

DOI: <https://doi.org/10.35774/econa2023.03.247>

JEL classification: E40, E42, E50, E52, E58, G20
UDC: 336.71

Олександр ДЗЮБЛЮК

доктор економічних наук, професор,
кафедра фінансів імені С. І. Юрія
Західноукраїнський національний університет, Україна
E-mail: alex5203@ukr.net
ORCID: 0000-0002-4967-823X
Researcher ID: I-2117-2017

ОСОБЛИВОСТІ ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ

АНОТАЦІЯ

Вступ. 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.

Мета. Метою дослідження є з'ясування особливостей практичної реалізації та виявлення проблемних аспектів передавального механізму грошово-кредитного регулювання, а також визначення на цій основі найбільш оптимальних каналів монетарної трансмісії, придатних до застосування в умовах воєнного стану, дії зовнішніх шоків та розгортання економічної кризи.

Методологія. Використано загальнонаукові прийоми та інструменти, методи аналізу і синтезу, порівняння, зведення та групування, наукової абстракції.

Результати. У статті розглядається механізм дії основних каналів монетарної трансмісії та їх вплив на ключові макроекономічні параметри. Аналізуються особливості та дієвість трансмісійного механізму монетарної політики в умовах розгортання економічної кризи в період дії воєнного стану. Визначено проблемні аспекти реалізації на практиці окремих каналів трансмісійного механізму монетарної політики. Наголошено на хибності певних дій НБУ щодо застосування процентного каналу і режиму інфляційного таргетування в умовах відмови від валютно-курсової стабільності. Обґрунтовано переваги використання каналу валютного курсу як більш дієвого у системі передачі монетарних імпульсів центрального банку на економіку для досягнення цілей фінансової стабілізації, підтримання економічного росту та зайнятості.

Ключові слова: монетарна політика; центральний банк; монетарна трансмісія; банківська система; трансмісійний механізм; воєнний стан; канали трансмісії; таргетування; процентна ставка; валютний курс; грошова маса; інфляція.

© Олександр Дзюблук, 2023

Отримано: 18.09.2023 р.

Рекомендовано до друку: 11.10.2023 р.

Опубліковано: 25.10.2023 р.



Ця стаття розповсюджується на умовах ліцензії Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0, яка дозволяє необмежене повторне використання, розповсюдження та відтворення на будь-якому носії, за умови правильного цитування оригінальної роботи.

Як цитувати:

Дзюблук О. Особливості трансмісійного механізму монетарної політики в Україні в умовах воєнного стану. *Економічний аналіз*. 2023. Том 33. № 3. С. 247-256. DOI: <https://doi.org/10.35774/econa2023.03.247>

Вступ

Проблеми вдосконалення механізму грошової трансмісії, тобто передачі сигналів прямого і зворотного зв'язку між рішеннями центрального банку у сфері монетарної політики та відповідними ефектами у сфері реального виробництва та фінансового ринку, є актуальними з огляду на ту велику роль, яку грошово-кредитне регулювання відіграє у системі державного впливу на перебіг економічних процесів. А з огляду на те, що у центрального банку немає безпосередніх можливостей впливати за допомогою власних інструментів на досягнення кінцевих, стратегічних цілей монетарного регулювання, таких як цінова, макрофінансова і валютно-курсова стабільність, економічний ріст та зайнятість, 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.

Разом з тим, складні умови економічної ситуації в Україні упродовж періоду воєнного стану не могли безпосередньо не позначитися і на діяльності Національного банку щодо реалізації грошово-кредитної політики в умовах, коли функціонування цілої держави, а не лише фінансового сектору було поставлено під загрозу. В умовах постійних атак ворога регулятору довелося докладати величезних зусиль, щоб уникнути перебоїв у роботі банківської системи, забезпечити захист інформації, підвищувати надійність інфраструктури безготівкових платежів, підтримувати фінансову стійкість роботи банківського сектору, а також фінансову, цінову і валютно-курсову стабільність в економіці. Цілком очевидно, що в таких надскладних умовах, зумовлених самим фактом зовнішньої воєнної агресії проти нашої країни, порушуються всі нормальні умови економічної

діяльності як у фінансовому, так і в реальному секторі, робота яких донедавна не зазнавала серйозних збоїв навіть в період загострення найважчих кризових явищ. А це, у свою чергу, означає появу досить серйозних викликів для функціонування традиційних каналів трансмісійного механізму монетарної політики в Україні в умовах воєнного стану.

