

Жук В. М.

ІНФРАСТРУКТУРНИЙ АНАЛІЗ МОНЕТАРНОЇ ТРАНСМІСІЇ УКРАЇНИ В ПЕРІОД ЕКОНОМІЧНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

У статті розглянуто систему детермінант ефективності (інфраструктуру) механізму монетарної трансмісії. Досліджено, що для економік, які переживають значні системні зміни чи періоди економічної нестабільності, ця інфраструктура визначає особливості роботи монетарної трансмісії у порівнянні із класичною її моделлю. Крім того, наведено числові виміри деяких інфраструктурних детермінант та їхні значення для економіки України.

Ключові слова: економічна політика, монетарна трансмісія, фінансова криза, державні фінанси, нестабільність.

JEL classification: E520, E580

Вступ та постановка проблеми

Сучасна практика оцінки грошово-кредитної політики з використанням макроекономічних моделей наражається на низку проблем, особливо у випадках, коли економіка зазнає стресів і структурних трансформацій, характерних для періодів макроекономічної нестабільності. Найбільш поширені підходи в цій сфері ґрунтуються на припущенні щодо стану, наближеного до економічної рівноваги, характеристики якої не змінюються впродовж періоду, що розглядається. У випадку значних фінансово-економічних зрушень, характерних як для економік на етапі ринкової трансформації, так і для кризових випадків, порушуються саме ці припущення, що не відкидає разом з тим необхідність кількісного аналізу наслідків економічної політики. Таким чином, оскільки відгук соціально-економічної системи на зовнішні шоки не є гомогенним за умов трансформації, можемо говорити про систему архітектонічних важелів, які і визначають швидкість і силу передачі монетарних сигналів. Із позиції монетарного регулятора, комплексний аналіз цієї інфраструктури монетарної трансмісії є важливою передумовою прийняття ефективних монетарних рішень.

Аналіз останніх досліджень та публікацій

Проблематикою кількісного аналізу грошово-кредитної політики в останні роки займалися як зарубіжні, так і вітчизняні вчені, зокрема В. Міщенко, Р. Лисенко, А. Сомик, С. Шульга,

О. Петрик, С. Ніколайчук, І. Лук'яненко та ін. [1–4]. Серед зарубіжних вчених слід виділити праці П. Кастільо, К. Монторо, В. Туеста, К. Сімса, Т. Жа, Г. Капетанюса, В. Лабхарда, С. Прайса, В. МакКіббіна, К. Тан, К. Рогофф, А. Хусейн, А. Моді та ін. [5–7].

З іншого боку, у питанні аналізу детермінант зміни монетарних режимів та детермінант монетарної ефективності слід звернути увагу на роботи Б. Егерта, Р. Макдональда, П. Мішра, П. Монтіеля, Р. МакКіннона, С. Каміна, Ф. Тернера, А. Білмаєра, Л. Бонато та ін. [8; 9]. Окремі детермінанти монетарної трансмісії (доларизація, неповна участь у фінансових ринках тощо) в окремих країнах або групах країн також розглядалися багатьма вченими, такими як К. Савва, К. Неанідіс, А. Білмеєр, Л. Бонато, Е. Лейяті тощо [10; 11].

Невирішені частини проблеми

Попри те, що Національний банк України активно застосовує практику аналізу грошово-кредитної політики за допомогою різного роду кількісних моделей загальної рівноваги [4; 12; 13], питання гетерогенності реакцій та інфраструктури чинників, що визначають проходження монетарних сигналів, розглядалося недостатньо. Водночас зарубіжні вчені при аналізі емерджентних економік розглядали низку кейсів, подібних до України деякими специфічними рисами, але українську економіку лише зрідка включали в ці дослідження. Отже, більш комплексний аналіз згаданої інфраструктури на прикладі України може становити цінність для українського

монетарного регулятора, з одного боку, а з іншого – дасть змогу поглибити дослідження у сфері аналізу монетарної політики і збагатити дискурс, пов'язаний з економічною трансформацією та аналізом країни в період нестабільності в цілому.

Мета та завдання статті

Метою цієї статті є проведення поглибленого аналізу інфраструктури монетарної трансмісії для української економіки протягом 1998–2015 років, щоб визначити ключові детермінанти і модифікатори ефективності монетарних каналів, актуальні саме для української економіки. Задля досягнення цієї мети поставлено такі завдання: 1) проаналізувати основні елементи інфраструктури монетарної трансмісії і напрямки їхнього впливу на роботу трансмісійних каналів; 2) провести статистичний аналіз інформації про динаміку індикаторів стану інфраструктури монетарної трансмісії для України; 3) сформулювати рекомендації щодо особливостей проведення монетарної політики в актуальних умовах економічної нестабільності.

Виклад основного матеріалу дослідження

Монетарну (грошово-кредитну) політику у нашій країні визначають як комплекс заходів у сфері грошового обігу та кредиту, спрямованих на забезпечення стабільності грошової одиниці України через використання визначених Законом «Про Національний банк України» засобів та методів [14]. Відповідно до ст. 25 цього Закону основними економічними засобами та методами грошово-кредитної політики є регулювання обсягу грошової маси через: 1) визначення та регулювання норм обов'язкових резервів для комерційних банків; 2) процентну політику; 3) рефінансування комерційних банків; 4) управління золотовалютними резервами; 5) операції з цінними паперами (крім цінних паперів, що підтверджують корпоративні права), в т. ч. з казначейськими зобов'язаннями, на відкритому ринку; 6) регулювання імпорту та експорту капіталу; 7) емісію власних боргових зобов'язань і операції з ними. Водночас західна парадигма визначає монетарну політику як заходи, що застосовуються центральним банком та казначейством задля посилення економіки та мінімізації циклічних флуктуацій шляхом впливу на доступність та вартість кредитних ресурсів, бюджетну та податкову політику та інші фінансові фактори, що передбачають кредитний контроль та фіскальну політику [15]. На основі вищенаведених визначень можна узагальнено розглядати монетарну політику як цілеспрямований, скоординований з

бюджетною та іншими регуляторними політиками вплив головного монетарного регулятора країни (як правило, центрального банку, у випадку України – Національного банку України) на обсяг і структуру ключових грошових агрегатів, а також їхні вартісні характеристики (відсоткові ставки, курси обміну валюти тощо) і за їхнього посередництва на процеси суспільного виробництва і заощадження, застосовуючи при цьому визначений набір засобів впливу (монетарних інструментів).

Зі сформульованого вище узагальненого визначення випливає, що монетарним інструментом є певний, як правило, кількісний параметр фінансової системи країни, управління яким законодавчо віднесено до компетенції монетарного регулятора і який, здебільшого опосередковано, шляхом включеності у механізм монетарної трансмісії, має вплив на динаміку характеристик грошових агрегатів і на фінансово-економічну систему країни в цілому.

