

Званська В. А.,

аспірант Київського національного університету імені Тараса Шевченка

СУЧАСНІ МОДЕЛІ ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ

У статті досліджується вивчення нових моделей трансмісійного механізму, а також ефективне їх поєднання за для досягнення від цього максимального результату.

The article finds out the necessity to investigate the new models of transmission mechanism and also their efficient combination in order to achieve maximum result.

Постановка проблеми. Погляди, щодо напрямів трансмісійної дії грошово-кредитної політики відрізняються навіть у країнах з ринковою економікою, не дивлячись на те, що теоретичні й емпіричні дослідження в цій області проводилися там протягом декількох десятиліть. Країни з перехідною економікою переважно лише приступають до процесу вироблення прийнятної моделі трансмісійного механізму економіки, залежно від умов і цілей функціонування якого і застосовуються різні режими грошово-кредитної політики, покликані забезпечити ефективність перехідних процесів.

Сучасний аналіз монетарної політики будується на вивченні всього ланцюжка взаємозв'язків в економіці: від ухвалення рішень грошовою владою до конкретного механізму дії грошових шоків на реальний сектор з урахуванням зворотних зв'язків, тобто реакції грошової влади на зміну ситуації в реальному секторі економіки після реалізації заходів у області грошово-кредитної політики. Монетарна політика має досить складний передавальний механізм, від якості роботи якого, залежить ефективність політики в цілому. Структура трансмісійного механізму складається з каналів, що є своєрідними ланцюжками макроекономічних змінних, по яким передаються зміни в грошово-кредитній політиці, та залежить від конкретних економічних умов, поведінки економічних агентів, структури фінансової системи країни і методів грошово-кредитного регулювання [1, с. 2].

Аналіз останніх досліджень. Дослідження трансмісійного механізму має дуже важливе значення для економіки кожної країни. Тому вивченням цієї проблеми займалися багато вчених і науковців, серед них: Дж.М. Кейнс, Дж. Тобін, Ф. Мішкін. Сучасні науковці, такі як Міщенко В.І., Моїсєєв С.Р., Нікіфоров П.Ф., Унковська Т.Є. та багато інших досліджують механізм грошово-кредитної трансмісії і його вплив на економіку певної країни, а також визначають характерні для усіх країн особливості. Так, наприклад, у широкому значенні, грошовий передавальний механізм працює на трьох стадіях. На першій стадії інструмент центрального банку (облікова ставка, операції на відкритому ринку) робить вплив на ринкові процентні ставки, валютний курс, ціни на активи й умови кредитування. На другій стадії зміни у фінансовій кон'юктурі ведуть до змін у номінальних витратах домашніх господарств і фірм. Нарешті, в процесі третьої стадії під впливом змін у сукупному попиті спостерігається коректування темпів економічного зростання. Таким чином, механізм грошової трансмісії в найзагальнішому вигляді може бути схематично представлений так (рис.1).

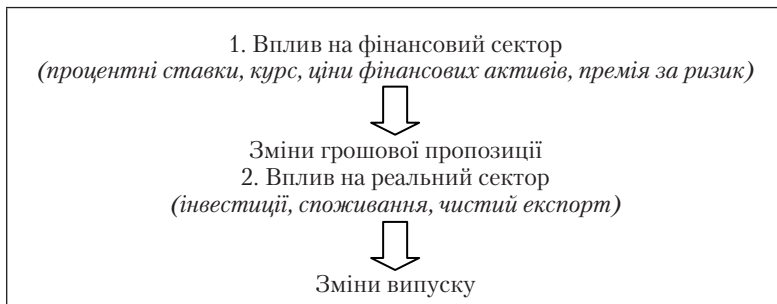


Рис. 1. Схема каналів грошової трансмісії

Відмінності між каналами грошової трансмісії проводяться на першій і другій стадіях на основі припущень про характер взаємозв'язків в економіці. Очевидно, що порушення в будь-якій ланці передавального механізму можуть призвести до зниження або навіть відсутності будь-яких результатів грошово-кредитної політики. Наприклад, незначні зміни ставки відсотка на грошовому ринку або відсутність реакції сукупного попиту на динаміку ставки відсотка розривають зв'язок між коливаннями грошової маси й обсягом випуску. Ці порушення в роботі

передавального механізму грошової політики особливо сильно виявляються в країнах із перехідною економікою.