За таких обставин особливо актуальним слід вважати дослідження основних практичних проблем, що виникають у сфері функціонування механізму монетарної трансмісії в умовах форс-мажорних обставин для української економіки, породжених воєнною агресією з урахуванням впливу широкого спектру ризиків і загроз, що виникають як для діяльності банківської системи країни, так і всієї економіки. Важливо також виявити, як деформуються взаємозв'язки макроекономічних змінних у розрізі основних каналів монетарного трансмісійного механізму в Україні у період воєнного стану, що мало б слугувати напрацюванню комплексу заходів щодо підвищення ефективності грошово-кредитної політики Національного банку України та вибору найбільш прийнятних для поточної кризової ситуації цільових орієнтирів за критерієм максимальної дієвості трансмісійного механізму монетарної політики.

Аналіз головних трендів сучасної монетарної теорії свідчить, що проблемам ефективності передавального механізму грошово-кредитної політики присвячено праці багатьох провідних сучасних економістів, зокрема таких як Айерленд П. [7], Баумейстер К. [1], Болтон П. [4], Буавен Дж. [2], Бувін Дж. [3], Віллемс Т. [5], Джаноні М. [2], Егерт Б. [6], Йонг Ю. С. [5], Каттнер К. [8], Кілі М. [3], Лю П. [1], Макдональд Р. [6], Мішкін Ф. [3, 9], Моджон Б. [2], Моссер П. [8], Мумтаз Х. [1], Пірсман Г. [10], Сметс Ф. [10], Тейлор Дж. [11], Фрейксас Х. [4], Чой С. [5] та ряд інших. Однак ефективність монетарного трансмісійного механізму, що за нормальних умов економічного розвитку визначається комплексом факторів макро- та мікро-рівня, за нинішніх обставин опинилась перед серйозними викликами як і уся економічна система України за обставин, коли масштаби впливу воєнних дій на економіку на сьогодні не піддаються порівнянню і достеменній оцінці, а відтак невисвітленими

залишаються головні проблеми та тенденції щодо особливостей функціонування передавального механізму грошово-кредитної політики.

Мета статті

Ціллю даного дослідження є з'ясування основних тенденцій та проблем функціонування механізму монетарної трансмісії в умовах воєнного стану та визначення на цій основі найбільш прийнятних для економіки України каналів передачі відповідних імпульсів грошово-кредитної політики з тим, щоб її вплив на економіку слугував реалізації завдань із забезпечення макрофінансової стабільності, ефективності функціонування банківського сектору та сприяння довгостроковому виробничому зростанню у такій мірі, в якій це можливо у воюючій країні.

Виклад основного матеріалу дослідження

Механізм монетарної трансмісії забезпечує взаємозв'язок між фінансовим і реальним секторами економіки і являє собою передачу імпульсів за допомогою інструментів грошово-кредитної політики центрального банку на економічні змінні. Дія трансмісійного механізму монетарної політики передбачає, що

застосування власного інструментарію надає можливість центральному банку впливати на окремі поточні параметри стану грошово-кредитної сфери економіки, зокрема такі як зміна грошової бази, умов кредитування, а також рівень зовнішніх активів у вигляді міжнародних резервів. Даний вплив у кінцевому підсумку позначається на результатах регулятивного процесу щодо реалізації тактичних завдань монетарної політики у вигляді зміни грошової маси, рівня процентних ставок чи валютного курсу і досягненні стратегічних цілей регулятивної діяльності центрального банку у вигляді економічного зростання, високого рівня зайнятості, стримування інфляції та збалансованості зовнішньоекономічної сфери (рис. 1). Це означає, що механізм монетарної трансмісії у загальному вигляді передбачає вплив зміни грошової пропозиції на фінансовий сектор економіки, зокрема на такі його параметри як рівень процентних ставок, валютний курс, ціни на фінансові активи, що у свою чергу позначається на стані реального сектору економіки, впливаючи на обсяги інвестицій, споживання, чистого експорту, і в такий спосіб визначаючи по суті основні параметри економічного розвитку країни.

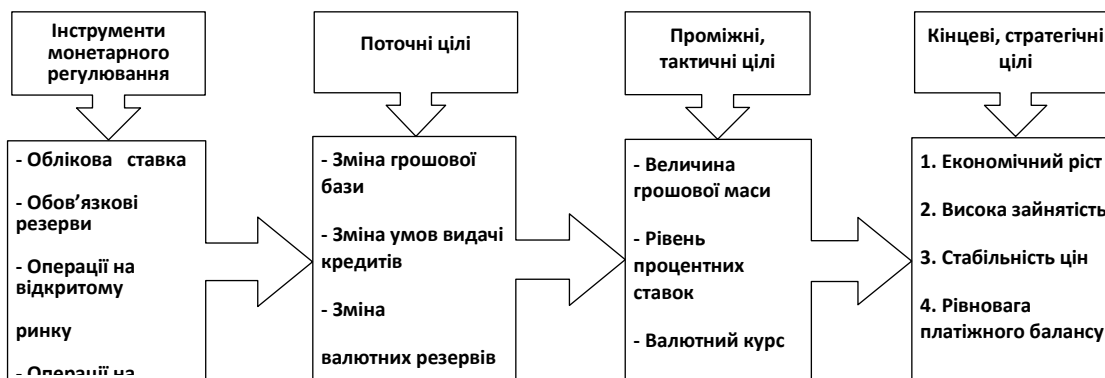


Рис. 1. Цільові орієнтири грошово-кредитної політики центрального банку у механізмі монетарної трансмісії

