

*Примостка О.О.,
д.е.н., професор,
Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана*

ТРАНСМІСІЙНИЙ МЕХАНІЗМ: МЕТОДОЛОГІЧНІ ПІДХОДИ

Анотація. Досліджено трансмісійний механізм монетарної політики у різних економічних теоріях, визначено сфери охоплення розширеного монетарного трансферу. Визначено структуру трансмісійного механізму, описано канали, по яких передається імпульс змін, що генерується монетарною владою за допомогою інструментів грошово-кредитної політики. Структуровано головні інструменти впливу центрального банку на інфляцію – «грошовий» погляд, «кредитний» та «погляд з боку пропозиції» на трансмісію.

Ключові слова: Трансмісійний механізм, канали трансмісії, монетарна влада, таргетування, валютний курс.

Вступ та постановка проблеми. В умовах формування сучасної національної економіки зростає необхідність систематизації теоретичних підходів, спрямованих на поліпшення національних економік. Тому проблеми вдосконалення механізму грошової трансмісії, тобто передачі сигналів прямого і зворотного зв'язку між заходами монетарної політики і реальною економікою, є актуальним особливо в країнах, які розвиваються. Ефективне функціонування трансмісійного механізму спостерігається в економічних системах за таких умов, як наявність лібералізованого внутрішнього фінансового ринку, вільно конвертована валюта та достатнього рівня інтеграції національної економіки у світову фінансову систему.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблемам функціонування передавальних сигналів присвячено безліч наукових праць зарубіжних вчених, серед яких варто виділити А. Каш'япа [1], І. Ангелони і Б. Майон [2], Д. Торо, К. Джуліус [3], Л. Махадева і П. Сінклера [4], Г. Пірсмана і Ф. Сметс [5], С. Дробишевського [6], К. Крищенко [7], С. Моїсеева [8], М. Головніна [9]. В їх працях досліджуються канали грошово-кредитної політики з урахуванням особливостей окремих країн з перехідною економікою. Разом з тим у працях зарубіжних і вітчизняних економістів відсутній системний аналіз монетарної трансмісії в період світової фінансової кризи, тому створення теоретичного підґрунтя та дослідження передавальної системи від Центрального банку (ЦБ) до реального сектору.

Мега статті – дослідити методологічні засади функціонування трансмісійного механізму грошово-кредитної політики та визначити канали передавального механізму.

Результати дослідження. У 2008 р. дослідження трансмісійного механізму грошово-кредитної політики посилилися, що підтверджується діями Європейського Парламенту та ЄЦБ у напрямі досягнення фінансової стабільності, однак потрібно тривалий час для відновлення довіри до монетарної влади і активізації каналів руху капіталу. Глобальний економічний спад пом'якшив загрозу інфляції, яка здавалася настільки серйозною всього кілька років тому на тлі зростання цін на енергоносії, сировину і продовольство.

Визначення поняття «механізм грошово-кредитної трансмісії» було введено англійським економістом Дж. Кейнсом

[10], який під ним розумів взаємоузгоджену систему змінних, за допомогою якої описується вплив пропозиції грошей на економічну ефективність. У міру накопичення емпіричної інформації про суть макроекономічних, в тому числі і інфляційних, процесів, теорія про домінуючу роль грошової пропозиції в зміні, що відбуваються стала йти в минуле. Місце грошового таргетування стало поступово займати пряме таргетування інфляції. У класичному аналізі такого поняття не було, так як в ньому вплив монетарної політики на національну економіку вивчалася шляхом перевірки взаємозв'язку змін, що відбуваються в грошовій пропозиції та валовому випуску, за умови, що економіка є чорним ящиком, всередині якого відбуваються невідомі процеси. На думку Дж. Кейнса, внаслідок зміни реальної грошової пропозиції відбувається коригування відсоткової ставки, що веде до зсуву обсягу інвестицій в економіці. Передбачається, що дана залежність негативна, тобто за інших рівних умов зниження процентної ставки за довгостроковими кредитами викликає збільшення обсягу інвестицій в основний капітал, а акумулювання інвестицій призводить до приросту загальних витрат та нарощування сукупних доходів економіки.

У зв'язку із цим в цей час трансмісія грошово-кредитної політики визначається як механізм, через який інструменти центрального банку впливають на економіку в цілому і інфляцію зокрема.

