

УДК: 330.101.541:338.23:336.74?330.34

*М. І. Макаренко,  
д. е. н., професор, професор кафедри міжнародної економіки,  
Сумський державний університет, м. Суми  
Д. В. Погорілий,  
аспірант кафедри міжнародної економіки Сумський державний університет, м. Суми*

## **ВРАЗЛИВІСТЬ МЕХАНІЗМУ МОНЕТАРНОЇ ТРАНСМІСІЇ ДО МАКРОЕКОНОМІЧНИХ ШОКІВ**

*М. І. Makarenko,  
Sc.D. in Economics, Professor, Professor of International Economics Department,  
Sumy State University, Sumy  
D. V. Pohorilyi,  
PhD Student, Sumy State University, Sumy*

### **THE VULNERABILITY OF THE MECHANISM OF MONETARY TRANSMISSION TO MACROECONOMIC SHOCKS**

*У статті розкрито вплив макроекономічних умов фактичного розвитку національної економіки на передавальний механізм центрального банку. Проаналізовано підходи науковців до розуміння сутності механізму монетарної трансмісії, як процесу завдяки якому рішення центрального банку у сфері грошово-кредитної політики передаються на фінансовий сектор та економіку в цілому. Охарактеризовано макроекономічні особливості фактичного розвитку національної економіки, які впливають на ефективність використання системи процентних ставок і пов'язаних з ними інструментів грошово-кредитної політики. Досліджено динаміку облікової ставки Національного банку України за 2015-2017 рр., визначено основні внутрішні та зовнішні шоки, що продукують реакцію механізму монетарної трансмісії на заходи грошово-кредитної політики.*

*There has been revealed in the article an influence of macroeconomic conditions of the actual development of the national economy on the transfer mechanism of the central bank. There have been analyzed the approaches of scientists to understanding the essence of the mechanism of monetary transmission, as a process through which the decisions of the central bank in the field of monetary policy are transferred to the financial sector and the economy as a whole. There have been characterized the macroeconomic features of the actual development of the national economy that influence the efficiency of the use of the system of interest rates and related monetary policy instruments. There have been distinguished the dynamics of the discount rate of the National Bank of Ukraine for 2015-2017 and the main internal and external shocks, which produce the reaction of the monetary transmission mechanism to the monetary policy measures.*

**Ключові слова:** *трансмісійний механізм монетарної політики, облікова ставка національного банку, ключова процентна ставка, макроекономічні шоки, монетарна політика.*

**Keywords:** *transmission mechanism of monetary policy, national bank discount rate, key interest rate, macroeconomic shocks, monetary policy.*

**Постановка проблеми.** Політика регулювання інфляції посідає провідне місце у теорії та практиці реалізації стратегій грошово-кредитної політики, оскільки показники та соціально-економічні наслідки інфляційних процесів лежать в основі оцінки економічного стану держави. Монетарним підґрунтям для стабільного соціально-економічного розвитку є цінова стабільність та низька інфляція у довгостроковій перспективі. Таке завдання вирішується за допомогою певного трансмісійного механізму, що покликаний передавати зміни у грошово-кредитній політиці центрального банку до фінансового сектору економіки, а також спрощувати застосування сукупності каналів та зв'язків прямої і оберненої дії. Враховуючи цю нагальну необхідність, активно обговорюються проблеми та перспективи наміченого переходу до нового та більш ефективного режиму грошово-кредитної політики – інфляційного таргетування (ІТ). Тому, успішне запровадження режиму ІТ є однією з найважливіших передумов удосконалення дієвості механізму монетарної трансмісії [1].

