'юритизація, дефляційні очікування, валютні інтервенції, бонди суверенного боргу, операції репо.

### МИРОВОЙ ОПЫТ ТРАНСФОРМАЦИИ ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА

### WORLD EXPERIENCE IN TRANSFORMING OF TRANSMISSION MECHANISM

**Аннотация.** В статье рассмотрено эволюцию мирового опыта в использовании трансмиссионного механизма для преодоления регулятором макроэкономических шоков. Освещены новые инструменты денежно-кредитной стратегии мировых центральных банков в ответ на дефляционные ожидания и секьюритизацию финансового рынка. За результатами исследования представлено наиболее чувствительные зависимые переменные трансмиссионного механизма, что станут характерными после перехода Национальным банком Украины к режиму инфляционного таргетирования.

**Ключевые слова:** гибкий режим курсообразования, трансмиссионный механизм, авторегрессионная модель, секьюритизация, дефляционные ожидания, валютные интервенции, бонды суверенного долга, операции репо.

**Abstract.** The article considers the world experience evolution of using transmission mechanism for avoiding macroeconomic shocks by conducting Central banks policy. Have been disclosed new instruments of the monetary strategy of world Central banks in confronting to deflation expectation and financial market securitization. In a result would be shown most sensitive internal variables of transmission mechanism suitable after introduction of inflation targeting regime in National bank of Ukraine policy.

**Key words:** flexible currency rate regime, transmission mechanism, autoregression model, securitization, deflation expectation, currency intervention, sovereign debt bonds, repo operation.

**Вступ.** У час посилення нестабільності на валютному ринку та одночасного переходу України до гнучкого режиму курсоутворення гривні, питання стабілізації інфляції на рівні стійкого економічного зростання набирає нового значення у контексті вибору інструментів регуляції. Тому Національний банк України обрав курс імплементації режиму інфляційного таргетування до 2015 року, що ставитиме вимогу обмежувати у монетарній політиці адміністративні інструменти регуляції на користь ринкових і гнучкіших методів трансмісійного впливу. Звідси постає завдання оцінити світовий досвід процентної трансмісії фінансового ринку через вивчення еволюції нових гібридних інструментів поповнення ліквідності фінансовими установами та зробити висновки щодо можливості їх впровадження на українському фінансовому ринку.

На сьогодні Центральні банки розвинених країн і країн, що розвиваються, при формуванні дієвого трансмісійного механізму зазнають серйозних викликів з боку генерації нових синтетичних інструментів глобального ринку похідних цінних паперів, що значно змінило структуру монетарної трансмісії. З'явилася проблема у досягненні чутливості залежних макрозмінних (ВВП, інфляція) до встановлених регулятором грошово-кредитних цілей. Панівним каналом впливу монетарної політики залишається і дотепер процентний канал, проте наразі він зазнає змін у площині очікувань банківського сегменту щодо інтенсифікації фінансово-інноваційного процесу на кредитному ринку та ринку капіталів.

Прихід сек'юритизації та вдосконалення можливостей депозитних корпорацій трансформувати кредитний ризик у дефолтні свопи призвели до надмірно ризикової політики банків у питанні поповнення власної ліквідності. Тому в роботі Європейського Центрального банку вже можна знайти нову модифікацію трансмісійного каналу як канал кредитного ризику [1, с. 86].