При аналізі каналів трансмісійного механізму в перехідних економіках слід враховувати вплив двох таких чинників:

1. Передавальний механізм у перехідних економіках розвивається в умовах безперервної зміни економічної поведінки суб'єктів, становлення і розвитку технологічної та інституційної структури.

2. На трансмісійний механізм, крім впливу грошово-кредитної політики, впливає безліч внутрішніх і зовнішніх чинників. Таким чином, при реалізації монетарної політики центральний банк повинен враховувати наслідки економічних шоків, що виникають незалежно від його власного впливу, а також вплив технологічних і структурних змін у трансформаційній економіці та зміни в поведінці економічних суб'єктів.

Метою статті є дослідження конкретних механізмів впливу трансмісійного механізму грошово-кредитної політики на економіку країн. У статті потрібно дослідити необхідність вивчення нових моделей трансмісійного механізму, а також ефективно їх поєднання для досягнення від цього максимального результату. Порівнявши традиційну кейнсіанську модель трансмісійного механізму, що містить тільки один канал впливу сигналів грошово-кредитної політики на рівень інвестиційних витрат у реальному секторі — через зміну реальних процентних ставок, із сучасними моделями монетарної трансмісії, показати, що є недостатнім пояснення змін в інвестиціях тільки коливаннями вартості кредитних ресурсів.

Сучасні моделі трансмісійного механізму містять різні канали грошової трансмісії, але найчастіше називаються процентний і кредитний канали, канал цін активів і деякі їх модифікації.

Виклад основного матеріалу. Процентний канал (interest rate channel) грошово-кредитної політики, вказаний ще в роботах Дж. М. Кейнса, традиційно вважається головним каналом трансмісійного механізму і описує вплив центрального банку на економіку через регулювання процентних ставок. Цей механізм заснований на припущенні про те, що грошова влада використовує обсяг ліквідних засобів в економіці для контролю над процентними ставками і, отже, для стимулювання інвестицій та інших компонентів сукупного попиту. Основна ідея, закладена в ньому, полягає у такому: збільшення номінальної грошової маси знижує процентну ставку внаслідок ефекту ліквідності, а це, своєю чергою, стимулює зростання інвестицій і сукупних

витрат в цілому, що приводить до збільшення реального випуску [2, с. 16]. Схема функціонування процентного каналу грошової трансмісії може бути представлена так:

Грошова маса \uparrow \rightarrow Процентна ставка \downarrow \rightarrow Інвестиції \uparrow \rightarrow Випуск \uparrow

У економічній літературі вплив процентного каналу іноді розбивають на два канали дії: ефект заміщення і канал доходу.

Канал (або ефект) заміщення (substitution effect in consumption) побудований на перевагах економічних суб'єктів зберігати, або витратити свої засоби у нинішній момент часу залежно від динаміки ринкової ставки відсотка. Наприклад, зниження процентних ставок робить заощадження менш привабливими, збільшуючи при цьому поточне споживання, у тому числі і за рахунок розширення кредитування, внаслідок чого росте сукупний попит і обсяг випуску. Схематично канал заміщення можна представити так:

Грошова маса \uparrow \rightarrow Процентна ставка \downarrow \rightarrow Збереження \downarrow \rightarrow Споживання \uparrow \rightarrow Кредити \uparrow \rightarrow Сукупний попит \uparrow \rightarrow Випуск \uparrow

Слід зазначити, що канал працюватиме, якщо в економіці широко поширені споживчі кредити, кредитні карти й інші фінансові послуги, призначені для споживачів товарів і послуг.