Із цими базовими поняттями безпосередньо пов'язаним є поняття трансмісійного механізму монетарної політики (надалі – трансмісійного механізму). Цим терміном здебільшого позначають систему фінансово-економічних взаємозв'язків і залежностей, які передають стимули і сигнали монетарного регулятора (зміни значень монетарних інструментів) на явно чи неявно таргетовані індикатори, або ж на реальний сектор економіки в цілому. Таргетованими (цільовими) економічними показниками, тобто такими показниками, певні бажані значення або динаміка яких лежить в основі тієї чи тієї концепції грошово-кредитної політики на заданий період, як правило, визначають одну або декілька з таких груп економічних змінних [16; 17]: 1) монетарні агрегати – найчастіше у цій групі таргетуються монетарна база та монетарна маса в широкому розумінні (як правило, представлена агрегатом M2 або M3); 2) індикатори цінової інфляції – як правило, такими індикаторами виступають індекс споживчих цін (ІСЦ), індекс цін виробників промислової продукції або ж індекс-дефлятор ВВП; 3) обмінний курс національної валюти – таргетування курсу може відбуватися щодо однієї валюти або кошика валют.

Слід наголосити, що залежно від структурних особливостей окремо взятої економіки можна говорити про суттєві відмінності у характері й силі (ефективності) різних каналів монетарної трансмісії.

Узагальнену схему ключових каналів трансмісійного механізму монетарної політики наведено на рис. 1.

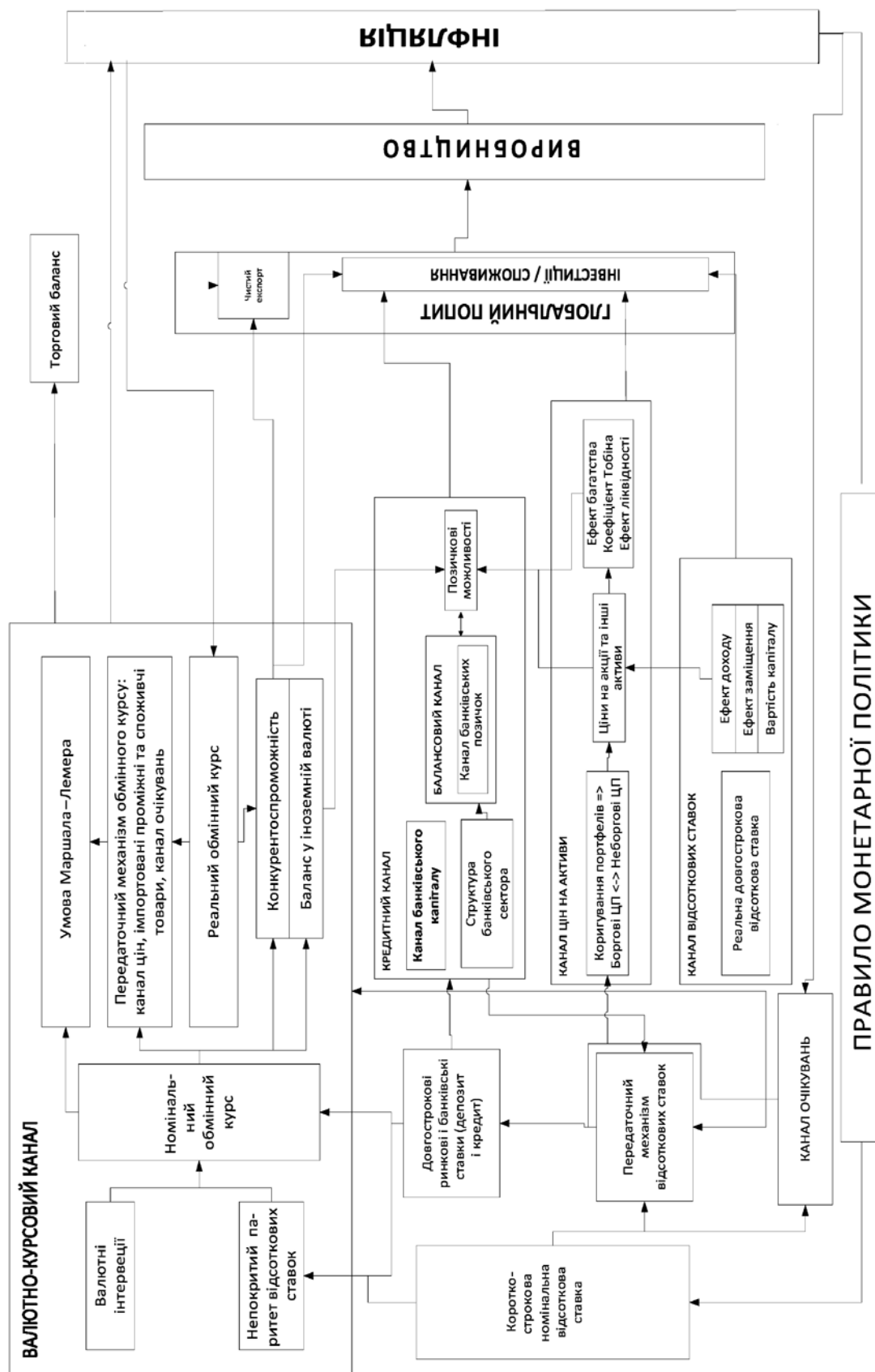


Рис. 1. Детальна концептуальна схема трансмісійного механізму (джерело: перекладено автором на основі [8])

Загалом у схемі монетарної трансмісії за каналом відсоткових ставок класично виділяють дві фази: передаточний механізм від монетарного інструменту (облікової ставки) до ринкових відсоткових ставок і передача від ринкових відсоткових ставок до роздрібних ставок.

При аналізі першої стадії дослідники [18] акцентують увагу на тому, що залежно від рівня довіри до монетарних інституцій і регулятора може формуватися різна, специфічна для країни часова структура відсоткових ставок. Емпіричні дослідження показують, що, як правило, зв'язок між монетарним інструментом і ставками грошового ринку є дуже тісний. Також тісним є зв'язок між динамікою грошового ринку і ринковими ставками на короткотермінові активи. Водночас, передача сигналу від короткострокового ринку до ринку довгострокових активів є нестабільною, що зокрема можна пояснити змінами у кривій доходності, спричиненій ефективною політикою дезінфляції. Отже, друга фаза, перехід до роздрібних ставок відбувається передусім за рахунок короткострокового сегмента.