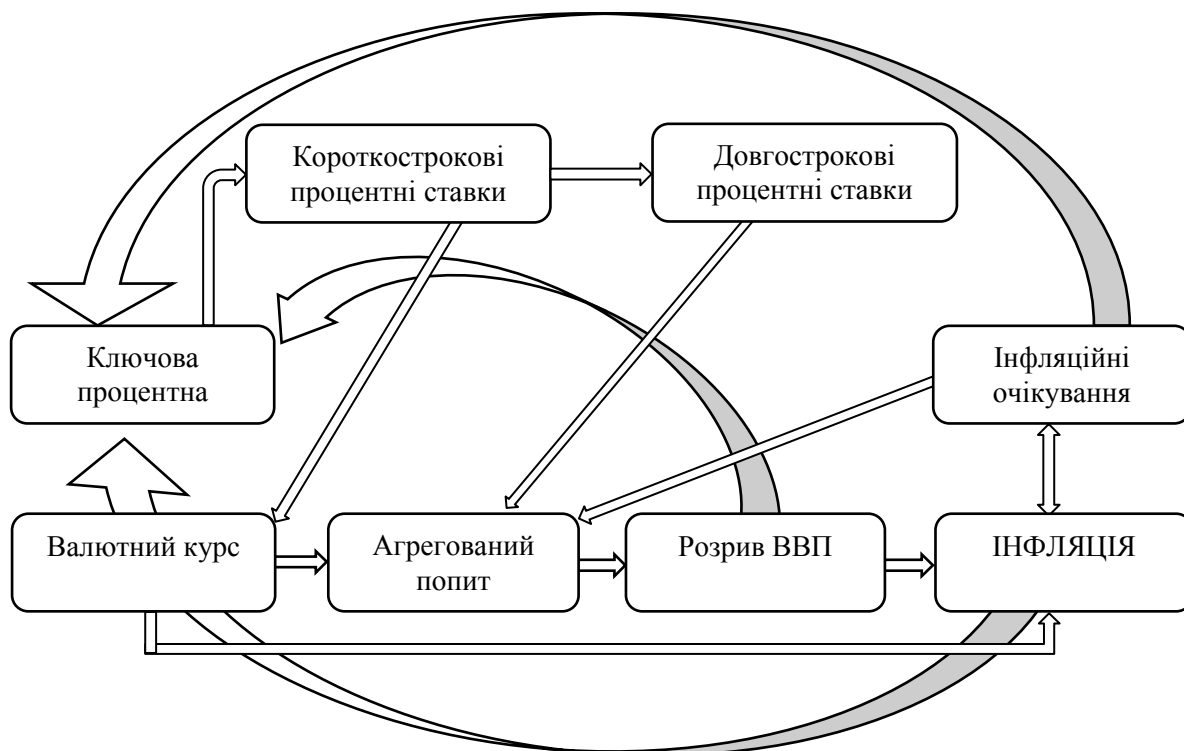
Актуальність даного питання посилюється і недостатньою вивченістю сутності, основних показників та критеріїв інфляційного потенціалу, його глибинних причин та макроекономічних шоків, що чинять вплив на механізм монетарної трансмісії.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** Вперше сутність трансмісійного або передавального механізму була сформульована Дж. М. Кейнсом, який розглядав його як систему змінних, через яку пропозиція грошей впливає на економічну активність [2], проте сучасне трактування суттєво відрізняється від класичного розуміння. У розрізі теоретичних та практичних питань дієвості механізму монетарної трансмісії та грошово-кредитної політики в Україні ґрунтовно досліджуються вітчизняними науковцями, серед яких В. І. Міщенко [3], С. В. Міщенко, О. І. Петрик, А. В. Сомик, Р. С. Лисенко [1], [3], С. В. Науменкова, С. М. Ніколайчук [5]. У сучасній науковій літературі поняття трансмісійного механізму грошово-кредитної політики характеризують як процес, завдяки якому рішення центрального банку у сфері грошово-кредитної політики передаються на фінансовий сектор та економіку в цілому і, перш за все, на основні макроекономічні показники, цінову динаміку, стан грошового ринку та економічне зростання [3].

**Постановка завдання.** Завдання полягає у дослідженні особливостей трансмісійного механізму України у контексті адаптації грошово-кредитної політики до режиму інфляційного таргетування та визначенні впливу макроекономічних умов на інструменти центрального банку у процесі досягнення цінової стабільності.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Європейський Центральний Банк наводить визначення трансмісійного механізму як процесу, за допомогою якого рішення з монетарної політики, наприклад, зміна облікової ставки, впливають на економіку в цілому та на рівень цін зокрема [4].