Проблематика трансмісійного механізму ґрунтовно досліджена в працях таких вітчизняних учених, як Міщенко В. І., Мороз А. М., Науменкова С. В., Савлук М. І., Сомік А. В., Стельмах В. С., які продемонстрували найсуттєвіші трансмісійні зв'язки у монетарному механізмі в Україні. Вони зазначали, що згідно української практики переважаючою силою володіє канал валютної трансмісії, хоча при переході до режиму інфляційного таргетування магістральним завданням стане переорієнтація монетарного механізму в напрямі процентного каналу. У зарубіжній науковій спільноті проблема монетарної трансмісії була висвітлена Дж. Цетельмейером (Zettelmeyer), Р. Рігобомом (Rigobon), Б. С. Бернанке, Дж. Фаустом і К. Катнером щодо чутливості цін на нерухомість у відповідь на зміни процентної ставки, в якій опосередковано визнали значущість валютного каналу у досягненні цінової стабільності [2]. Також Бен Бернанке наголошував у своїх працях на еластичності реакції фондового ринку на монетарну політику регулятора, що звичайно пояснюється вагомою часткою операцій репо у емісії Федеральної резервної системи [3].

**Постановка завдання.** З'ясувати і знайти найвагоміші передавальні механізми процентного каналу трансмісії з огляду на сучасні проблеми глобального фінансового ринку та спираючись на досвід світових Центральних банків розробити пропозиції для України щодо імплементації нових монетарних інструментів.

**Результати.** Найпроблемнішим питанням у трансформації трансмісійного механізму є вибір найчутливіших залежних змінних економічної системи, оскільки лаговий критерій свідчить про швидкість дії монетарних заходів регулятора та визначає термін досягнення бажаних монетарних цілей. Суть даного завдання полягає у конструюванні передавального механізму у тій послідовності та композиції, яка б включала наближені зовнішні фактори з найменшим лагом відповіді та завершуючи важелями з віддаленою чутливістю.

Також монетарний механізм у глобальному сенсі зазнає деформації і від нового явища в монетарній політиці розвинутих економік як нульова ключова ставка та боротьба з дефляційними очікуваннями. У відповідь на даний виклик виник новий механізм боротьби із згасаючим сукупним попитом, а саме Quantitative Easing mechanism (механізм кількісного пом'якшення, надалі QE). Цей механізм за основу взяв політику зниження процентних ставок на іпотечні сертифікати, бонди суверенної позики шляхом масованого викупу даних інструментів. Так, наприклад, для США це стало не тільки підтримувальним чинником знесиленої падінням економіки, а й засобом очищення системи від токсичних активів і підтримання необхідного низького рівня процентних ставок з метою збереження стійкого темпу економічного зростання.

Розглянемо практику використання механізму репо в умовах боротьби з дефляцією та інфляцією на прикладі японського та новозеландського досвіду. Для України передусім нагальним завданням є боротьба з надмірною інфляцією, яка позбавляє до 20 % реального зростання новоствореної вартості в економіці за рік. Звідси спочатку проаналізуємо проблему чутливості ендогенних макрозмінних на монетарні цілі для інфляційної ситуації, що спостерігалася в економіці Нової Зеландії протягом 1999—2005 рр.

Суть проблеми, яка яскраво стояла перед регулятором під час розробки монетарної політики, є обрання тієї трансмісійної послідовності, яка б транслювала монетарну відповідь з найменшим лагом. Проте насправді можливості симуляційних моделей, застосованих центральним банком, сприяють лише оцінити довірче коло тривалості передавального механізму, тобто прогнозуючи інфляційну відповідь ринку на знецінення курсу можна лише недооцінити чи переоцінити його відповідь.

На рис. 1 зображено відхилення різнострокових лагів у залежності Тейлора, що ілюструють економічну ситуацію в Новій Зеландії протягом 1999—2005 рр., за якої інфляційний тренд формує розрив у внутрішньому продукті. Асиметричність інфляційного процесу веде до того, що ІСЦ знаходиться над таргетованим значенням, а валовий продукт нижче свого визначеного стійкого рівня під час стохастичної волатильності, що видно з розвитку кривої Тейлора, яка залежить від прогнозованої оцінки та обраної монетарної політики регулятора (Forecasting and policy system).

