

СЕКЦІЯ 3. ФІНАНСИ, БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ
SECTION 3. FINANCE, BANKING AND INSURANCE

УДК 336.71

JEL Classification: E52, H56

Дзюблюк О. В.,
д-р екон. наук, професор,
професор кафедри фінансів імені С. І. Юрія,
Західноукраїнський національний
університет, м. Тернопіль

**ОСОБЛИВОСТІ МОНЕТАРНОЇ ТРАНСМІСІЇ
В УКРАЇНІ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ**

Сучасний стан економіки України визначається розгортанням кризових явищ унаслідок повномасштабної воєнної агресії, що обумовлює потребу оптимізації регулятивного впливу монетарної політики із тим, щоб забезпечити стійкість економіки до негативних наслідків війни, мінімізувати й локалізувати дію негативних наслідків кризи для реального сектору господарства. За таких обставин особливо актуальним є дослідження проблем, пов'язаних із вибором найбільш оптимальної стратегії грошово-кредитної політики, що на практиці реалізовується через відповідні канали монетарної трансмісії, котрі діють на основі обраного режиму таргетування. При цьому воєнні дії визначають потребу переоцінки системи економічних координат, у яких центральний банк, обстоюючи свою інституційну незалежність, міг зосереджувати монетарне регулювання винятково на ціновій стабільності, ігноруючи інші стратегічні цілі державного впливу на економіку, пов'язані із гострою необхідністю порятунку економічної активності і недопущенням розгортання рецесії саме за допомогою інструментів грошово-кредитної політики.

Річ у тім, що грошово-кредитне регулювання нині є одним із найбільш важливих елементів макроекономічної політики держави і являє собою сукупність короткострокових і довгострокових заходів, спрямованих на зміну грошової маси в обігу, обсягу банківського кредитування економіки, рівня процентних ставок та інших показників грошового обігу і ринку позичкового капіталу. Однак потрібно розуміти, що вибір і реалізація стратегічних цілей грошово-кредитної політики завжди є комплексним питанням, позаяк обрані цілі мають відповідати таким критеріям, як вимірюваність, керованість та передбачуваність. Зазвичай усі цілі грошово-кредитного регулювання включають: цінову стабільність, обмеження коливань валютного курсу, забезпечення економічного зростання і високої

зайнятості, а також підтримання стабільності фінансової системи. При цьому дані цілі асоціюються із макроекономічною стабілізацією та економічним зростанням, а також зі зниженням ризиків фінансового сектору.

По суті, найважливішими серед указаних цілей є, звісно, стабілізація цін і забезпечення сійкого економічного зростання. Однак принцип вибору стратегічної мети грошово-кредитної політики означає, що вона не може бути одночасно багатоцільовою з наступних причин: по-перше, деякі цілі несумісні одна з одною. Наприклад, якщо центральний банк керується цілями високих темпів економічного зростання і низького рівня безробіття, то їх наслідком буде ріст інфляції, що можна пояснити на основі теорії "неможливої трійці", тобто неможливості одночасного досягнення фіксованого валютного курсу, вільного руху капіталу і незалежної грошово-кредитної політики. По-друге, одночасна реалізація кількох конкуруючих цілей може призвести до зниження ефективності грошово-кредитної політики і навіть до того, що центральний банк не досягне жодної з цих цілей, що може зашкодити репутації монетарної влади, позначившись на ефективності грошово-кредитного регулювання.

А з огляду на те, що у центрального банку немає безпосередніх можливостей впливати за допомогою власних інструментів на досягнення кінцевих, стратегічних цілей монетарного регулювання, то це зумовлює необхідність опосередковування їх певними тактичними цілями, досягнення яких перебуває у сфері прямого впливу інструментів, що є у розпорядженні центробанку, тобто передбачає застосування відповідного передавального механізму грошово-кредитної політики. Це означає, що ключовим фактором, який визначає дієвість монетарного впливу на перебіг економічних процесів є побудова ефективного механізму монетарної трансмісії, що забезпечує передачу через відповідні канали необхідних імпульсів грошово-кредитного регулювання на реальний сектор.

Побудова механізму монетарної трансмісії передбачає послідовну передачу імпульсів грошово-кредитної політики центрального банку за сукупністю каналів, тобто ланцюгів проміжних макроекономічних змінних, за якими передається вплив монетарного регулювання на реальний сектор економіки. На сьогодні найбільш відомі та досліджені наступні п'ять каналів монетарного трансмісійного механізму: канал процентної ставки, канал валютного курсу, кредитний канал, канал вартості активів та канал очікувань. Водночас, потрібно розуміти, що будь-яке виокремлення каналів впливу механізму монетарної трансмісії на економіку є достатньо умовним, позаяк у дійсності економічні реалії є дуже складними, а тому основні підходи до визначення тих чи інших каналів передачі монетарних імпульсів політики центрального банку на реальний сектор є до деякої міри спрощенням реальної ситуації, зумовленої необхідністю абстрагуватися від

надмірно великої кількості умов, які впливають на взаємозв'язки монетарних і макроекономічних змінних.

