

Розділ І. ГРОШІ, ФІНАНСИ І КРЕДИТ

УДК. 336.71

С. М. Аржевітін

канд. екон. наук, докторант
кафедри банківської справи,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

КАНАЛИ МОНЕТАРНОЇ ТРАНСМІСІЇ

В статье основное внимание уделено теоретическим основам механизма монетарной трансмиссии. Проанализировано воздействие трансмиссионного механизма на реальную экономику, осуществлен теоретический обзор каналов, по которым проходят монетарные импульсы, определены особенности трансмиссионного механизма в странах с трансформационной экономикой.

This article primarily discusses the theory of the transmission mechanism of monetary policy. The author analyses the impact of transmission mechanism on the real economy, reviews the theory of monetary channels, and discusses the specifics of transmission mechanism in the countries with transitional economies.

Ключові слова: *трансмісійний механізм, канали монетарної трансмісії, канал процентних ставок, кредитний канал, канал ціни активів, канал ліквідності, канал валютного курсу.*

Незважаючи на тривалі дискусії, у сучасній економічній науці й досі немає єдиної думки щодо впливу монетарної політики на економічні процеси. Одностайність у поглядах представників різних шкіл існує лише стосовно наявності впливу пропозиції грошей на величину сукупного попиту в економіці і, відповідно, на економічний розвиток. Стосовно ж конкретного механізму впливу наявні суттєві розбіжності. Так, зокрема, не існує однозначної думки щодо кількості каналів, якими передаються монетарні імпульси від центрального банку до реальної економіки; тривають дискусії навколо питань, пов'язаних із складом, структурою та ефективністю дії механізму грошової трансмісії, ступеня впливу пропозиції грошей на фінансовий та реальний сектори економіки.

Досить дискусійними є питання стосовно трансмісійних каналів, якими передаються монетарні імпульси. Згідно з традиційним кейнсіанським підходом у трансмісійному механізмі виділяється лише один канал, через який відбувається вплив пропозиції грошей на рівень інвестиційних витрат у реальному секторі еко-

номіки. І це є канал реальних процентних ставок. Монетаристи, пояснюючи вплив зміни пропозиції грошей на економічну діяльність, застосовували скорочене формальне доведення, тобто не акцентували увагу на дослідженні тих специфічних шляхів, через які пропозиція грошей впливає на сукупні видатки, оскільки вважали, що окремі канали є досить мінливими, і надто важко вивити весь передавальний механізм монетарної політики [1, с. 745].

Сучасні моделі трансмісійних механізмів охоплюють значно більше каналів (порівняно з традиційним кейнсіанським підходом), якими передаються монетарні імпульси від центрального банку до суб'єктів реальної економіки. Так, Р. Габбард вважає, що вплив монетарної політики на обсяг виробництва відбувається через грошовий, кредитний та балансовий передавальні механізми [2, с. 761]. Досліджуючи монетарний трансмісійний механізм, В. Міщенко й А. Сомик виділяють у його структурі канали процентної ставки, цін активів, кредитний канал і канал очікування економічних суб'єктів [3, с. 26].

На нашу думку, досліджуючи трансмісійний механізм монетарної політики, увагу слід сконцентрувати на визначенні особливостей кількох монетарних каналів.

Канал процентних ставок був першим та основним, що його досліджував Кейнс. Механізм діє цього каналу полягає в тому, що зростання пропозиції грошей веде до зниження відсоткової ставки на ринку грошей. Кредитні ресурси стають більш дешевими та доступними, що стимулює зростання поточних витрат, попит на кредитні ресурси з боку суб'єктів зростає, банки починають нарощувати обсяги кредитування відповідно до зростаючого попиту на гроші. Доступність кредитів підвищує платоспроможність суб'єктів, які дістають можливість задовольнити як споживчі, так і інвестиційні потреби. Суб'єкти збільшують споживчі та інвестиційні витрати, а це стимулює зростання пропозиції товарів, зростання ВВП. І навпаки.