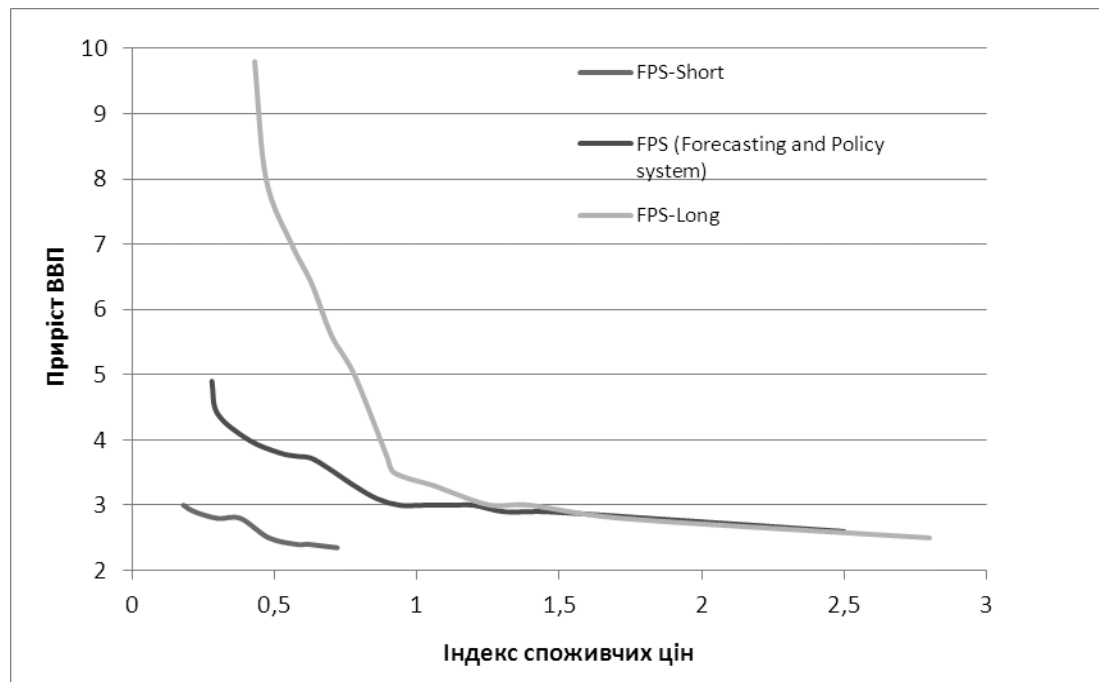


Рис. 1. Моделювання лагової відповіді розриву ВВП у відповідь на шок базової інфляції у Новій Зеландії протягом 1999—2005 рр. [4]

Це свідчить про довготривалу трансмісію між показниками цінового орієнтиру та нарощення валового продукту (FPS-Long), а подекуди цей зв'язок є несуттєвим. Тобто дедалі стає очевиднішою трансформація у трансмісійному механізмі сучасного фінансового ринку: процентний канал втрачає свою трансмісійну силу. На зміну даному провіднику прийде фондова трансмісія у вигляді операцій репо насамперед у розвинених фінансових ринках, як це можна простежити в монетарних тенденціях Резервного банку Нової Зеландії.

Режим інфляційного таргетування в Новій Зеландії полягає в тому, що головним операційним важелем регулювання цінового рівня є регуляція грошової пропозиції. Таргетованими рамками для рівня монетарної бази є інтервал у межах 20 млн новозеландських доларів. Якщо Резервний банк Нової Зеландії (РБНЗ) хоче вилучити чи ін'єктувати ліквідність системи, то регулятор використовує пряме та зворотне репо: продає та купує казначейські облигації. Тому Резервний банк наголошує, що встановлена процентна ставка не демонструє на пряму монетарної політики, а індикатором звуження/розширення сукупного попиту є заявлена операційна ціль [5].

Першим середньостроковим таргетом досягнення цінової стабільності став інтервал 0—2 % приросту ІСЦ, який мав бути досягнутим до грудня 1992 року. Проте горизонт даного перехідного таргету був продовжений до 1993 року. Після девальваційного шоку заходом підтримки попиту на національну грошову одиницю стала купівля суверенних бондів обсягом 30 млн дол.