Канал доходу (income channel), або грошових потоків (cash flow channel), побудований на розширенні кредитування, що пояснюється зростанням грошових потоків у фірмах і зниженням ризику кредитування при зростанні грошової маси та зниженням процентних ставок, тобто підвищенням ліквідності фірм, що гарантує повернення виданих ресурсів. Крім того, зниження процентних ставок перерозподіляє дохід від кредитора до позичальника, що збільшує купівельну спроможність позичальників, їх споживання і сукупний попит. Схема роботи цього механізму виглядає так:

Грошова маса \uparrow \rightarrow Процентна ставка \downarrow \rightarrow Грошові потоки \uparrow \rightarrow Ризик втрати \downarrow \rightarrow Кредити \uparrow \rightarrow Споживання \uparrow \rightarrow Інвестиції \uparrow \rightarrow Сукупний попит \uparrow \rightarrow Випуск \uparrow

Результати досліджень, проведених у декількох європейських країнах, показують, що один процентний канал не в змозі впливати на сукупний попит в умовах сучасної економіки. Це відображає значення інших каналів трансмісійного механізму в процесі грошово-кредитного регулювання.

Механізм кредитного каналу (credit channel) надає особливого значення діяльності банків у трансмісійному впливі на економіку. Цей погляд заснований на недосконалому фінансових ринків, що виникає в результаті так званого асиметричного

розподілу інформації між позичальниками і кредиторами, при цьому банки виступають як фінансові посередники, згладжуючи наслідки цієї асиметрії. Кредитний канал найбільшою мірою поширений у країнах Європи [3]. Цей механізм заснований на припущенні, що грошова влада може здійснювати вплив не лише на процентні стави, але і на рівень премії за різними фінансовими активами. Отже, фірми стикаються із зміною співвідношення між вартістю зовнішніх запозичень (шляхом емісії боргових зобов'язань або акцій) і альтернативними витратами інвестування власних засобів. Імпульси грошово-кредитної політики в таких моделях передаються по іншим каналам і не пов'язані з безпосереднім впливом на рівень процентних ставок. Велика увага приділяється проблемі асиметрії інформації у стосунках між банком і позичальником та її впливу на вартість кредитування реального сектору банками. Найчастіше в літературі в рамках кредитного каналу, виділяють два варіанти трансмісії: вузький канал, або канал банківського кредитування, і широкий (балансовий) канал.

Канал банківського кредитування (bank lending channel) працює завдяки тому, що з розширенням грошової пропозиції центральним банком в першу чергу збільшується обсяг надмірних резервів комерційних банків. Відповідно, із зростанням об'єму ліквідних засобів комерційні банки розширюють пропозицію кредитних ресурсів. І навпаки, якщо центральний банк зменшує об'єм резервів, що знаходяться у розпорядженні комерційних банків, то тим самим вимушує їх скоротити пропозицію кредитів. А оскільки значне число фірм і домогосподарств покладається на банківське кредитування, то скорочення кредитної пропозиції знижує і об'єм їх сукупних витрат [3, с.18–19]. Цей механізм найбільш характерний для економіки, в якій банки є основним джерелом позикових засобів для фірм. Схема функціонування каналу банківського кредитування може бути представлена так:

Грошова маса \uparrow \rightarrow Резерви \uparrow \rightarrow Кредити \uparrow \rightarrow Інвестиції \uparrow
 \rightarrow Випуск \uparrow

Якщо канал банківського кредитування припускає, що розширення пропозиції кредитних ресурсів банками відбувається унаслідок збільшення їх ліквідності, то балансний канал (balance sheet channel) грошової трансмісії, заснований на ефекті зниження ризику кредитування, при збільшенні загального об'єму грошової маси в економіці. Зокрема, балансний, або широкий, канал кредитування припускає, що із зростанням грошової пропозиції відбувається зростання цін фінансових ак-

тивів, зокрема, зростання вартості акцій компаній. За цих умов банки розширюють пропозицію кредитних ресурсів, оскільки висока ціна акцій фірм-позичальників служить певною гарантією повернення засобів [4, р. 12-13]. Схема роботи цього механізму виглядає таким чином:

Грошова маса \uparrow \rightarrow Капіталізація (ціна акцій) \uparrow \rightarrow Ризик втрат банку \rightarrow Кредити \uparrow \rightarrow Інвестиції \uparrow \rightarrow Випуск \uparrow