Пізніші дослідження показали, що запропонований Дж. Кейнсом механізм працює не тільки через інвестиційні плани фірм, але також через рішення споживачів щодо своїх витрат та заощаджень. Вплив цін на інші активи при аналізі трансмісійного механізму монетарної політики запропоновано М. Фрідманом [11]. Великий внесок у розвиток цього підходу також внесли Ф. Модільяні [12], Дж. Тобін [13] і інші економісти. У сучасному розумінні трансмісійний механізм в широкому значенні – це вплив сукупності каналів монетарних імпульсів згенерованих центральними банками на головні макроекономічні змінні (промислове виробництво, зайнятість, інфляцію), які характеризують фундаментальні цілі економічної політики держави (див. табл. 1).

На механізм трансмісії грошово-кредитної політики впливає фінансова структура економіки, зокрема рівень розвитку банківської системи. Одним з ключових аспектів, що стосуються ефективності трансмісійного механізму монетарної сфери, виступає глибина втручання держави у діяльність фінансових посередників, яка спрямована на контроль процентних ставок, обсягу або строків кредитування. Передавальний механізм грошово-кредитної політики, або провідник у монетарній сфері, впливає на ціни у різних напрямках та може бути поділений на два етапи:

- інструменти політики центрального банку впливають на широке коло фінансових та монетарних параметрів;
- фінансові та монетарні змінні тиснуть на зростання цін, тобто на кінцеву мету монетарної політики.

У теорії питання розширений монетарний трансфер охоплює три сфери:

1) монетарна політика, де інструментарій центрального банку (облікова ставка, операції на відкритому ринку, депозитна політика) впливає на ринкові процентні ставки, валютний курс, ціни на активи і умови кредитування;

2) фінансові ринки – зрушення у фінансовій кон'юнктурі веде до коригування номінальних витрат домашніх господарств і фірм;

3) реальний сектор – під тиском змін у сукупному попиті відбувається зміна темпів економічного зростання.

Вибір головної мети, яка полягає у підтримці цінової стабільності в країні, вимагає вирішення однієї з ключових проблем її досягнення – забезпечення ефективності передавальних імпульсів. Структура трансмісійного механізму складається з каналів, по яких передається імпульс змін, що генерується монетарною владою за допомогою інструментів грошово-кредитної політики. У даний час розглядаються кілька теорій трансмісії, які відрізняються за уявленнями з приводу її структури і каналів ретрансляції. Основні розбіжності між існуючими підходами до визначення суті трансмісійного механізму зводяться до наступного питання: за допомогою чого центральний банк надає / може впливати на поведінку суб'єктів реального сектора, за якими каналах імпульси від його дій доходять до рівня окремих фірм і домогосподарств.

Згідно традиційної точки зору, у межах «грошового погляду», головним інструментом впливу центрального банку на інфляцію, валютний курс, довгострокову процентну ставку є зміна короткострокової процентної ставки. Її зростання або зниження тягне за собою коригування витрат, пов'язаних із залученням капіталу, співвідношення власних і залучених коштів, обсягів інвестицій у виробництво. Прихильники «Грошового погляду» виступають за моделі з мінімальним числом рівнянь, основний змінної яких є грошові агрегати. Однак при такому підході поза сферою уваги залишаються недоліки фінансового сектора і недосконалості процесу руху капіталу

між фінансовим і реальним сектором. Як правило, теорія «грошового погляду» застосовується при таргетуванні грошових агрегатів, а при переході центральних банків до таргетування інфляції і процентних ставок актуальність «грошового погляду» слабшає. «Грошовий погляд» аналізує сферу впливу центральних банків на інвестиційний і споживчий попит через фінансовий ринок і інфляційні процеси. Однак обмеженість тільки цими сферами аналізу звужує і спрощує процес впливу заходів грошово-кредитної політики. Це пов'язане з тим, що трансмісійний механізм не обмежений фінансовою сферою, як було прийнято вважати при класичному підході, він знаходить також відображення в реальному секторі.

Найбільш повно процеси впливу грошово-кредитної політики на сукупний попит і на розвиток виробництва знайшли відображення в «кредитному» погляді на трансмісійний механізм. «Кредитний погляд» (вид кредитування) – напрям вивчення трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, що доповнює змінні трансмісії сферою мікроекономічного аналізу процесів пропозиції кредиту і можливості підприємств запозичувати. Даний підхід базується на тому, що існуючі недосконалості ринку капіталів перешкоджають ефективному функціонуванню фінансового сектора. Це призводить, з одного боку, до обмежень міжсекторального перетікання капіталу (фінансовий реальний), з іншого, – до подорожчання кредиту, тобто до появи премії за зовнішнє фінансування, яку доводиться сплачувати підприємствам реального сектора на додаток до вихідної процентної ставки.