Практично процес передачі імпульсів від рішень центрального банку стосовно грошово-кредитної політики до суб'єктів економіки відбувається через спеціальні канали передавального механізму, до яких більшість дослідників відносять грошовий, процентний, валютний та кредитний канали. Однак останнім часом Національний банк України (НБУ) включає до системи канал цін активів та канал очікувань, що обумовлено структурними змінами трансмісійного механізму та використанням популярних нині нестандартних інструментів у контексті програм кредитного та кількісного пом'якшення [3].



**Рис. 1. Трансмісійний механізм монетарної політики [5]**

Відтак в Україні розглядається спрощена система механізму монетарної трансмісії (рис.1), що визначає взаємозв'язок інструментів монетарної політики центрального банку не тільки на інфляцію, але і на рівень

загального економічного зростання та його складові. Наведена схема засвідчує, що на сьогоднішній день основним інструментом монетарної політики НБУ є ключова процентна ставка, що синхронізується центральним банком з обліковою ставкою і слугує операційною ціллю для короткострокових процентних ставок на міжбанківському кредитному ринку [6].

Ключова процентна ставка доповнюється коридором процентних ставок за кредитними та депозитними операціями овернайт з метою управління короткостроковими процентними ставками на міжбанківському ринку шляхом обмеження їх коливань навколо ключової процентної ставки.

Водночас слід брати до уваги макроекономічні особливості фактичного розвитку національної економіки, які впливають на ефективність використання НБУ системи процентних ставок і пов'язаних з ними інструментів грошово-кредитної політики, зокрема: недостатньо розвинений фондовий ринок, особливо в частині приватних цінних паперів; наявність великої долі сегмента економіки, що не обслуговується банками – за міжнародними зіставленнями аномально висока готівкова залежність; активне використання іноземної валюти як засобу приватних заощаджень; різкий спад на міжбанківському кредитному ринку; тривала практика кредитування фізичних осіб на неринкових умовах.

Відкритість національної економіки та слабкість її фінансової системи зумовлюють суттєві ризики для фінансової стабільності. У випадку кризових явищ нівелювання впливу шоків на фінансову систему відбувається за рахунок застосування інструментів ключової процентної ставки та валютних інтервенцій, виконання НБУ функції кредитора останньої інстанції для стабілізації ринкових очікувань [7].

Очевидно, що реакція передавального механізму на послідовні шоки макроекономічного середовища відбувається шляхом застосування НБУ наведених інструментів монетарної політики (рис.1). Відтак фінансові шоки (зміна іноземних процентних ставок, потоки капіталу, тощо) через валютний курс продукують деструктивний вплив на агрегований попит, що в свою чергу доповнюється ризиками зміни умов кредитування, цін на сировину, зовнішнім попитом та фіскальною політикою. Структурні реформи у країні, військовий конфлікт на Сході наряду з вищезгаданим спричиняють розрив ВВП, тим самим прискорюючи темпи інфляції. Новий операційний дизайн монетарної політики покликаний нівелювати макроекономічні шоки шляхом оперативних змін коротко- та довгострокових процентних ставок, що формуються на основі ключової процентної ставки.

Детальний аналіз основних факторів, що чинили вплив на зміну облікової ставки у 2015-2017 рр. дозволив зробити відповідні висновки про реакцію механізму монетарної трансмісії на внутрішні та зовнішні шоки (рис. 2).