Канал непередбаченого зростання рівня цін (unanticipated price level channel) також заснований на зниженні ризику кредитування. Проте в цьому випадку це пов'язано з припущенням, що зростання загального рівня цін (інфляція) покращує фінансове становище фірм, оскільки фінансові зобов'язання реального сектору виражені, як правило, в номінальних величинах і, відповідно, знецінюються при зростанні цін. З іншого боку, фірми мають у своєму розпорядженні реальні активи, вартість яких не змінюється при підвищенні рівня цін в економіці. Таким чином, схему передавального механізму можна представити так:

Грошова маса \uparrow \rightarrow Ціни (неочікуване зростання) \uparrow Чисті активи \uparrow \rightarrow Ризик втрат банку \downarrow \rightarrow Кредити \uparrow \rightarrow Інвестиції \uparrow \rightarrow Випуск \uparrow

Наступний канал грошової трансмісії пов'язаний з ефектом ліквідності домогосподарств (households liquidity effect) і діє через основну складову агрегованого випуску (ВВП) – споживання. Зокрема, зростання цін фінансових активів викликає збільшення чистих активів домогосподарств (якщо допустити, що їх борги фіксовані в номінальних величинах, а заощадження зберігаються у фінансових активах). Відповідно, знижується ймовірність фінансових ускладнень, і домогосподарства збільшують витрати на споживання предметів тривалого використання і нерухомість [4, с. 3-4]. Схема цього каналу влаштована таким чином:

Грошова маса \uparrow \rightarrow Ціни фінансових активів \uparrow \rightarrow Чисті активи домогосподарств \uparrow \rightarrow Ймовірність фінансових ускладнень \downarrow \rightarrow Споживання товарів тривалого користування і витрати на нерухомість \uparrow \rightarrow Сукупний попит \uparrow \rightarrow Випуск \uparrow

Одним з варіантів передавального механізму, близьким, по суті, до ефекту ліквідності домогосподарств, є канал добробуту, або ефект багатства (wealth effect). Так само, як і у разі ефекту ліквідності, зростання грошової пропозиції, призводить до підвищення цін акцій і викликає збільшення багатства домогосподарств. Відповідно збільшується їх поточне споживання (у цьому випадку – всіх видів товарів), сукупний попит і, зре-

штою, — випуск [4, р. 4-5]. Схема цього каналу може бути представлена так:

Грошова маса \uparrow \rightarrow Ціни фінансових активів \uparrow \rightarrow Багатство домогосподарств \uparrow \rightarrow Споживання \uparrow \rightarrow Сукупний попит \uparrow \rightarrow Випуск \uparrow

Наступним основним механізмом грошової трансмісії в економіці можна назвати канал цін активів (asset price channel). Історично першим варіантом цього механізму трансмісії є теорія q-Тобіна (Tobin's q theory) [5, с. 423]. Як і у випадку з кредитним каналом грошової трансмісії, передбачається, що із збільшенням грошової пропозиції відбувається зростання цін на акції. Проте подальші міркування будуються не на основі оцінки ризику втрат з боку кредитора, а на припущеннях щодо поведінки позичальника. Так, у міру зростання капіталізації фірми, її балансова вартість зростає і фірма має можливість нарощувати свої активи, здійснюючи нові інвестиції. Схематично це може бути представлено так:

Грошова маса \uparrow \rightarrow Капіталізація (ціна акцій) \uparrow \rightarrow q-Тобіна Інвестиції \uparrow \rightarrow Випуск \uparrow