Слід зазначити, що в аналізі даного каналу розглядається не номінальна, а реальна процентна ставка. І у зв'язку з цим досить важливим є виявлення співвідношення між реальною процентною ставкою та прибутковістю інвестиційних проєктів, оскільки якщо реальна процентна ставка перевищуватиме прибутковість інвестиційних проєктів, то інвестиційний попит суб'єктів буде зменшуватися. Навіть у тому разі, якщо фірми здійснюють процес інвестування за рахунок власних джерел, перевищення реальної відсоткової ставки над очікуваною прибутковістю інвестиційних проєктів стимулюватиме фірми вкладати власні ресурси

в банківські вклади, а не в інвестиційні проекти, що, у свою чергу, гальмуватиме економічне зростання.

У працях С. Мойсеєва [4, с. 174] зазначається, що в даному каналі може бути виділено два окремих канали: канал заміщення та канал доходу. Коли йдеться про канал заміщення, то вважається, що зміна відсоткової ставки змінює можливості суб'єктів щодо задоволення своїх потреб і ставить суб'єкта перед вибором: або в поточний момент реалізовувати свої потреби, або перенести реалізацію своїх бажань на майбутній період. Тобто зниження процентної ставки збільшує поточне споживання, у тому числі за рахунок одержаних кредитів, що обумовлює зростання сукупного попиту, зростання обсягів виробництва, а зростання процентної ставки призводить до того, що суб'єкти будуть збільшувати обсяги заощаджень, та зменшувати залучення коштів для поточного споживання, тобто суб'єкти будуть вимушені перенести задоволення своїх потреб з поточного на майбутній період. Це спричинить скорочення попиту на кредит, падіння сукупного попиту, зменшення обсягів виробництва.

Коли йдеться про канал доходу, то вважається, що зміна процентної ставки веде до перерозподілу доходів між кредиторами та позичальниками. Так, зокрема, зростання процентної ставки сприяє перерозподілу доходів від позичальників до кредиторів. Ураховуючи, що до позичальників переважно належать урядові структури та молоде покоління, а до кредиторів — населення, причому переважно люди похилого віку, то перерозподіл доходів на користь кредиторів означає підвищення купівельної спроможності саме цієї категорії населення і зменшення її в позичальників. А оскільки люди похилого віку мають знано менші витрати порівняно з молодим поколінням, і ці витрати мають переважно споживчу спрямованість, то даний напрямок перерозподілу доходів зменшує сукупні витрати, стримує зростання сукупного попиту, особливо інвестиційного, що в кінцевому рахунку буде стримувати зростання виробництва.

Канал ціни активів. Через даний канал відбувається вплив грошово-кредитної політики на ціни фінансових та реальних активів суб'єктів реальної економіки. У даному каналі фахівці вважають доцільним виділяти кілька напрямків реалізації впливу грошових імпульсів на ціни активів, і тому в межах даного каналу виокремлюють: канал зміни власного капіталу; канал зміни коефіцієнта Тобіна; канал добробуту; канал ліквідності [5, с. 386].

Канал зміни власного капіталу є одним з основних для передавання монетарних імпульсів у країнах з розвинутим фондовим

ринком. Оскільки власний капітал позичальника свідчить про стабільність його діяльності і може бути гарантією щодо виконання зобов'язань за кредитними угодами, то зміна власного капіталу клієнтів банку може впливати на рішення банків щодо розширення чи звуження процесу кредитування банками своїх клієнтів. Ураховуючи, що власний капітал позичальника можна використовувати як заставу, то, якщо фірма, що має суттєвий власний капітал, невдало зробила інвестиції, вона може розраховатися з кредитором, використовуючи свої резервні активи. Вплив даного каналу на реальну економіку відбувається внаслідок того, що в результаті зростання пропозиції грошей відбувається зростання власного капіталу фірм і, відповідно, зростання вартості застави, що, у свою чергу, веде до підвищення кредитоспроможності позичальників, і комерційні банки починають розширювати обсяги кредитування, що, природно, веде до зростання виробництва. (У своїх дослідженнях автори С. Моїсєєв [4], О. Сніжко [6] даний канал розглядають у складі кредитного каналу.)