Процентний канал передбачає вплив монетарної політики центробанку через офіційну облікову ставку на короткострокові і довгострокові ставки фінансового ринку, що позначається на грошових потоках кредиторів і позичальників, а відтак на динаміці інвестицій, заощаджень, змінах сукупних витрат і попиту, що в свою чергу впливає на темпи зростання економіки, зайнятість та інфляцію. Канал валютного курсу передбачає використання зміни курсу національної валюти як основного засобу впливу монетарної політики на динаміку сукупного попиту через вартість чистого експорту, сукупної пропозиції, а також внутрішню вартість імпорту. Кредитний канал монетарної трансмісії визначає вплив політики центрального банку на доступність ресурсів на грошовому ринку через дію монетарних інструментів на зміну пропозиції кредитних ресурсів банківською системою, що залежить від наявних у неї вільних резервів. Канал вартості активів визначає вплив монетарної політики на реальний сектор економіки через зміну цін фінансових активів у вигляді фондових інструментів – акцій і облігацій, а також реальних активів, вартість яких визначається динамікою цін на нерухомість. Канал очікувань пов'язаний із тими результатами, які відображають уявлення економічних агентів про вплив монетарної політики центрального банку на зміну майбутніх цін і макроекономічної ситуації та на їхні рішення щодо споживання, заощаджень, інвестицій, виробництва.

Аналіз практичних аспектів функціонування зазначених вище каналів монетарної трансмісії має передбачати з'ясування тих особливостей застосування інструментів грошово-кредитної політики центрального банку, котрі слід враховувати за обставин фінансової дестабілізації і розгортання кризових явищ у фінансовому та реальному секторах економіки, що зумовлено повномасштабними воєнними діями та їх всеосяжним впливом на усі аспекти економічного життя суспільства. Тому головний вибір найбільш оптимальних на сьогодні шляхів передачі монетарних імпульсів до реального сектору економіки перебуває у дискусійній площині передусім між прихильниками процентного і валютного каналів трансмісійного механізму. Це пов'язано з тим, що застосування інших каналів за поточної економічної ситуації є проблематичним в силу незавершеності структурних змін господарства, а відтак вести мову про однорідність впливу механізму монетарної трансмісії за каналами кредитів, вартості активів та очікувань економічних агентів на реальний сектор поки що не доводиться.

Вибір Національним банком України процентного каналу монетарної трансмісії як головного засобу передачі імпульсів грошово-кредитної

політики на реальний сектор визначається режимом інфляційного таргетування і відповідно до нього встановленою безумовною пріоритетністю цілі із забезпечення цінової стабільності та підпорядкування їй усіх інших цілей і завдань монетарного регулювання. Даний підхід застосовується виходячи із того, що, на думку регулятора, найважливішим завданням центрального банку є забезпечення безінфляційного грошового обігу [1]. Однак процентний канал монетарної трансмісії, як і режим інфляційного таргетування, містить цілий ряд внутрішніх протиріччів і недоліків, котрі, зокрема, включають: істотне зростання волатильності валютного курсу з відповідними наслідками щодо фінансової дестабілізації; суттєве зростання фінансово-економічних ризиків України під час воєнних дій, що генерує потужний психологічний тиск на знецінення національної валюти; обмеження можливостей досягнення інших стратегічних цілей монетарної політики, зокрема, стимулювання економічного росту і зниження безробіття, що особливо важливо в умовах воєнного стану [2].

З іншого боку, канал валютного курсу при відповідному монетарному режимі орієнтації на підтримання певного стабільного курсового співвідношення національної валюти відносно іноземних валют має беззаперечні переваги для такої малої відкритої економіки, як українська, котра до того ж по суті зруйнована у результаті воєнних дій та потребує жорстких стабілізаційних заходів щодо недопущення поширення волатильності валютного ринку на решту секторів економіки. Тому найбільш ефективним напрямом для досягнення стратегічних цілей монетарної політики слід було б вважати використання трансмісійного каналу валютного курсу, який відіграє роль головного "номінального якоря" монетарної політики, сигналізуючи про наміри регулятора забезпечувати стабільність економіки на макро- і мікрорівнях. Його перевагами є зниження трансакційних витрат і краща передбачуваність бізнес-процесів для учасників ринку, сприяння розвитку зовнішньої торгівлі та надходженню іноземного капіталу, а також підтримання цінової стабільності. Саме вибір валютного каналу монетарної трансмісії був би найкращим виробом в умовах воєнного стану, оскільки засновується на оцінці можливостей досягнення максимального ефекту від передачі монетарних імпульсів від центрального банку до реального сектора.

Список використаних джерел

1. Дзюблук О. В. Оптимізація передавального механізму грошово-кредитної політики центрального банку. *Вісник НБУ*. 2003. №1. С.32-37.
2. Дзюблук О. Особливості трансмісійного механізму монетарної політики в Україні в умовах воєнного стану. *Економічний аналіз*. 2023. Том 33. № 3. С. 247-256.