Серед чинників, що визначають ефективність передаточного механізму відсоткових ставок, дослідники передусім називають рівень ринкової конкуренції. Зокрема, виявлено зворотний зв'язок між ринковою концентрацією (індекс Гедіндала – Гіршмана як вимірник рівня ринкової конкуренції) та пропускну здатністю відсоткового каналу для кредитних ставок і прямий зв'язок – для депозитних [19]. Разом з тим є свідчення, що темп зростання ВВП та глибина проникнення фінансового сектора ніяк не впливають на рівень ефективності цього передаточного механізму, натомість нижча ринкова концентрація, менша частка поганих позик (вищий рівень здоров'я фінансового сектора) та вища залученість іноземного капіталу позитивно впливають на силу і швидкість цього механізму.

З іншого боку, за високого рівня конкуренції, коли окремо взяті банки змушені приймати ринкові ставки як екзогенно задані, еластичність попиту за відсотковою ставкою для продуктів окремо взятого банку є вищою за сукупну еластичність попиту на банківські продукти. Натомість, коли банки є достатньо великими, щоб впливати на ринкову ставку, ситуація протилежна.

Також ефективність цього каналу в частині взаємозв'язку ринкових ставок та ставок за короткостроковими державними цінними паперами пов'язують із міжтемпоральною взаємозамінністю споживання і тим, наскільки домогос-

подарства обмежені на кредитному ринку [20]. Чим вище міжтемпоральна замінність споживання і чим менш обмежені домогосподарства у доступі до кредитних ресурсів, тим ефективнішим буде цей канал на своїй останній стадії.

У загальному випадку, збільшення банківської бази депозитів мало би збільшити обсяг ресурсів, які банки виводять на споживчий ринок, іншими словами, збільшити пропозицію банківських позичкових ресурсів. Конкуренція між банками мала б перетворити цю збільшену пропозицію банківських продуктів на зниження відсоткових ставок і збільшити доступність кредитів для позичальників. Це збільшує загальний попит, адже таким чином залежні від банків економічні агенти можуть збільшити обсяг споживання. Власне, ця взаємодія є каналом банківських позичок, що своєю чергою є компонентом кредитного каналу. Ефективність цього каналу залежить від того, наскільки зростання депозитної бази впливає на збільшення банками кредитної пропозиції, а також наскільки збільшена пропозиція впливає на здешевлення кредитних ресурсів для небанківського сектора.

Втім, якщо депозитна діяльність не є єдиним джерелом позичкових фондів для банків, при збільшенні депозитної бази банки можуть просто перерозподілити структуру пасивів, зменшивши обсяг інших джерел фінансування. Крім того, на додатково отримані кошти банки можуть придбати цінні папери, замість розширення кредитного портфеля. Ці особливості можуть стати чинниками, що обмежують ефективність кредитного каналу. Крім того, на заваді також стоятиме низька конкуренція в банківському секторі, адже в неконкурентному середовищі банки не переноситимуть здешевлення залучених ресурсів на роздрібні кредитні ставки.

За умов плаваючого валютного курсу арбітраж між внутрішнім і закордонними короткостроковими урядовими цінними паперами викликає перетоки капіталу, що спричиняють порушення рівноважного обмінного курсу, необхідного для підтримування непокритого паритету відсоткових ставок. Таким чином у дію вступає валютно-курсовий канал монетарної політики. За умови дії маховика цін, ця зміна в номінальному обмінному курсі відображається у знеціненні реального обмінного курсу, що спричиняє перерозподіл доходів між вітчизняними та імпортованими благами. Ефективність цього каналу залежить від схильності центрального банку дозволити обмінному курсу вільно змінюватися (що може бути обмежене «страхом вільного плавання»). Крім того, чинниками

ефективності каналу обмінного курсу є рівень мобільності капіталу (низький рівень мобільності знизить ефект від зміни короткострокових відсоткових ставок), сила ефектів перемикавання споживання (що залежить від товарної структури виробництва і споживання), істотність валютних розривів (адже зворотний балансовий ефект може спричинити феномен негативного скорочення витрат, що може послабити або й обернути ефект від перемикавання споживання) і сила передаточного механізму обмінних курсів (бо на споживання впливає саме зміна реального обмінного курсу, яка менш імовірно станеться, якщо сила передаточного механізму висока, тобто зміна курсу значною мірою переноситься на інфляцію країн – торгових партнерів).

Разом з тим дослідники [19] зазначають, що феномен сильного впливу обмінного курсу на рівень цін (диверсифікований за типом товарів, що імпортуються – споживчих чи проміжних, та залежно від рівня потенційного імпортозаміщення), сильний для емерджентних економік та економік країн, що розвиваються, характеризується феноменом послаблення як для індустріалізованих, так і для країн, що розвиваються. Детермінантою такого зниження, на думку різних дослідників, є макроекономічна структура: зокрема рівні і структура інфляційних показників, товарна структура імпорту (значна ефективність каналу для сировинних і енергетичних матеріалів, і значно нижча – для харчових та інших промислових товарів), а також власне факт визначення обмінного курсу як проміжної цілі, що має психологічний ефект мультиплікатора.

Передача сигналу від короткострокових до довгострокових урядових цінних паперів відбувається за рахунок механізму очікувань. Важливим елементом ефективності на цьому етапі є те, наскільки довготривалою сприймається ця зміна короткотермінових ставок. Важливість каналу довготермінових відсоткових ставок полягає в тому, що він передусім впливає не на поточне споживання домогосподарств, на відміну від короткотермінового, а на витрати підприємств і довгострокові витрати домогосподарств.

Крім того, довготермінові ставки впливають на дисконти, що застосовуються до низки фінансових інструментів, враховуючи довготермінові облигації, неборгові цінні папери і реальні активи. Канал вартості активів працює через перенесення змін у довгострокових ставках відсотку на вартість таких активів, що своєю чергою спричиняє ефект багатства на приватне споживання. Ефективність цього каналу залежить від чутли-

вості цін на активи до динаміки довгострокових відсоткових ставок, відношення загальної вартості таких активів до доходів домогосподарств і можливо від розподілу таких активів між господарствами в разі, якщо гранична схильність до споживання значно різниться у різних когортах домогосподарств.

Зрештою, зміни у вартості активів впливають на загальну заставну вартість фірм та домогосподарств. Оскільки доступність застави пом'якшує моральну загрозу при залученні зовнішніх джерел фінансування, знижується премія, яку отримують такі позикодавці поверх безризикової ставки. Це створює механізм, який зміцнює ефект від змін у відсоткових ставках на ціну зовнішнього фінансування: вищі ставки відсотка зменшують вартість активів і відповідно збільшують премію за залучення зовнішнього фінансування. Дія цього фінансового акселератора є проявом роботи ще одного каналу монетарної трансмісії – балансового каналу.