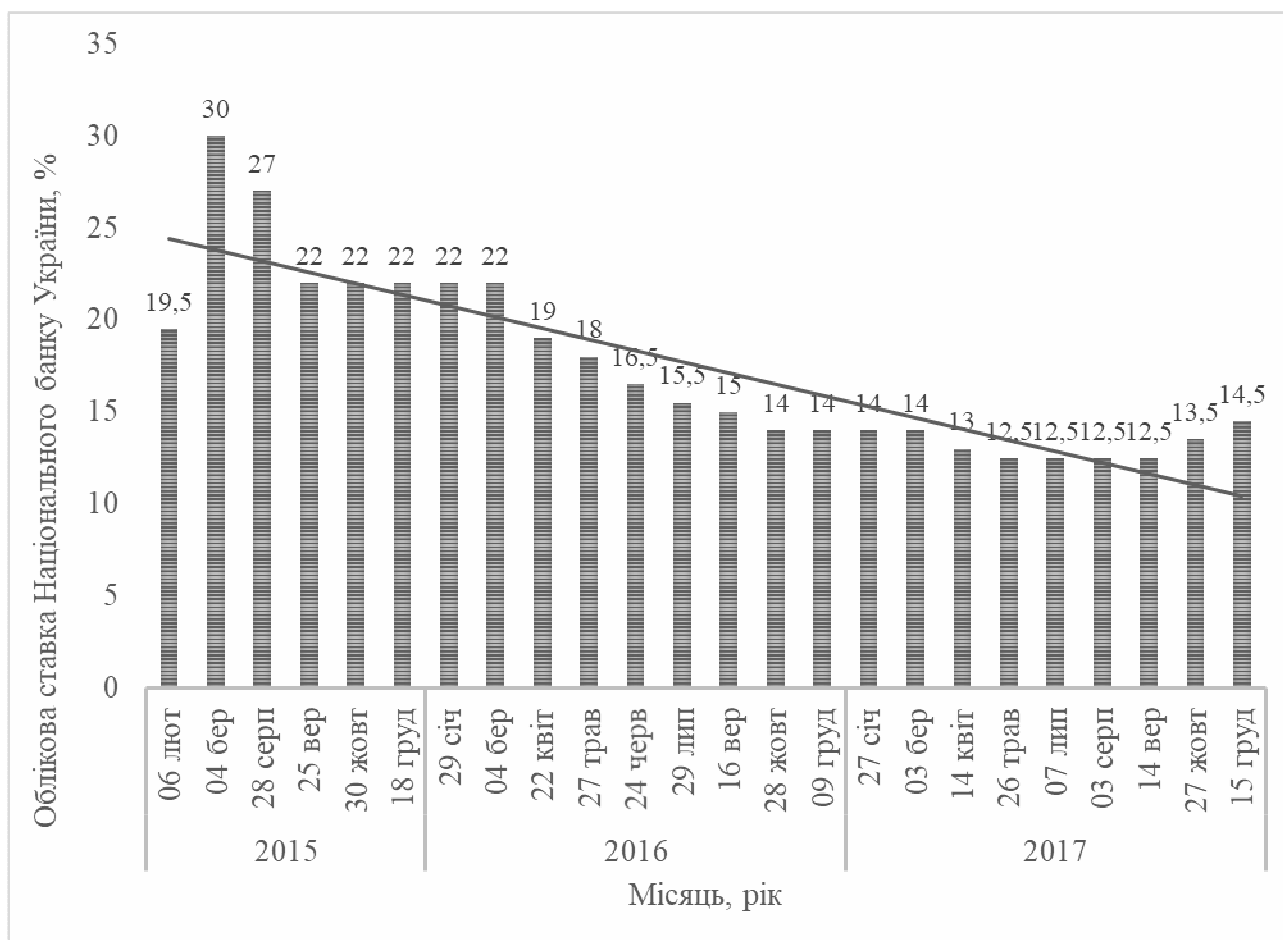


Рис. 2. Облікова ставка НБУ у 2015-2017 роках, % [5]

Відтак запровадженню жорсткої монетарної політики на початку 2015 року передували ескалація військового конфлікту на Сході країни, зростання негативних ринкових очікувань, стрімке розбалансування валютного ринку та підвищення темпів інфляції. Наряду з ризиками дестабілізації грошово-кредитного ринку та високими девальваційними та інфляційними очікуваннями НБУ продовжив дотримуватися політики «дорогої

гривні», відмовившись від режиму фіксації валютного курсу. Перехід до стриманої монетарної політики та подальше її збереження наприкінці 2015 року були спровоковані турбулентністю світової економіки, падінням цін на товари українського експорту та запровадженням нових торговельних обмежень. Відтермінування зовнішнього фінансування та загальна політична нестабільність в свою чергу посилювали напругу на валютному ринку.

Поступове нівелювання зазначених чинників посилює потенційну дієвість застосування ключової процентної ставки Національного банку. Новий операційний дизайн монетарної політики наприкінці 2016 року приніс вклад у формування стійкого дезінфляційного тренду, покращення інфляційних очікувань та поліпшення кон'юнктури фінансового ринку. Це проявляється у посиленні ефектів трансмісійного механізму процентних ставок не лише на міжбанківському кредитному ринку, у момент трансформації імпульсів від коротко- до середньо- та довгострокових процентних ставок, а також грошових ресурсів відповідної тривалості, а й під час прийняття бізнес-рішень у реальному секторі економіки.