У січні 1993 року Резервний банк посилив рамки монетарної політики у відповідь на стрімке падіння валютного курсу: регулятор підняв ключову ставку з 0,9 % до 1,5 %, заклав операції зі зворотного репо, і насамперед зменшив операційну ціль нарощення монетарної бази від 20 млн доларів до нуля. Монетарна база в даний період непрямой рестрикції зросла до 15 млн доларів, а індекс споживчих цін у грудні 1994 знаходився поза межами таргетованого інтервалу на рівні 2,8 %.

Тому закономірним кроком при регулюванні цінової стабільності у режимі інфляційного таргетування стало розширення цільового інтервалу приросту споживчих цін від 0 до 3%. Інструментарій процентної трансмісії було вирішено змінити від регуляції монетарної бази до встановлення операційної цілі на обсяги овернайт кредитування.

Протягом двадцятип'ятилітнього періоду провадження режиму інфляційного таргетування у Новій Зеландії, що є важливим і показовим для України, курс національної грошової одиниці був гнучким, без жодного значного контролю за рухом капіталу. Здебільшого валютний курс перебував у режимі вільного плавання, за виключення у червні 2007 року, коли Резервний банк Нової Зеландії намагався зменшити завищену пропозицію іноземної валюти. Проте слід констатувати, що в даний період політика Резервного банку Нової Зеландії була традиційною, за якої регулятор модифікував лише інструменти трансмісійного впливу.

Японська Абеномічна версія антидефляційної політики несе в собі суміш схем репо-операцій на відкритому ринку та експансивною бюджетно — фіскальною політикою. Монетарна політика регулятора Японії стоїть на двох основах (Twopillarsofmonetarytransmission): утримання інфляційного таргету на рівні 2 % для дворічного горизонту та бюджетно-фіскальна експансія. Маючи значні дефляційні очікування досягнути позначку двовідсоткової інфляції можна лише за умови зниження ревальваційного тиску на єну при задоволенні зростаючого сукупного попиту на ліквідність через розширення монетарної бази.

Монетарна база розширювалась на грошовому ринку Японії через два канали зворотнього репо: купівля бондів суверенного боргу Японії (JGB), інвестиційних трасових сертифікатів, заснованих на індексі Nikkei 225 (ETFs) та диверсифікованих вкладеннях у нерухомість (J-REITs). Протягом 2012—2014 рр. монетарна база внаслідок даної політики за прогнозами має майже подвоїтись, від 138 трлн єн на кінець 2012 року до 270 трлн єн на аналогічний період у 2014 році [4].

При цьому за даний дворічний період Банк Японії розширив закладений прогнозний пакет закупівель суверенних бондів (JGB) на 101 трлн єн, тому у власності регулятора до кінця 2014 року мають міститися цінні папери державної позики на суму 190 трлн єн. За трасовими сертифікатами (ETFs, J-REITs) закупівлі мають збільшитися відповідно на 1,03 трлн єн щорічно.

На рис. 2 зображено схему дії трансмісійного механізму QE політики, з якої видно, що падіння реальної процентної ставки внаслідок операцій репо Банку Японії є тригером до розширення платоспроможного попиту економіки через зростання вартості компаній в композитному індексі Nikkei 225, що веде до пожвавлення інвестиційної складової, а, отже, веде до нового витка спіралі стійкого економічного зростання. При цьому потенційно-корисний рівень зростання внутрішнього продукту відповідає 2-відсотковому інфляційному обмеженню.