Отже, така класична схема монетарної трансмісії покладається на ефективний арбітраж у кількох напрямках: між різними вітчизняними короткостроковими активами, між коротко- та довгостроковими вітчизняними активами, між довгостроковими активами боргової та неборгової природи, між вітчизняними та закордонними активами, між вітчизняними фінансовими та реальними активами. Відповідно, існує необхідний інституційний мінімум, який потрібен для вищеописаного функціонування монетарної трансмісії [20]: 1) сильне інституційне середовище, яке забезпечує захист позичкових угод і здійснення фінансового посередництва через офіційні фінансові ринки; 2) незалежний центральний банк; 3) добре функціонуючий і високоліквідний міжбанківський ринок резервів; 4) добре функціонуючий і високоліквідний вторинний ринок урядових цінних паперів; 5) добре функціонуючі і високоліквідні ринки акцій та нерухомості; 6) високий рівень міжнародної мобільності капіталу; 7) плаваючий обмінний курс.

Крім того, на нашу думку, до вищенаведеного переліку також необхідно додати наявність і доступність на ринку безризикових активів у формі урядових цінних паперів.

Як показує дослідження [20], економіка багатьох країн поза межами Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) характеризується порушенням частини або всіх цих умов.

Зокрема, сфокусувавшись на трьох групах країн – розвинутих, країн, що розвиваються, та країн з низьким доходом, – дослідники виявили,

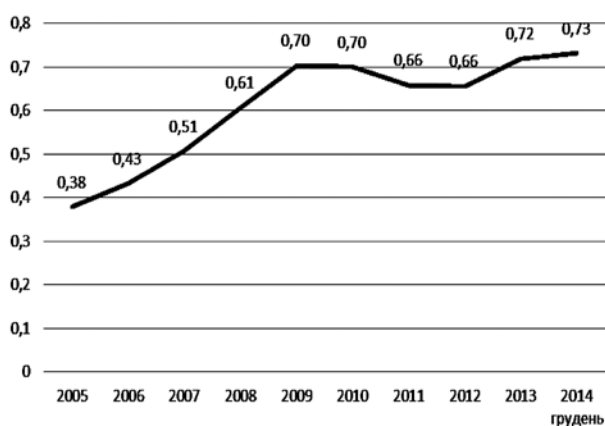


Рис. 2. Відношення активів комерційних банків до ВВП у поточних цінах
(джерело: побудовано автором на основі даних НБУ, Державної служби статистики України)

що існує значний розрив у рівні розвитку банківського сектора. Якщо в групі розвинених країн відношення активів комерційних депозитних банків до ВВП становило 1,24, то для країн, що розвиваються, цей показник склав 0,63, а для країн із низьким доходом – 0,32. Аналогічна ситуація і з активами небанківських фінансових інститутів, їхня частка у ВВП склала 0,55, 0,17 та 0,06 для згаданих груп країн відповідно.

Варто зазначити, що в основу розподілу країн на групи було покладено класифікацію [21], згідно з якою Україну було віднесено до групи країн із низьким доходом (або ж країн, що розвиваються). На рис. 2 наведено динаміку аналогічного показника для України у 2005–2014 рр. Отже, можемо зазначити, що за критерієм величини банківського сектора Україна еволюціонувала з рівня, характерного для країн з малим доходом (0,38), до рівня емерджентних економік (0,73).

Що ж до рівня незалежності центрального банку, то дослідники [20] стверджують, що індекс незалежності центрального банку (за [22]) станом на 2005 р. у середньому становить 0,96 для розвинених країн, 0,60 для країн, що розвиваються, і 0,33 для країн із низьким доходом.

Безперечно, інші законодавчо-інституційні індикатори також відіграють важливу роль для ефективної передачі економічних сигналів. Згідно з [20; 22], країни з низьким доходом схильні показувати нижчий рівень інституційного розвитку, зокрема за такими показниками, як політична стабільність, відсутність насильства і тероризму, відповідальність та впливовість органів влади, ефективність уряду, верховенство закону та подолання корупції. Ці індикатори важливі передусім як каталізатор позитивних/негатив-

них раціональних очікувань, впевненості у захисті власності і надійності заощаджень, таким чином закладають довгострокову архітектонічну базу для розвитку зокрема й ефективного монетарного механізму.

На жаль, істотних аналітичних матеріалів про розвиток міжбанківського ринку наразі немає, тому, як зазначено в [20], порівняльне дослідження провести важко, втім, достатній обсяг кейс-досліджень свідчить, що чим нижчий рівень економічного розвитку, тим більша імовірність того, що міжбанківський ринок буде нерозвиненим або й не існуватиме через взаємну недовіру банків. Недостатньо розвинений грошовий і міжбанківський ринки також можуть робити процес кредитування надміру затратним, адже без достатньо ефективного міжбанківського ринку, де банки могли б торгувати надлишковими резервами, банкам доводиться мати істотний надлишок резервів, що і спостерігається у країнах, що перебувають на початкових стадіях ринкового розвитку.

Вторинний ринок державних цінних паперів, а також боргових цінних паперів, що, як зазначено вище, є передумовою функціонування одразу кількох каналів монетарної трансмісії, також є порівняно слабо розвиненим у країнах з низьким доходом. Індикатором може бути відношення рівня капіталізації ринку державних та комерційних облігацій до ВВП країни. Характерно, що країни з низьким доходом практично не мають ринку корпоративних облігацій, а ринок державних може становити до 40 % ВВП, що майже на рівні розвинених країн. Водночас, емерджентні країни, як показують емпіричні дослідження [20; 23], мають нижчу частку ринку державних облігацій, але більш суттєву, хоч і не більшу за частку державного, частку ринку корпоративних облігацій. Для розвинених країн частка капіталізації ринку комерційних облігацій до ВВП може бути на рівні, а то й вища за ринок державних облігацій.