Іншим важливим різновидом механізму грошової трансмісії на основі цін активів є курсовий канал (exchange rate channel), або канал валютного курсу. Значення цього механізму наголошується, у першу чергу, в країнах, що розвиваються. При цьому в країнах з режимом фіксованого валютного курсу вказаний канал не діє, оскільки внутрішні процентні стави в такій системі ендогенні. Найбільшою мірою канал валютного курсу виявляється в економіці з вільно плаваючим обмінним курсом національної валюти, де всі рухи процентних ставок відображаються на поведінці обмінного курсу [4, р.10-11]. Незважаючи на те, що в довгостроковому періоді обмінний курс визначається фундаментальними чинниками (наприклад, паритетом купівельної спроможності), його рухи в короткостроковому періоді залежать від рівноваги на ринку фінансових активів. При зниженні внутрішніх процентних ставок (наприклад, внаслідок м'якої грошово-кредитної політики) попит на національну валюту знижується, що призводить до зниження номінального і реального курсів національної валюти, а отже — до зростання чистого експорту та сукупного попиту:

Грошова маса \uparrow \rightarrow Внутрішня процентна ставка \downarrow \rightarrow Обмінний курс національної валюти \downarrow \rightarrow Чистий експорт \uparrow \rightarrow Випуск \uparrow

Існування курсового каналу грошової трансмісії часто береться під сумнів. Так, М. Фрідмен заперечував роль обмін-

ного курсу в механізмі грошової трансмісії, оскільки грошово-кредитна політика робить вплив на випуск і ціни безпосередньо через зміни в структурі портфелів фінансових активів й інвестиційних рішень. Рухи обмінного курсу є лише наслідком дії грошово-кредитної політики на ціни та випуск. Проте існування незалежного каналу валютного курсу можливо і в перехідних економіках з обмеженнями на рух капіталу, високим ступенем доларизації економіки, зокрема при знаходженні обмінного курсу у межах валютного коридору.

Нарешті, можна виділити окремо монетаристський канал (monetarist channel), який описує прямий ефект дії грошової пропозиції на ціни активів, причому цей ефект виявляється швидше, ніж зміни в процентних ставках [2, с. 17]. Застосування інструментів грошово-кредитної політики через зміну грошової бази веде до коригування структури активів і цін на них, що врешті-решт відображається на реальному секторі економіки. Схематично монетаристський канал можна представити так:

Грошова маса \uparrow \rightarrow Резерви \uparrow \rightarrow Ціни фінансових активів \uparrow
 \rightarrow Кредити \uparrow \rightarrow Сукупний попит \uparrow \rightarrow Випуск \uparrow

Окрім перерахованих, кожен центральний банк розробляє свої власні специфічні канали, що враховують національні особливості економіки [7, с. 43]. Так, наприклад, окрім вищезгаданих моделей трансмісійного механізму, в теорії і практиці грошового обігу відомі такі: інфляційний канал (inflation channel), що пояснює динаміку споживання в умовах цінової невизначеності; канал інфляційних очікувань (inflation expections channel), що характеризує вплив змін у грошово-кредитній політиці на інфляційні очікування; портфельний канал (portfolio channel), що описує ефект перерозподілу портфелів фінансових активів домогосподарств і фірм.

Висновки. Таким чином, встановлення переважаючих в економіці каналів грошової трансмісії дозволяє сформулювати підходи і принципи до вибору центральним банком певного режиму грошово-кредитної політики, а також зумовлює ефективність застосування широкого набору інструментів монетарного регулювання.

Література

1. Моїсєєв С.Р. Трансмісійний механізм грошово-кредитної політики // Бізнес і банки. – 2002. – № 45. – С. 1–5.
2. Kuttner K.N., Mosser P.C. The Monetary Transmission Mecha-

nism: Some Answers and Further Questions // Federal Reserve Bank of New York, Economic Review. – 2002. – № 8 (1). – P. 15-24.

3. Bernanke Ben S., Mark Gertler. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission // National Bureau of Economic Research. – 1995. – NBER Working Paper. – № 5146. – 47 p.

4. Mishkin F. The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy // National Bureau of Economic Research. 2001. NBER Working Paper № 8617. – 23 p.

5. Tobin J. Monetary Policies and the Economy: The Transmission Mechanism // Southern Economic Journal. 1978. – Vol. 44. – № 3. – P. 421–431.

6. Корчагін О. Моделі трансмісійного механізму грошово-кредитної політики // Банківський весник. – 2004. – № 11. – С. 40-44.