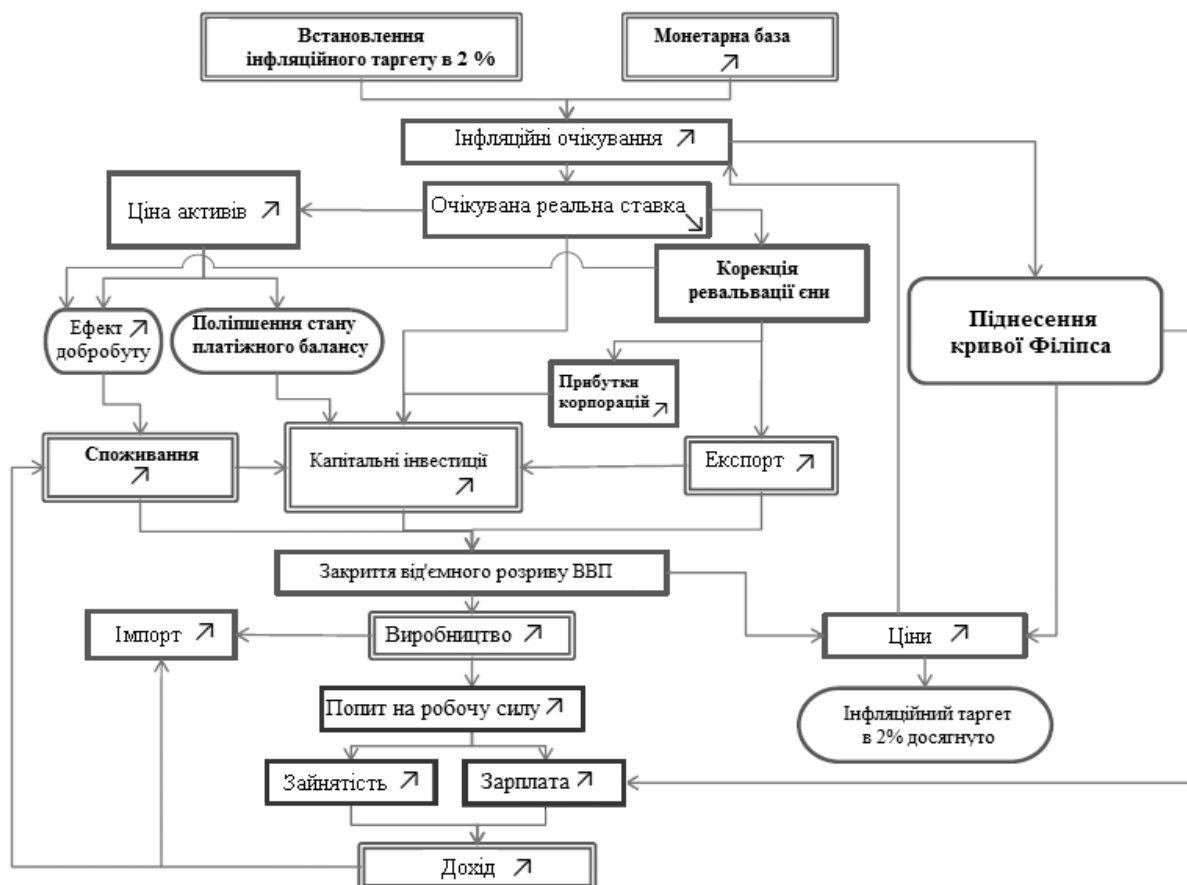


Рис. 2. Механізм трансмісії політики кількісного пом'якшення Банку Японії [6]

Завдяки досягненню QQE встановленого таргету фіскальна політика уряду змінилася до рестрикційного типу через стрибок у споживчому податку від 5 % до 10 %: саме в квітні 2012 року уряд Японії на чолі з Айбом Сіндзо запровадив довгострокову поетапну програму збільшення податку, за якої першим кроком збільшення позначки податку буде від 5 % до

8 %. Планується до 2015 року встановити ставку непрямого податку на рівні 10 %. Це є одним з кроків уряду Японії на шляху боротьби з дефляційними очікуваннями та відновленням економічного зростання [6].