Ключовим моментом «кредитного погляду» є те, що центральний банк впливає не тільки на процентні ставки, але і на обсяги і вартість кредиту (розмір премії). Вплив здійснюється через зміну добробуту фірм, що виступає забезпеченням за кредитними операціями. Зв'язок між грошово-кредитною політикою і премією впливає з особливостей функціонування кредитного ринку. Її можна представити в наступному вигляді: внаслідок проведення центральним банком рестрикційної політики погіршується фінансове становище позичальників і

Таблиця 1

Трансмісійний механізм монетарної політики у різних економічних теоріях

| | Класична та неокласична теорії | | Кейнсіанська теорія | | Сучасні теорії | |
|---|--------------------------------|--------------------------|--|---|--|---|
| | Прямий механізм | Опосередкований механізм | Концепції вартості кредиту | Концепції кредитних можливостей | Посткейнсіанство | Монетаризм |
| Кінцеві цілі економічної політики | Рівень цін | Рівень цін | Рівень цін та реальний продукт | Рівень цін та реальний продукт | Рівень цін та реальний продукт | Короткостроковий рівень цін та реальний продукт. Довгостроково рівень цін |
| Об'єкти монетарної політики | Грошова маса | Грошова маса | Грошова маса | Банківська ліквідність | Грошова база та вільні резерви | Грошова база |
| Трансмісійні змінні індикатори | Грошова маса | Ставка проценту | Кредитна ставка процента | Обсяг кредиту | Ставка проценту/ доходу | Ставка відсотка/ доходу |
| | Грошова маса | Грошова маса | Кредитна ставка проценту | Обсяг кредиту | Ставки проценту чи доходність реального капіталу | Грошова маса |
| Оцінка ефективності монетарної політики | Ефективна без обмежень | Ефективна без обмежень | Обмеження відносно еластичності проценту | Ефективна залежність від обсягу кредиту | Обмеження відносно еластичності проценту | Ефективна без обмежень |

знижується можливість нових запозичень, тим самим підвищується не тільки відсоток по кредиту, а й зовнішня премія, далі звужуються обсяги кредитування та інвестування, що призводить до нового витку погіршення фінансового стану позичальника. Тобто чим нижче добробут фірм, тим вони менш кредитоспроможні, а значить, тим вище для них премія і нижче можливість запозичувати. Даний ефект впливу політики грошової влади на економіку називають «фінансовим акселератором». «Кредитний погляд» найбільш ефективно використовується у економіках з розвинутою банківською системою і високою часткою кредитів у фінансуванні реального сектора.

На початку 2000-х рр. виник третій погляд на трансмісію – «погляд з боку пропозиції», в основі якого знаходиться пропозиція факторів виробництва. Передбачається, що в зв'язку з тим, що фірми спочатку оплачують придбання факторів виробництва, а потім отримують виручку від продажів, зміна політики центрального банку впливає на попит на фактори виробництва. Так, рестрикційна грошово-кредитна політика знижує попит на працю, капітал і тим самим веде до негативного шоку продуктивності. «Погляд з боку пропозиції» дає змогу розширити пояснення роботи трансмісійного механізму, оскільки розглядає економіку не тільки з боку сукупного попиту, але і з боку пропозиції.

Імпульси, що передаються економіці грошово-кредитною політикою, проходять три фази розвитку. На першій фазі інструмент центрального банку надає ефект на ринкові процентні ставки і валютний курс. У другій фазі відбувається корекція цін на фінансові активи, яка позначається на витратах фірм і домогосподарств. Зміни, що відбулися в реальному секторі, повертаються до фінансової системи через зміну в структурі балансу позичальників. Починається другий етап корекції ринкових процентних ставок. Нарешті, протягом третьої фази спостерігається макроекономічна адаптація: зміна темпів економічного розвитку, що тягне за собою перегляд цін і заробітної плати. національне господарство переходить до нової економічної рівноваги. Можна виділити кілька схем, за якими у другій фазі трансмісії імпульс грошово-кредитних змін впливає на сукупний попит і являють собою канали трансмісійного механізму, в економічній теорії виділяється кілька таких каналів.

1. Канал процентної ставки традиційно вважається головним каналом трансмісійного механізму. Більшість макроекономічних моделей грошово-кредитної політики описує вплив центрального банку на економіку через регулювання процентних ставок. Вихідна ідея каналу процентної ставки досить проста: збільшення номінальної процентної ставки веде до зростання реальної ставки і витрат залучення фінансових ресурсів. Подорожчання ресурсів, в свою чергу, обертається скороченням споживання та інвестицій.