Теорія q Тобіна простежує зв'язок між курсами акцій та інвестиційними витратами фірм. Коефіцієнт q Тобіна визначається як відношення ринкової вартості фірми до відновлюваної вартості капіталу фірми. При цьому ринкова вартість фірми — це та ціна, за яку дана фірма може бути продана на ринку. Відновлювальна вартість — це та вартість, яка могла б бути у даній фірмі за умови, якби її весь капітал (машини, обладнання, будівлі та ін.) був замінений на нове капітальне обладнання за цінами, які склалися на поточний момент часу на ринку. Якщо q високий, то це означає, що вартість капітального обладнання фірми є дешевшим порівняно з ринковою вартістю фірми. Дана фірма може випускати невелику кількість нових акцій і продавати їх на ринку за високими цінами і на цій основі залучати в обіг додаткові грошові ресурси, які будуть спрямовані на розширення інвестиційної діяльності, на закупівлю нових машин та обладнання. Тобто зростання курсової вартості акцій дасть можливість фірмам збільшити інвестиційні видатки та розширити фінансування інвестиційних проєктів. Якщо q низький, то курсова вартість акцій такої фірми буде на низькому рівні, а отже, інвестиційні можливості даної фірми будуть невеликими, і фірма буде не в змозі купувати нових інвестиційних товарів. Але водночас за низького q є можливість для фірми купити іншу фірму. У результаті попит на нові інвестиційні товари (машини, обладнання) буде зменшуватися.

Вплив монетарних імпульсів на реальний сектор через даний канал відбувається в такий спосіб. Так, зростання пропозиції

грошей підвищує курс цінних паперів, що веде до зростання ринкової вартості фірм порівняно з відновлювальною вартістю її капіталу. В умовах жорстких цін на ринку інвестиційних товарів коефіцієнт q зростатиме, що створить передумови для зростання інвестиційних витрат, сукупного попиту та зростання виробництва. Дана теорія може бути застосована не тільки до капітального обладнання фірм, а також до нерухомого майна та землі, оскільки внаслідок зростання пропозиції грошей ринкова вартість цих об'єктів також зростає порівняно з їх відновленою вартістю.

Канал багатства базується на концепції споживання домогосподарств протягом їх життєвого циклу й акцентує увагу на ролі реального капіталу та акціонерної власності в життєдіяльності суб'єктів. Згідно з даною концепцією багатство домогосподарств (що включає реальні та фінансові активи) є основним чинником, що визначає величину їх поточного споживання. Суб'єкти використовують фінансові активи для вирівнювання свого поточного споживання протягом свого життєвого циклу. Так, зокрема, нагромадження фінансових активів дає можливість суб'єктам підтримувати платоспроможність на постійному рівні навіть у зрілому віці, коли суб'єкти втрачають можливість одержувати доходи від трудової діяльності. Дія даного каналу базується на тому, що зростання пропозиції грошей супроводжується зменшенням відсоткової ставки, і це веде до зростання ринкової вартості цінних паперів. Зростання ринкової вартості цінних паперів збільшує величину багатства їх власників за рахунок приросту капіталу, що підвищує платоспроможний попит і дає можливість збільшити поточне споживання даних суб'єктів.

Канал ліквідності визначає взаємозв'язок між фінансовими активами, якими володіють домогосподарства, та їх видатками на товари тривалого користування, такі як машини, домашні побутові прилади, а також нерухоме майно. В основі функціонування цього каналу є намір домогосподарств у такий спосіб оптимізувати свій портфель активів, тобто розподілити одержані доходи між різноманітними активами, щоб мати можливість у будь-який період часу уникати фінансових труднощів. У зв'язку з цим домогосподарства завжди намагаються частину одержаних грошових доходів зберігати у високоліквідній грошовій формі, а також у формі дохідних фінансових активів, що мають високу ліквідність. Якщо в активах домогосподарства значне місце мають вкладення в різноманітні фінансові активи порівняно з боргами даного суб'єкта, то можна зробити висновок, що ймовірність фінансових ускладнень для даного суб'єкта низька. Такі домогос-

подарства будуть спроможні купувати споживі товари довгострокового користування. І коли пропозиція грошей зростає і, відповідно, зростають курси акцій, то суб'єкти досить активно витратять гроші на товари тривалого користування, оскільки оцінюють своє фінансове становище як досить безпечне.