Власне сама структурна побудова механізму монетарної трансмісії передбачає послідовну передачу імпульсів монетарної політики центрального банку за сукупністю каналів, тобто ланцюгів проміжних макроекономічних змінних, за якими передається вплив грошово-

кредитного 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 пам'ятати, 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 розуміння 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.

Так, 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. Ставки на грошовому ринку, з одного боку, залежать від процентних ставок за активними операціями центрального банку, що визначаються у процесі рефінансування комерційних банків, а з іншого – від процентних ставок за його депозитними операціями, що впливає на ставки на міжбанківському ринку і опосередковано – на процентні ставки комерційних банків за залученими депозитами і наданими кредитами. При цьому ефективність процентного каналу монетарного трансмісійного механізму визначається можливостями формування врівноважених процентних ставок при забезпеченні у середньо- і довгостроковій перспективі тенденцій їх зниження на основі покращення якості кредитних портфелів банків та зменшення темпів інфляції. Тому за нормальних економічних умов канал процентної ставки спроможний забезпечувати збалансування попиту і пропозиції на фінансовому ринку, а також інформування його суб'єктів щодо прийняття рішень у сфері заощаджень, інвестицій, споживання, виробництва, що впливає на динаміку ВВП та темпи росту цін.

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. Дана зміна передбачає, що у разі девальвації національної валюти відбувається здешевлення вітчизняних товарів порівняно із імпортними, що веде до збільшення чистого експорту, а відтак сприяє зростанню сукупного попиту і виробництва, а у разі ревальвації ці процеси набувають зворотної спрямованості і при зміцненні курсу вітчизняні товари стають дорожчими порівняно з імпортними, що спричиняє зниження сукупного попиту, чистого експорту та негативно впливає на ВВП. Крім того, динаміка валютного курсу впливає на рух капіталу, що позначається на величині фінансових інвестицій, котрі в свою чергу можуть сприяти як зростанню обсягів виробництва, так і стимулювати інфляцію, що створює додаткові загрози щодо контролю над ціновою динамікою з боку центрального банку.

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. Даний канал передбачає формування за допомогою відповідних інструментів центрального банку експансіоністського або рестрикційного напрямку монетарної політики, що позначається на зростанні чи зниженні обсягу кредитних ресурсів банків, що врешті відображається на динаміці інвестицій і споживчих витрат, призводячи до зміни сукупного попиту і виробництва.

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. Механізм дії даного каналу значною мірою залежить від ефективності процентної політики центрального банку, позаяк саме процентні ставки грошового ринку впливають на економіку через зміну цін на активи, тобто цінні папери, іноземну валюту, нерухомість та інші активи. Згідно грошової теорії зниження процентних ставок визначає

ріст цін активів і навпаки, що зумовлено перевагами економічних агентів у формуванні ними попиту на гроші і загального портфеля своїх активів.

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. Якщо грошово-кредитна політика відповідає поставленим цілям, а макроекономічна ситуація є стабільною і передбачуваною – вплив каналу очікувань буде незначним. Однак невизначеність економічної кон'юнктури внаслідок невисокої довіри до урядової та монетарної політики формують песимістичні очікування та блокують стимули до економічного зростання. Наявність негативних очікувань економічних суб'єктів може зумовити порушення у роботі передавального механізму монетарної політики, нівелювати вплив інструментів грошово-кредитного регулювання, спричинити значне відхилення фактичних значень від цільових показників монетарної політики.

Разом із тим, 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 на практиці конкретні економічні умови, що відображають особливості перебігу кризових явищ воєнного стану, можуть спотворювати існуючі за нормальних обставин і напрацьовані грошовою теорією умови функціонування відповідних каналів монетарної трансмісії, ускладнюючи прийняття відповідних рішень на рівні центрального банку у процесі реалізації грошово-кредитної політики.