Не менш важливим чинником функціонування трансмісійного механізму є рівень конкуренції у банківському секторі. Індикаторами цього явища можуть бути середньоринкова чиста відсоткова маржа, індекс банківської концентрації та інші виміри конкуренції. У вже згаданому емпіричному огляді [20] виявлено, що для розвинених країн середньоринкова чиста відсоткова маржа на 2005 р. становила 0,02 %, тоді як для емерджентних ринків і для країн з низьким доходом цей показник становить 0,05 % і 0,06 % відповідно. Характерно, що індекс банківської концентрації для країн з низьким доходом вищий

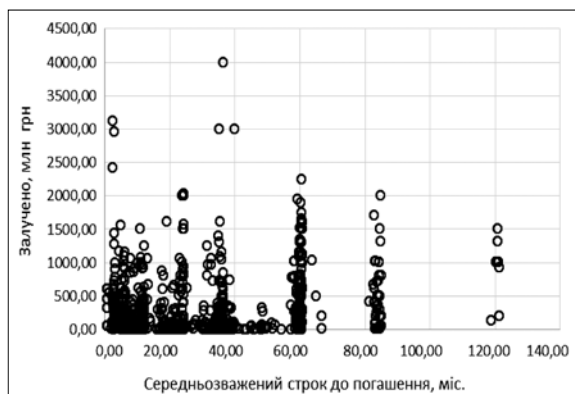


Рис. 3. Розміщення ОВДП у гривні, 2005–2015 роки
(джерело: складено автором на основі даних <http://finstat.info/borg/>)

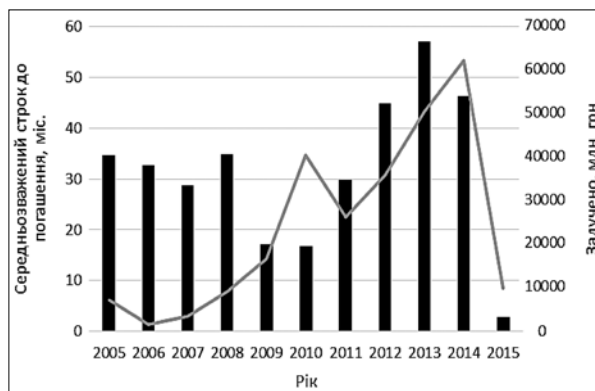


Рис. 4. Середньозважений строк до погашення (міс.) та обсяг залучених коштів (млн грн), ОВДП у грн за роками (джерело: складено автором на основі даних <http://finstat.info/borg/>)

навіть за аналогічний показник для групи розвинених країн – 0,73 проти 0,67, емерджентні країни характеризуються рівнем 0,57. Зазначимо, що ці два показники слід розуміти у взаємозв'язку, адже за неповноцінної конкуренції банки при отриманні монетарного сигналу від регулятора більш схильні скоригувати спреди, аніж впливати на ринкові ставки відсотків.

Вважають, що на ранніх етапах розвитку фінансової системи уряд не здатен випускати довгострокові облигації, що своєю чергою означає відсутність спостережуваної часової структури фінансового ринку [20]. Це спричиняє додаткову невизначеність щодо майбутніх короткострокових ставок, адже, не маючи довгострокових орієнтирів для фінансування довгострокових активів, економічні агенти змушені фінансувати їх низкою короткотермінових позик за ставками, що визначаються у майбутньому.

Загалом, ефекти відсутності довгострокових урядових цінних паперів на монетарний ланцюг є неоднозначними. З одного боку, оскільки середня тривалість фінансових контрактів є меншою, монетарна політика матиме сильніший короткостроковий ефект на грошові потоки фірм і домогосподарств. З іншого боку, за дефіциту довгострокових активів ефекти збагачення, пов'язані з цими активами, слабшатимуть [24].

На рис. 3 і 4 наведено структуру випусків облигацій внутрішньодержавної позики (ОВДП) за 2005–2015 роки. Як показує аналіз динаміки цих показників, значну кількість коштів залучено на термін від трьох до п'яти років. Якщо звернути увагу на історичний графік випусків, можна зауважити, що у критичні моменти 2008–2010 років середньозважений строк до погашення нових випусків значно впав, причому на таких умовах було залучено досить значні

кошти, зокрема у 2010 р. – близько 40 млрд грн за середньозваженого строку до погашення у 1,5 року. Втім, 2012–2014 роки позначилися випуском більш довгострокових серій на значно більші обсяги коштів, що може свідчити про сприятливіші умови для реалізації грошово-кредитної політики через канал балансової вартості активів.

Для ефективного передачі монетарних сигналів на вартість капіталу вітчизняних компаній необхідно, аби офіційний фондовий ринок мав достатній рівень розвитку. Показано, що тоді як для розвинених країн відношення капіталізації фондового ринку до ВВП становить в середньому 0,9, для емерджентних країн з їхнім доступом до міжнародних фінансових ресурсів – 0,82, то країни з низьким доходом мають щезаюче малу частку фондового ринку – 0,27 в середньому (на кінець 2005 р.). На рис. 5, що відображає відношення капіталізації фондового ринку України

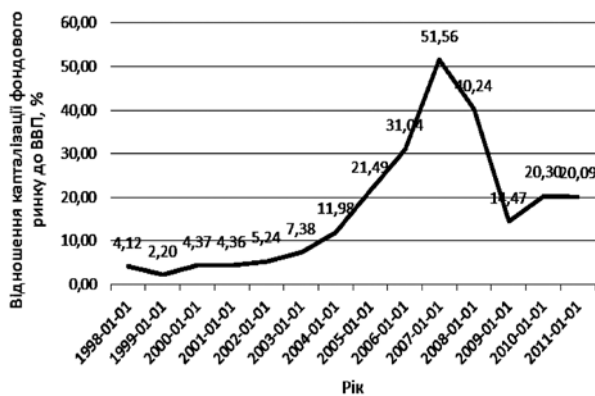


Рис. 5. Відношення капіталізації фондового ринку України до ВВП у поточних цінах (джерело: складено автором за даними Світового банку, https://www.quandl.com/data/WORLDBANK/UKR_GFDD_DM_01-Ukraine-Stock-market-capitalization-to-GDP)

до ВВП, візуально можна визначити, що фондовий ринок України за цим критерієм тільки зрідка перетинає межу у 0,2, відповідно, сила монетарного каналу вартості активів очікувано низька.

Аналогічна ситуація характерна і для динаміки обсягів торгів на фондовій біржі. За рік у розвинених країнах на фондовій біржі торгується в середньому 0,79 від ВВП, 0,53 для емерджентних ринків, тоді як країни з низьким доходом, в тому числі Україна, мають цей показник на рівні 0,02 в середньому.

Існує низка індикаторів рівня міжнародної фінансової інтеграції, які базуються на відношенні різного роду сукупних показників міжнародної фінансової активності до ВВП, зокрема відношення абсолютної величини сальдо поточного рахунку або ж валових капітальних потоків до ВВП у поточних цінах [25]. Але найбільшого поширення набув індекс, запропонований Лейном і Мілезі-Феретті у 2003–2007 рр. [26; 27], що визначається як відношення суми сукупних зовнішніх активів і пасивів до номінального виразу ВВП країни. За цим індексом група розвинених країн лідирує, маючи середній показник у 4,4, для емерджентних країн він має значення близько 1,03, тоді як країни з низьким доходом здебільшого виявляють і низький рівень фінансової інтеграції, в середньому 0,92. Аналізуючи динаміку цього показника для України протягом 1994–2011 рр. (на основі бази даних «Зовнішнє багатство націй», Ф. Лейн (<http://www.philiplane.org/EWN.html>); на жаль, немає доступної статистики цього показника для більш актуального періоду), бачимо, що в цей період Україна стала значно більш інтегрованою у світову фінансову систему, що можна розглядати як сприятливий процес для переходу до режиму плаваючого валютного курсу. Втім, зазначимо, що ефективного функціонування непокритого паритету відсоткових ставок очікувати ще рано.