Графічно вплив процентного трансмісійного каналу на кінцеву монетарну ціль своєму виступі на засіданні, проведеному Кіотою Палатою комерції та промисловості 29 серпня 2013 року наводив Кікуо Івата, член Ради правління Банку Японії, аналітичні висновки якого можна знайти у публікації, розміщеній на офіційному сайті Банку Японії [6].

За встановлення реальної процентної ставки близько  $-1\%$  вага композитного індексу Nikkei 225 додасть 300 % міцності, що зробить корпоративний сектор привабливішим для інвестиційних вливань.

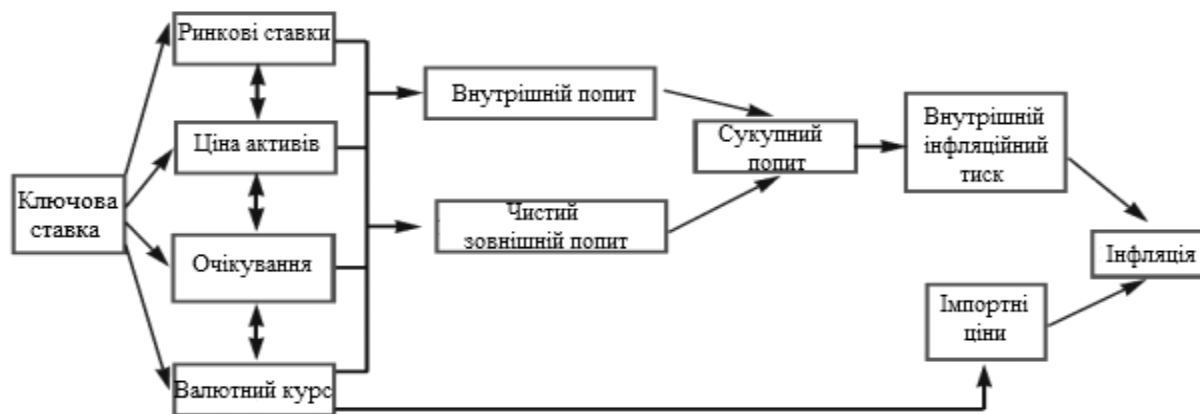
Надалі зрозуміло, що додаткова капіталізація корпоративного сектору призведе до позитивної спіралі на ринку праці та його складових: середній рівень винагороди за працю (averagewages) та рівень продукування додаткових робочих місць. Даний стан веде до розширення споживання та платоспроможного попиту в економіці, що і є кінцевим таргетом політики QQE.

Загалом отримання емпіричного результату подвоєння економічного зростання за встановленого дворічного горизонту, говорить про суттєвість і трансмісійну чутливість каналу репо-операцій, а особливо деривативних інструментів.

Даний формат експансивної політики ставатиме дедалі актуальнішим з огляду на уповільнення економічного зростання не тільки у розвинутих ринках (Maturitymarkets), а й у багатьох ринках, що розвиваються (Emergingmarkets). Проте для України процес дериватизації активів має бути унормований регулятором і продіагностований з боку кредитно-рейтингових агентств, що для українських реалій є нині проблематичним.

Також можна простежити такий офсетний стабілізатор апреціації курсу. Кікуо Івата зауважує на такій залежності, що у відповідь на поживлення кон'юнктурної складової встановлюється позитивна тенденція зростання реального експорту. При чому зростання експортної позиції на 110 % веде до підтримки курсу на 40 %. Кікуо Івата висловив думку, яка констатує перші успіхи монетарної політики Банку Японії, за якого японська економіка, що потрапила під тривалий вплив дефляційного циклу та скорочення платоспроможного попиту, наразі вступає у новий цикл помірно-стабільної інфляції та зростаючого споживчого попиту. Тобто суть кількісного пом'якшення як трансмісійного механізму полягає в тому, що експансія грошового ринку ведеться до тієї точки, поки не досягне позитивного відгуку сукупного попиту за окресленого регулятором рівня цінової стабільності.