**Висновки з даного дослідження і перспективи подальших розвідок у даному напрямі.** Монетарний трансмісійний механізм є механізмом передачі змін у використанні інструментів грошово-кредитної політики центрального банку на фінансовий сектор економіки, а у подальшому – на макроекономічні змінні через складну сукупність каналів.

Проведене дослідження дозволяє зробити висновок, що діючий в Україні механізм монетарної трансмісії не є досконалим і потребує перегляду та підвищення ефективності дії всіх його складових. Ключовим питанням дієвості передавального механізму залишається орієнтованість на забезпечення цінової стабільності та підтримку стабільного рівня інфляції.

Ключовими факторами стримування інфляції відповідно до цільових орієнтирів залишаються посилення ролі процентної політики центрального банку, зовнішня підтримка реформ, відсутність негативних шоків на зовнішніх ринках та ескалації бойових дій на сході України, і як результат – подальше поліпшення інфляційних та валютно-курсочивих очікувань бізнесу та населення.

### Література.

1. Міщенко В.І., Петрик О.І., Сомик А.В., Лисенко Р.С. Монетарний трансмісійний механізм в Україні: Науково-аналітичні матеріали. Вип. 9 / В. І. Міщенко, О. І. Петрик, А. В. Сомик, Р. С. Лисенко та ін. – К.; Національний банк України. Центр наукових досліджень, 2008. – 144 с.

2. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. / Дж. М. Кейнс. – М:Гелиос АРВ, 1999. – 352 с.

3. Міщенко В.І., Міщенко С.В. Удосконалення дії каналів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в Україні в умовах переходу до таргетування інфляції. В.І. Міщенко, С.В. Міщенко [Електронний ресурс]. – 2015. – Режим доступу: <https://irbis-nbuv.gov.ua>

4. The Monetary Policy of the ECB. – Frankfurt am Main: ECB, 2011

5. Облікова ставка Національного банку України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=53647](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=53647)

6. Ніколайчук С. М. Монетарна політика НБУ за режиму інфляційного таргетування: цілі та фактори прийняття рішень. / С.М. Ніколайчук. – К.; Національний банк України [Електронний ресурс]. – 2016. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=38218384>

7. Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2016-2020 роки. Постанова Правління Національного банку України від 18.08.2015 №541. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/v0541500-15>

8. Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу. Рішення Ради Національного банку України від 21.12.2016.- [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/vr001500-16>

### References.

1. Mishchenko, V.I. Petrik, O.I. Somik, A.V. and Lysenko, R.S. (2008), “Monetary Transmission Mechanism in Ukraine”, Scientific and Analytical, Vol. 9.

2. Keynes, J.M (1999), *Obschaia teoriya zaniatosty, protsenta y deneh* [General theory of employment, interest and money], Helios ARV, Moscow, Russia.

3. Mishchenko, V.I. and Mischenko, S.V. (2015), “Improvement of the channels of the transmission mechanism of monetary policy in Ukraine in the context of the transition to inflation targeting”, available at: <https://irbis-nbuv.gov.ua> (Accessed 20 Dec 2017).

4. ECB (2011), *The Monetary Policy of the ECB*, ECB, Frankfurt am Main, Germany.

5. National Bank of Ukraine (2017), “The discount rate of the National Bank of Ukraine”, available at: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=53647](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=53647) (Accessed 20 Dec 2017).

6. Nikolaichuk, S. (2016), “Monetary policy of the NBU for the regime of inflation targeting: goals and decision-making factors”, available at: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=38218384> (Accessed 20 Dec 2017).

7. National Bank of Ukraine (2015), “On the Basic Principles of Monetary Policy for 2016-2020”, available at: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/v0541500-15> (Accessed 20 Dec 2017).

8. National Bank of Ukraine (2016), “On the Basic Principles of Monetary Policy for 2017 and the Medium-Term Perspective”, available at: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/vr001500-16> (Accessed 20 Dec 2017).