Як неодноразово зазначали дослідники [9; 20; 21], існує значна кореляція між рівнем розвитку фінансової системи країни та готовністю її центрального банку до послаблення контролю над валютним курсом. Вдаючись до фіксування обмінного курсу валюти та валютних інтервенцій як безперечно ефективного антиінфляційного заходу, навіть за де-юре гнучкого валютно-курсного режиму монетарний регулятор обмежує повноту функціонування валютно-кур-

сового каналу у класичному розумінні і таким чином відтворює характерну тенденцію «страху вільного плавання». Сюди ж слід віднести випадки паралельних курсів, коли за офіційного курсу існують альтернативні ринкові курси, що є по суті проміжним випадком між прив'язкою валютного курсу та ринковим механізмом його формування [21].

Важливо зазначити, що хоча у вищеописаному аналізі трансмісійного механізму робота кожного з каналів представлена як гомогенний феномен, насправді цим концептуальним узагальненням не завжди можна знехтувати. В умовах різноманітного характеру фінансової системи один і той самий монетарний сигнал від центрального регулятора може мати різний ефект у різних сегментах банківського та реального секторів. Такі відмінності проявляються, зокрема, в умовах країн – членів Європейського Союзу, у євроні в умовах кризи 2007–2008 рр. [28]. Так, виявлено, що передача сигналів монетарної політики через кредитний канал була видозмінена в тих країнах, що зазнали сильнішого суверенного фінансового тиску (Греція, Португалія, Ірландія тощо). Крім того, гетерогенність проявляв балансовий канал, зокрема виявлено гетерогенну передачу монетарного сигналу через банки залежно від їхнього розміру, а також через банківські і небанківські кредитні установи.

Що ж до України, то проведені дослідження (напр. [4, с. 65–83; 29, с. 28–54]) неодноразово підтверджували слабкість каналу відсоткових ставок та кредитного каналу на противагу каналу обмінного курсу. Зокрема, вищенаведена дослідження, що ґрунтується на аналізі функції імпульсних відгуків вектор-авторегресійної моделі трансмісійного механізму економіки України за 1994–2006 рр., виявило, що канал відсоткових ставок характеризується незначним за масштабом (і статистично незначущим) та нетривалим у часі ефектом від зміни середньозваженої облікової ставки НБУ на ставки кредитів овернайт, а відтак на інші відсоткові ставки кредитного ринку. Серед можливих структурних причин такого явища можна назвати незначну роль рефінансування в структурі пасивів комерційних банків.

Статистично значущим, хоч і тривалим у часі, є ефект кредитного каналу. Крім того, в докризові періоди виявлено слабкий зв'язок між обсягом депозитів та обсягом кредитів, що підтверджує

тезу про значну роль зовнішніх заощаджень банків у їхній кредитній активності. Водночас у кризовий період (2008–2009 рр.) дія кредитного каналу дещо видозмінена і характеризується ефектом кредитного стиснення, що позначається слабшим зв'язком між зростанням грошової бази і обсягом розміщених у банківській системі депозитів, а також нечутливістю обсягу кредитів до грошової маси.

Як і очікувалося, найсильнішим у контексті впливу на реальний сектор каналом монетарної трансмісії як у докризовий, так і в кризовий період для України є канал валютного курсу. Високий рівень фінансової доларизації, схильність населення до накопичення в іноземній валюті, а також, передусім, недостатньо гнучкий режим курсоутворення дещо ускладнюють інтерпретацію наявних взаємозв'язків, але встановлено значущий вплив золотовалютних резервів на грошову масу, а також вплив останньої на девальвацію/ревальвацію грошової одиниці. У кризовий період, щоправда, ефект інструментів монетарної політики знижується, адже на перший план виходять зовнішньоекономічні чинники.

Особливою є дія каналу очікувань економічних суб'єктів, який, судячи з емпіричних даних, як у кризовий, так і в докризовий період виступає мультиплікатором сигналів передусім валютно-курсowego каналу, причому у кризовий період така підсилююча дія видається вищою, аніж у період стабільності.

Висновки та пропозиції щодо подальших досліджень

Проведений аналіз дає змогу стверджувати, що як трансмісійний механізм у цілому, так і кожен із окремо взятих його структурних елементів характеризується складною нелінійною динамікою у випадку інфраструктурних змін в економіці, що значно ускладнює аналіз та апіорну оцінку наслідків грошово-кредитної політики.

Водночас більш цілісна модель детермінант ефективності (інфраструктури) механізму монетарної трансмісії є необхідною передумовою адекватного управління процесом економічної трансформації у фінансовій сфері. Зокрема, виявлено, що для повноцінного переходу на плаваючий валютний курс із таргетуванням інфляції більш конвенційними інструментами економіці України бракує низки інфраструктурних чинників – від оптимізації поки що переважно сировинної структури імпорту, підвищення частки капіталізації фондового ринку та обсягу біржових торгів у складі ВВП, збільшення частки довгострокових боргових зобов'язань держави у загальній структурі боргу до розвитку і зростання проникнення банківської системи в цілому.

Втім, слід зазначити, що взятий Національним банком України курс на відмову від номінального валютного якоря як проміжної цілі монетарної політики є позитивним сигналом для перебудови економіки і одним з важливих кроків на шляху структурної трансформації у цьому напрямі.