Проте якщо згадати трансмісійні інструменти регулятора на початку 2000-х років, то даний механізм не був ускладнений деривативним каналом чи каналом кредитного ризику.



Зауваження. Для спрощення цей малюнок не показує всіх зв'язків між змінними, але це може бути важливим.

Рис. 3. Модель трансмісії, запроваджена Центральними банками розвинутих економік у першій декаді XXI століття

На рис. 3 зображено трансмісійна модель, де панівним каналом являється процентний. Він свою чергу впливає на канал ціни активів, ліквідності, очікувань учасників ринку та, звичайно, ж валютний курс. Канали ліквідності (кредитний) та очікувань чинять вплив на рівень платоспроможного попиту, а валютний курс разом із зовнішнім знеціненням формує відповідний інфляційний тиск. Повна інфляція вже виражається вагою впливу внутрішнього

інфляційного тиску та інфляції імпортерів. Саме завдяки даному трансмісійному шляху і була розроблена концепція таргетування інфляції.

У місячному бюлетні Європейського Центрального банку, опублікованого у травні 2010 року, можна зустріти наступні ключові тези щодо трансформації монетарного механізму. Вже за перше десятиріччя після впровадження єдиної євровалюти процес конвергенції європейського монетарного простору супроводжувався інтенсифікацією використання синтетичних інструментів ліквідності. «Факт того, що банки легко можуть сек'юритизувати частину свого кредитного портфелю та те, що вже стало реальністю можливість отримати фінансування прямо безпосередньо на фінансовому ринку, зменшив вагу процентного каналу монетарної політики за нормальних часів» [1, с. 86]. Усе це можна пояснити зростанням ролі деривативного фінансування капіталу банків. Звідси Центральний банк повинен керувати процентною трансмісією через канал прийнятого банками кредитного ризику через сек'юритизовані активи (трастові сертифікати, суверенні дефолтні свопи, іпотечні сертифікати).

**Висновки.** Отже, питання розробки трансмісійної моделі не має однозначних орієнтирів, оскільки він є прилаштовувальним інструментом монетарної політики. Розглянувши дві відмінні економічні ситуації як значний дефляційний тиск у Японії та інфляційний у Новій Зеландії, видно, що новий важіль процентного каналу як операції репо продемонстрував свою незаперечну дієвість. З огляду на даний світовий досвід у процесі впровадження трансмісійного моделювання задля розробки монетарної стратегії, Національним Банком України слід звернути увагу на переорієнтацію процентного каналу в напрямі накопичення ліквідності учасниками фінансового ринку через інструмент репо, доповнений індексними деривативами та зрозуміти лагову тривалість відповіді кожної ланки трансмісії на завданий вплив.

#### **Список використаних джерел:**

1. Monetary policy transmission in the euro area, a decade after the introduction of euro/Monthly bulletin, May 2010/ Access point: <http://www.ecb.int>.

2. Bjørnland H. C., Jacobsen D. H. The role of house prices in the monetary policy transmission mechanism in small open economies/Norges Bank Working Paper 2009/06.

3. Bernanke B., Kuttner K.N. What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?/ Journal of Finance, 2005, 60, 1221—1257.

4. Uncertainty about the length of the monetary policy. Transmission lag: implication of monetary policy/ Young Ha, Economics department of New Zealand/ Access point: <http://www.rbnz.gov.nz>.

5. Sullivan R. New Zealand history of monetary and exchange rate regimes/Speech in Joint Reserve Bank-Treasury Forum on the Exchange Rate, Wellington, 26 March 2013/ Access point: <http://www.rbnz.gov.nz>.

6. Quantitative and qualitative monetary easing and its transmission mechanism: logic behind the first arrow/ Speech of Kikuo Iwata at a meeting held by the Kyoto Chamber of commerce and industry, August 29, 2013/ Access point: <http://www.boj.gov.jp>.

**21.10.2014 р.**