Іноді канал процентної ставки розбивається на два канали: «канал заміщення» і «канал доходу і потоку готівкових надходжень». У першому випадку зростання ставки знижує стимули економічних агентів витратити свої кошти в поточний період часу. Витрати переносяться на більш пізній період. Як наслідок, скорочується внутрішнє кредитування, номінальні грошові залишки і реальний сукупний попит. У другому випадку (канал доходу і потоку готівкових надходжень) зміна процентної ставки впливає на доходи економічних агентів. Зростання ставки перерозподіляє доходи і, відповідно, купівельну здатність від позичальників до зберігача. Однак у зв'язку з тим, що накопичувачі менш схильні витратити заощадження, ніж позичальники, то сукупні витрати знижуються.

2. Канал добробуту. В його основі лежить припущення, що визначальним фактором споживчих витрат виступає добробут домогосподарств (заощадження). У зв'язку з тим, що зміна процентної ставки впливає на цінність довгострокових фінансових активів, в яких розміщуються заощадження (акції, облигації, нерухомість, дорогоцінні метали), її зростання веде до зниження добробуту домогосподарств і падіння споживання.

3. У широкому каналі кредитування, або балансовому каналі, головну роль відіграють фінансові активи, які служать забезпеченням кредитів, що видаються як фірмам, так і домогосподарствам. Якщо кредитний ринок ефективний, зниження цінності забезпечення ніяк не позначається на інвестиційних рішеннях. Однак при наявності інформаційних і агентських витрат падіння цін на фінансові активи веде до зростання процентної премії, що виплачується позичальниками за зовнішнє фінансування, що, в свою чергу, провокує зниження обсягу споживання і інвестицій.

4. У вузькому каналі кредитування, або каналі витрат залучення капіталу, основне місце займає банківське кредитування. Його суть полягає в тому, що центральний банк, зменшуючи обсяг ресурсів комерційних банків, тим самим змушує їх скоротити пропозицію кредитів. Це, в свою чергу, веде до падіння витрат фірм і домогосподарств, в значній мірі залежать від банківських кредитів.

5. Канал валютного курсу є ключовим елементом моделей грошово-кредитної політики у відкритій економіці. Він відображає вплив грошово-кредитної політики і валютної політики на сукупний попит і виробництво через зміну курсу національної валюти, тобто даний канал показує чутливість внутрішніх цін до змін валютного курсу.

6. Монетаристський канал описує прямий ефект, який чинить грошовою пропозицією на ціни активів. Так, застосування інструментів грошово-кредитної політики веде до коригуванні структури накопичених активів і відносних цін на них, що, в кінцевому рахунку, зачіпає реальний сектор економіки. У монетаристській каналі процентна ставка не відіграє особливу роль, грошова кредитний імпульс змін передається через грошову базу.

Дослідження практики використання системи каналів монетарної трансмісії грошово-кредитної політики свідчить про відсутність універсального методичного підходу до реалізації управлінської політики провідних центральних банків (див. табл. 2) [14].

Канал валютного курсу спостерігається у всіх моделях, і для вирівнювання каналу використовуються такі цінові змінні, як ціни на нафтопродукти та енергоносії, експортні та імпорتنі товари та послуги. Довгострокові залежності макроекономічних показників, що визначають той чи інший передавальний канал, пов'язані безпосередньо з поведінкою основних змінних, а тому попередньо тельним етапом вивчення взаємодії грошового і реального секторів економіки.

У межах існуючого передавального механізму при визначенні напрямків грошово-кредитної політики необхідно враховувати, принаймні ще дві обставини, які істотно впливають на кінцеві результати.

По-перше, це вразливість сукупного попиту до змін процентної ставки. Слабка реакція на динаміку процентної ставки або її відсутність з боку основних компонентів сукупного попиту, і перш за все інвестиційних витрат, розривають зв'язок між коливаннями грошової маси і обсягом випуску продукції. Вплив на основні макроекономічні змінні за допомогою процентної ставки виявляється неефективним.

По-друге, зміна відсоткової ставки внаслідок зміни грошової маси залежить від рівня еластичності попиту на гроші по відношенню до відсоткової ставки. При відносно нееластичний попит реакція грошового ринку на динаміку пропозиції грошей буде сильнішою. Наприклад, збільшення грошової маси призведе до більш істотного падіння процентної ставки, ніж в тому випадку, коли попит на гроші буде досить чутливий до зміни цієї ставки.