Список літератури

1. Лук'яненко І. Г. Дослідження впливу обмінного каналу трансмісійного механізму на реальний сектор української економіки / І. Г. Лук'яненко // Економічна кібернетика. Міжнародний науковий журнал. – 2013. – № 1–3 (79–81). – С. 22–36.
2. Лук'яненко І. Г. Прогнозування наслідків економічної політики за допомогою моделі загальної рівноваги / І. Г. Лук'яненко, Р. Б. Семко // Актуальні проблеми економіки. – 2012. – № 1. – С. 303–319.
3. Міщенко В. І. Монетарний трансмісійний механізм в Україні / В. І. Міщенко, Р. С. Лисенко, А. В. Сомик [та ін.]. – К., 2008. – 144 с.
4. Ніколайчук С. А. Оцінка альтернативних режимів монетарної політики на основі Квартальної прогнозної моделі Національного банку України / С. А. Ніколайчук // Економіст. – 2007. – № 11. – С. 56–60.
5. Castillo P. An estimated stochastic general equilibrium model with partial dollarization: a bayesian approach / P. Castillo, C. Montoro, V. Tuesta. – Chile : 2006. – 2–40 p.
6. Sims C. A. Were there regime switches in US monetary policy? [Electronic resource] / C. A. Sims, T. Zha // The American Economic Review. – 2006. – Т. 96, № 1. – С. 54–81. – Mode of access: <http://www.jstor.org/stable/30034354>. – Title from the screen.
7. Kapetanios G. Forecast combination and the Bank of England's suite of statistical forecasting models / G. Kapetanios, V. Labhard, S. Price // Economic Modelling. – 2008. – Т. 25, № 4. – P. 772–792.
8. Égert B. Monetary Transmission Mechanism in Transition Economies: Surveying the Surveyable / B. Égert, R. Macdonald. – Budapest, 2006.
9. McKinnon R. I. The order of economic liberalization: financial control in a transition to a market economy / R. I. McKinnon. – Baltimore : John Hopkins Univ. Press, 1992. – 200 p.
10. Savva C. Financial Dollarization: Short-Run Determinants in Transition Economies [Electronic resource] / C. Savva, K. C. Neanidis // Centre for Growth and Business Cycle Research Discussion Paper Series. – 2009. – № 113. – Mode of access: <http://ideas.repec.org/p/man/cgberp/114.html>. – Title from the screen.
11. Billmeier A. Exchange rate pass-through and monetary policy in Croatia / A. Billmeier, L. Bonato // Journal of Comparative Economics. – 2004. – Т. 32, № 3. – P. 426–444.
12. Міщенко В. І. Монетарний трансмісійний механізм в Україні: Науково-аналітичні матеріали / В. І. Міщенко, О. І. Петрик, А. В. Сомик, Р. С. Лисенко. – К. : Національний банк України. Центр наукових досліджень, 2008. – 144 с.
13. Петрик О. Динамічні стохастичні моделі загальної рівноваги: сутність, досвід використання в центральних банках /

- О. Петрик, Ю. Шоломицький // Банківська справа. – 2007. – № 4. – С. 43–53.
14. Закон України «Про Національний банк України» (679-14) // Відомості Верховної Ради України. – 1999. – № 29. – С. 238.
 15. Monetary Policy [Electronic resource] / Merriam-Webster. – 2015. – Mode of access: [http://www.merriam-webster.com/dictionary/monetary policy](http://www.merriam-webster.com/dictionary/monetary%20policy). – Title from the screen.
 16. Clarida R. The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective / R. Clarida, J. Gali, M. Gertler // *Journal of Economic Literature*. – 1999. – Т. XXXVII. – P. 1667–1707.
 17. Kapetanios G. Making a match: Combining theory and evidence in policy-oriented macroeconomic modeling / G. Kapetanios, A. Pagan, A. Scott // *Journal of Econometrics*. – 2007. – Т. 136, № 2. – P. 565–594.
 18. Égert B. Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe : Surveying the Surveyable / B. Égert, R. Macdonald. – Budapest, 2008.
 19. Égert B. Monetary transmission mechanism in Central and Eastern Europe: Surveying the surveyable / B. Égert, R. Macdonald // *Journal of Economic Surveys*. – 2009. – Т. 23, № 2. – P. 277–327.
 20. Mishra P. Monetary Transmission in Low Income Countries / P. Mishra, P. J. Montiel, A. Spilimbergo. – IMF, Washington, 2011.
 21. Rogoff K. S. Evolution and performance of exchange rate regimes / K. S. Rogoff, A. M. Husain, A. Mody [et al.] // *IMF Occasional Papers*. – 2004. – № 229. – P. 1–55.
 22. Arnone M. Measures of Central Bank Autonomy : Empirical Evidence for OECD, Developing, and Emerging Market Economies [Electronic resource] / M. Arnone, B. J. Laurens, J. Segalotto // *IMF Working Paper*. – 2006. – Т. WP/06/228. – Mode of access: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=941290. – Title from the screen.
 23. Mishra P. How Effective Is Monetary Transmission in Low-Income Countries? A Survey of the Empirical Evidence How Effective Is Monetary Transmission in Low-Income Countries? A Survey of the Empirical Evidence Prepared by Prachi Mishra and Peter Montiel / P. Mishra, P. Montiel. – IMF, Washington, 2012.
 24. Kamin S. The transmission mechanism of monetary policy in emerging market economies : an overview / S. Kamin, P. Turner, J. Van. – BIS, Basel Switzerland, 1997.
 25. Park Y. S. Characters and Measurement Indicators of International Financial Integration in Developing Countries [Electronic resource] / Y. S. Park. – 1999. – Mode of access: <http://www.sciencemag.org/cgi/doi/10.1126/science.1247727>. – Title from the screen.
 26. Lane P. R. The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004 / P. R. Lane, G. M. Milesi-Ferretti // *Journal of International Economics*. – 2007. – Т. 73, № 2. – P. 223–250.
 27. Quinn D. Assessing Measures of Financial Openness and Integration [Electronic resource] / D. Quinn, M. Schindler, A. M. Toyota // *IMF Economic Review*. – 2011. – Т. 59, № 3. – С. 488–522. – Mode of access: <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/imfer.2011.18>. – Title from the screen.
 28. Ciccarelli M. Heterogeneous transmission mechanism: monetary policy and financial fragility in the euro area [Electronic resource] / M. Ciccarelli, A. Maddaloni, J.-L. Peydró. – 2013. – Mode of access: http://ssrn.com/abstract_id=2233313. – Title from the screen.
 29. Міщенко В. І. Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в умовах кризи / В. І. Міщенко, А. В. Сомик, Р. С. Лисенко. – К., 2010. – 96 с.