Канал кредитування відіграє основну роль в передаванні імпульсів грошово-кредитної сфери на реальну економіку в країнах з перехідною економікою, де ринки цінних паперів розвинуті недостатньо, і у зв'язку з цим обмежується можливість суб'єктів щодо залучення та розміщення ресурсів через фондовий ринок. Коли немає альтернативного кредитування, банкам належить провідна роль у процесі трансмісійного впливу на економіку, оскільки банківські кредити стають основним джерелом зовнішніх ресурсів для фірм та населення.

Канал валютного курсу діє у країнах з відкритою економікою, які беруть досить активну участь у міжнародній торгівлі. Чим більший обсяг міжнародної торгівлі, чим краще умови для надходження капіталу в країну, тим сильніший вплив даного каналу на економічні процеси.

Крім перелічених каналів, які виділяються більшістю фахівців, котрі вивчають дану проблематику, в економічній літературі наводяться ще інфляційний канал, що визначає динаміку споживання в умовах цінової невизначеності, та канал інфляційних очікувань, що характеризує вплив змін у грошово-кредитній політиці на інфляційні очікування [7, с. 44; 8, с. 7].

Фахівці визнають, що трансмісійний механізм у країнах з ринками, що перебувають на стадії формування, має специфічні особливості, які знижують вплив грошових імпульсів на сукупний випуск та інфляційні процеси. Так, зокрема:

1) у даних країнах кількість каналів обмежена, вплив монетарних імпульсів передається переважно трьома каналами (каналом валютного курсу, каналом кредитування, процентним каналом), що значно знижує дієвість трансмісійного механізму в цілому;

2) канал ціни активів не відіграє суттєвої ролі в передаванні монетарних імпульсів каналами трансмісійного механізму. Це обумовлено недостатнім рівнем розвитку фондового ринку, низькою питомою вагою акцій та облігацій в активах як суб'єктів господарювання, так і домогосподарств, що унеможливує використання каналу ціни активів для передавання монетарних імпульсів;

3) відносно високий рівень доларизації, активне використання суб'єктами іноземної валюти для нагромадження та обігу суттєво

обмежує можливості центрального банку щодо регулювання грошової маси в обороті, підвищує валютні ризики;

4) низький рівень монетизації економіки та недосконала структура грошової маси обмежують вплив трансмісійного механізму;

5) передавальний механізм діє в умовах постійних інфляційних очікувань, політичної невизначеності, що вносить певні корективи в передавання монетарних імпульсів від органів монетарної влади до суб'єктів реальної економіки;

6) затримки зі структурною перебудовою в реальному секторі економіки призводять до того, що суб'єкти реальної економіки не завжди адекватно сприймають монетарні сигнали, які передаються каналами трансмісійного механізму.

Отже, для підвищення впливу трансмісійного механізму на економіку України необхідно посилити дієвість процентного та кредитного каналів та запровадити комплекс заходів, які б стимулювали комерційні банки спрямовувати ресурси в пріоритетні галузі реального сектору економіки.

Література

1. *Мишкін Ф.* Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Пер. с англ. С. Панчишин і др. — К.: Основи, 1998. — 963 с.
2. *Габбард Г.* Гроші, фінансова система та економіка / Пер. з англ.; Наук. ред. пер. М. Савлук. — К.: КНЕУ, 2004. — 889 с.
3. *Мищенко В., Сомик А.* Монетарний трансмісійний механізм в Україні / Вісник НБУ. — 2007. — № 6. — С. 24—27.
4. *Моисеев С. Р.* Денежно-кредитная политика: теория и практика. — М.: Экономист, 2005. — 652 с.
5. Гроші та кредит / М. І. Савлук, А. Н. Мороз та ін. — К.: КНЕУ, 2006. — 744 с.
6. *Сніжко О. В.* Механізм грошової трансмісії: уроки для України // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування. Мат. наук.-практ. конф. — 2002. — С. 166—76.
7. *Корчагин О.* Модели трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики // Банковский вестник. — 2004. — № 31. — С. 40—44.
8. *Туркало Р., Адамик Б.* Передавальний механізм монетарної політики та його значення для ефективної діяльності НБУ // Вісник НБУ. — 1999. — № 7. — С. 6—11.
9. *Хорват Б., Маино Р.* Механизмы трансмиссии денежно-кредитной политики в экономике Белоруссии // Банковский вестник. — 2006. — № 26. — С. 13—21.

Стаття надійшла до редакції 15. 01.09.