Таблиця 2

Канали трансмісійного механізму грошово-кредитної політики

| Центральний банк | Канал валютного курсу | Канал заміщення | Канал кредитування | Канал доходів | Канал добробуту |
|-------------------------------|-----------------------|-----------------|--------------------|---------------|-----------------|
| 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 | + | + | + | + | + |

Висновки. Перспективні завдання держави у цьому напрямі полягають в відновленні господарської діяльності підприємств, залученні інвестицій, підвищенні ощадної активності населення на тлі зростання соціальної забезпеченості. З боку фінансової системи необхідним є створення взаємовигідних умов для зростання позичкових операцій. Володіючи надлишковою ліквідністю, сьогодні банки не можуть нарощувати обсяги кредитування. Серед основних причин – нестійкий фінансовий стан позичальників, що, з одного боку, обмежує їх можливості забезпечення позичкових зобов'язань, а з іншого – зумовлює високі ризики для банку, що безпосередньо впливає на кінцеву ціну кредиту.

Література:

1. Kashyap, A. and J. Stein (1994), «Monetary Policy and Bank Lending» in: Monetary Policy, Mankiw, G. (Ed.), NBER Studies in Business Cycles, Vol. 29, University of Chicago Press.
2. Angeloni I., Kashyap A., Mojon B., Terlizzese D. Monetary Transmission in the Euro Area: Does the Interest Rate Channel Explain All? // NBER Working Paper Series. – September 2003. – № W9984.
3. Juselius K., Toro J. The Effect of Joining the EMS: Monetary Transmission Mechanisms in Spain // Discussion Papers 99-22. – 1999. University of Copenhagen. Department of Economics.

4. Mahadeva L., Sinclair P. Monetary Transmission In Diverse Economies. – Cambridge University Press. – 2002.
5. Peersman G., Smets F. The Monetary Transmission Mechanism in the Euro Area: More Evidence from VAR Analysis // ECB Working Paper. – December 2001. – № 91.
6. Дробышевский С.М., Трунин П.В., Каменских М.В. Анализ трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики в российской экономике // ИЭПП. Научные труды. – 2008. – № 116Р.
7. Корищенко К.Н. Структурные факторы механизма денежной трансмиссии: тенденции и перспективы // Экономика и политика. – 2005. – № 2(11).
8. Моисеев С.Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики // Финансы и кредит. – 2002. – № 18.
9. Головин М.Ю. Теоретические основы денежно-кредитной политики в условиях глобализации. – М.: Институт экономики РАН, 2008.
10. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. – М.: Прогресс, 1978.
11. Friedman, Milton (1968), «The Role of Monetary Policy,» American Economic Review 58, 1-17.
12. Modigliani F., Brumberg R. Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-section Data / In K. Kurihara, ed. // Post-Keynesian Economics. – New Brunswick, NJ: Rutgers University Press, 1954.
13. Tobin J.A. General Equilibrium Approach to Monetary Theory // Journal of Money, Credit and Banking. – 1969. – February.
14. Peter van Els, an Els, Alberto Locarno, Julian Morgan, Jean-Pierre Villetelle Working Monetary policy transmission in the euro area: what do aggregate and national structural models tell us? // Paper no. 94. – December. – 2001.

Примостка Е.А. Трансмиссионный механизм: методологические подходы

Аннотация. Исследованы трансмиссионной механизм монетарной политики в различных экономических теориях, определенные сферы охвата расширенного монетарного трансфера. Определена структура трансмиссионного механизма, описано каналы, по которым передается импульс изменений, генерируемый монетарными властями с помощью инструментов денежно-кредитной политики. Структурировано главные инструменты воздействия центрального банка на инфляцию – «денежный» взгляд, «кредитный» и «взгляд со стороны предложения» на трансмиссию.

Ключевые слова: Трансмиссионный механизм, каналы трансмиссии, монетарные власти, таргетирование, валютный курс.

Примостка О.О. Transmission mechanism: methodological approaches

Summary. Studied transmission mechanism of monetary policy in various economic theories, determined the scope of expanded monetary transfer. Determined the structure of transmission mechanism, described channels through which the impulse of changes generated by monetary authorities with the help of monetary policy tools is transmitted. Structured the main instruments of the central bank's influence on inflation – «money» look, «credit» and «supply-side view» on transmission.

Keywords: transmission mechanism, transmission channels, monetary authorities, targeting, exchange rate.