References

1. Lukianenko, I. G. (2013). Doslidzhennia vplyvu obminnoho kanalu transmisiinoho mekhanizmu na realnyi sektor ukrainskoi ekonomiky [Investigation the influence of exchange rate channel of transmission mechanism on the ukrainian economy real sector]. *Economic cybernetics*, 1–3 (79–81), 22–36.
2. Lukianenko, I. G., & Semko, R. B. (2012). Prohnozuvannia naslidkiv ekonomichnoi polityky za dopomohoiu modeli zahalnoi rivnovahy [Forecasting the outcomes of the economic policy with the help of a general equilibrium model]. *Actual problems of economics*, 1, 303–319.
3. Mischenko, V. I., Lysenko, R. S., Somyk, A. V., Shulga, S. O., Petryk, O. I., & Nikolaichuk, S. A. (2008). Monetarnyj transmisijnyj mekhanizm v Ukraini [Monetary transmission mechanism in Ukraine]. Kyiv: National Bank of Ukraine.
4. Nikolaichuk, S. A. (2007). Otsinka alternatyvnykh rezhymiv monetarnoji polityky na osnovi Kvartalnoji prognoznoji modeli Natsionalnogo Banku Ukrainy [The estimation of alternative regimes of monetary policy base on the Quarterly freecast model by National Bank of Ukraine]. *Ekonomist*, 11, 56–60.
5. Castillo, P., Montoro, C., & Tuesta, V. (2006). An estimated stochastic general equilibrium model with partial dollarization: a bayesian approach. *Working paper No. 381*. Chile.
6. Sims, C. A., & Zha, T. (2006). Were there regime switches in US monetary policy? *The American Economic Review*, 96 (1), 54–81. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/30034354>.
7. Kapetanios, G., Labhard, V., & Price, S. (2008). Forecast combination and the Bank of England's suite of statistical forecasting models. *Economic Modelling*, 25 (4), 772–792. Retrieved from <http://doi.org/10.1016/j.econmod.2007.11.004>.
8. Égert, B., & Macdonald, R. (2006). Monetary Transmission Mechanism in Transition Economies: Surveying the Surveyable. *MNB Working Papers*.
9. McKinnon, R. I. (1992). The order of economic liberalization: financial control in a transition to a market economy. Baltimore: John Hopkins Univ. Press.
10. Savva, C., & Neanidis, K. C. (2009). Financial Dollarization: Short-Run Determinants in Transition Economies. *Centre for Growth and Business Cycle Research Discussion Paper Series*, 113. Retrieved from <http://ideas.repec.org/p/man/cgbcrcp/114.html>.
11. Billmeier, A., & Bonato, L. (2004). Exchange rate pass-through and monetary policy in Croatia. *Journal of Comparative Economics*, 32 (3), 426–444.
12. Mischenko, V. I., Petryk, O. I., Somyk, A. V & Lysenko, R. S. (2008). Monetarnyi transmisijnyi mekhanizm v Ukraini: naukovo analitychni materialy. [Monetary transmission mechanism in Ukraine: scientific and analytical papers.] Kyiv: National Bank of Ukraine.
13. Petryk, O., & Sholomytskyi, Y. (2007). Dynamichni stokhastychni modeli zahalnoi rivnovahy: sutnist, dosvid vykorystannya v tsentranlykh bankakh. [Dynamic stochastic general equilibrium models: the essence, the practice of usage by the central banks]. *Bankivska sprava*, 4, 43–53.
14. Zakon Ukrainy “Pro Natsionalnyi Bank Ukrainy” (679–14) [Law of Ukraine “About the National Bank of Ukraine”]. (1999). *Vidomosti Verkhovnoji Rady Ukrainy [The information bulletin of Verkhovna Rada of Ukraine]*, 29, 238.
15. Monetary Policy. (2015). In Merriam-Webster. Retrieved from [http://www.merriam-webster.com/dictionary/monetary policy](http://www.merriam-webster.com/dictionary/monetary%20policy).
16. Clarida, R., Gali, J., & Gertler, M. (1999). The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Literature*, XXXVII, 1667–1707.
17. Kapetanios, G., Pagan, A., & Scott, A. (2007). Making a match: Combining theory and evidence in policy-oriented

- macroeconomic modeling. *Journal of Econometrics*, 136 (2), 565–594. Retrieved from <http://doi.org/10.1016/j.jeconom.2005.11.007>.
18. Égert, B., & Macdonald, R. (2008). Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe : Surveying the Surveyable. Budapest.
 19. Égert, B., & Macdonald, R. (2009). Monetary transmission mechanism in Central and Eastern Europe: Surveying the surveyable. *Journal of Economic Surveys*, 23 (2), 277–327. Retrieved from <http://doi.org/10.1111/j.1467-6419.2008.00563>.
 20. Mishra, P., Montiel, P. J., & Spilimbergo, A. (2011). Monetary Transmission in Low Income Countries. IMF, Washington.
 21. Rogoff, K. S., Husain, A. M., Mody, A., Brooks, R., & Oomes, N. (2004). Evolution and performance of exchange rate regimes. *IMF Occasional Papers*, 229, 1–55. Retrieved from <http://doi.org/10.5089/9781589063273.084>.
 22. Arnone, M., Laurens, B. J., & Segalotto, J. (2006). Measures of Central Bank Autonomy: Empirical Evidence for OECD, Developing, and Emerging Market Economies. *IMF Working Paper; WP/06/228*. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=941290.
 23. Mishra, P., & Montiel, P. (2012). How Effective Is Monetary Transmission in Low-Income Countries? A Survey of the Empirical Evidence How Effective Is Monetary Transmission in Low-Income Countries? A Survey of the Empirical Evidence Prepared by Prachi Mishra and Peter Montiel. IMF, Washington.
 24. Kamin, S., Turner, P., & Van, J. (1997). The transmission mechanism of monetary policy in emerging market economies : an overview. BIS, Bazel Swithezland.
 25. Park, Y. S. (1999). Characters and Measurement Indicators of International Financial Integration in Developing Countries. Retrieved from <http://www.sciencemag.org/cgi/doi/10.1126/science.1247727>.
 26. Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (2007). The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004. *Journal of International Economics*, 73(2), 223–250. Retrieved from <http://doi.org/10.1016/j.jinteco.2007.02.003>.
 27. Quinn, D., Schindler, M., & Toyoda, a M. (2011). Assessing Measures of Financial Openness and Integration. *IMF Economic Review*, 59 (3), 488–522. Retrieved from <http://doi.org/10.1057/imfer.2011.18>.
 28. Ciccarelli, M., Maddaloni, A., & Peydró, J.-L. (2013). Heterogeneous transmission mechanism: monetary policy and financial fragility in the euro area. Retrieved from http://ssrn.com/abstract_id=2233313.
 29. Mischenko, V. I., Somyk, A.V. & Lysenko, R. S. (2010). Osoblyvosti diji transmisijnogo mekhanizmu groshovo-kredytnoji polityky v umovakh kryzy [The idiosyncrasies of monetary policy transmissionmechanizm functioning in terms of crisis]. Kyiv: National Bank of Ukraine.

V. Zhuk

INFRASTRUCTURAL ANALYSIS OF MONETARY TRANSMISSION IN UKRAINE UNDER ECONOMIC INSTABILITY

The article highlights the system of effectiveness determinants (infrastructure) of the monetary transmission mechanism. It is emphasized that for economic systems, which are undergoing substantial systematic changes or periods of economic instability, this infrastructure defines the idiosyncrasies of monetary transmission functioning compared to the classical model. In addition, the article gives numerical measure of certain determinants as well as their respective values for the Ukrainian economy.

Keywords: economic policy, monetary transmission, financial crisis, public finance.

Матеріал надійшов 31.03.2016