Дані умови визначаються дією наступних чинників. По-перше, в період розгортання економічної кризи, спричиненої воєнними

діями, інструменти грошово-кредитної політики можуть виявитись менш ефективними, аніж це передбачається у грошовій теорії, оскільки багато важливих ринкових інститутів втрачають свою дієвість, що може спотворити грошову трансмісію через достатньо великі обсяги бюджетного дефіциту, зумовленого воєнними витратами, розкручування маховика інфляції, а також загрозу дестабілізації усього банківського сектору через різке наростання простроченої кредитної заборгованості внаслідок руйнування чи закриття виробничих потужностей, банкрутства підприємств, неплатоспроможність фізичних осіб через переселення і втрату роботи тощо. По-друге, дії органів державної влади і грошово-кредитного регулювання під час воєнних дій можуть бути обумовлені не лише економічними, але і політичними та соціальними причинами, які практично неможливо врахувати в аналізі, що врешті призводить до несподіваних для учасників ринку рішень, таких, наприклад, як різка зміна облікової ставки або девальвація національної валюти, як це мало місце у 2022 р. По-третє, інституційна незалежність центрального банку як органу монетарного регулювання поставлена під сумнів в умовах нагальної потреби уряду задіяння емісійного механізму для покриття воєнних витрат, виявом чого може слугувати, зокрема, різке збільшення обсягу державних цінних паперів у портфелі активів НБУ.

Виходячи із таких позицій, дослідження каналів монетарної трансмісії має сприяти обґрунтуванню найбільш прийнятних для умов воєнного стану способів та форм ефективної взаємодії грошової влади країни в особі центрального банку, що власне і формує грошову пропозицію, із реальним сектором економіки, позначаючись на досягненні кінцевих цілей монетарного регулювання із обранням пріоритетів щодо досягнення фінансової стабільності, сприяння відновленню виробництва та забезпечення довгострокового економічного зростання. Саме 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

трансмійного механізму.

Річ у тім, 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. Так, недовіра каналу вартості активів визначається низьким рівнем розвитку та непрозорістю вітчизняного фондового ринку, складнощі застосування кредитного каналу зумовлені високою часткою проблемних кредитів у структурі кредитного портфеля банків, а канал очікувань не працює в умовах непередбачуваності дій НБУ щодо фінансування бюджетних витрат, операцій на валютному ринку і взаємодії з банками в процесі рефінансування, породжуючи недовіру з боку суспільства до грошово-кредитної політики НБУ, підвищуючи рівень інфляційні та девальваційні тенденції та підриваючи дію не лише каналу очікувань, а й усього трансмісійного монетарного механізму.

Виходячи із цих міркувань, вибір між процентним і валютним каналом монетарної трансмісії визначає по суті фундаментальний підхід до формування і практичної реалізації такої концепції монетарного регулювання, що визначається вибором між темпами росту цін та динамікою обмінного курсу національної грошової одиниці у якості двох номінальних якорів грошово-кредитної політики, орієнтація на який з позицій центрального банку має сприяти найбільш ефективній передачі монетарних імпульсів на реальний сектор економіки. У цьому контексті 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.

Разом із тим, вибір саме процентного каналу монетарної трансмісії як засобу досягнення цінової стабільності вочевидь недостатньою мірою враховує багатократне зростання в

умовах воєнного стану рівня ризиків, котрі не можуть не позначитись на роботі регулятора і всього фінансового сектору та котрі визначаються дією таких викликів як: суттєвий вплив капіталу та зростання попиту на іноземну валюту на внутрішньому валютного ринку; різке скорочення обсягів виробництва загалом та зовнішнього товарообороту зокрема; ускладненість доступу до зовнішніх ринків капіталу і повна залежність країни від зовнішньої фінансової допомоги; значний квазіфіскальний дефіцит і фіскальне домінування; зростання вартості обслуговування валютних кредитів унаслідок стрімкої девальвації національної валюти; різке збільшення частки непрацюючих кредитів та скорочення ресурсної бази банків.

Крім того, слід відзначити, що для успішної реалізації режиму таргетування інфляції потрібні обов'язкове вільне курсоутворення і використання короткострокової процентної ставки у якості основного інструменту грошово-кредитної політики, інакше кажучи відмова центрального банку від використання валютно-курсного каналу монетарної трансмісії на користь каналу процентної ставки, що власне і було зроблено НБУ шляхом оголошення в липні 2023 р. про повернення до гнучкого обмінного курсу та інфляційного таргетування. Утім, таке рішення регулятора не може не викликати занепокоєння, враховуючи те, що запроваджений з лютого 2022 р. фіксований валютний курс гривні слугував вагомим внеском у стабілізацію ситуації у фінансовому секторі, а також те, що продовжується карколомне наростання усіх тих ризиків, які зазвичай супроводжують режим вільного курсоутворення для малої відкритої економіки, що до того ж істотно погіршується унаслідок продовження воєнних дій на території нашої країни.

Одним із ключових завдань застосування процентного каналу монетарної трансмісії і вибору за основу грошово-кредитної політики інфляційного таргетування вважається зниження інфляційних очікувань з боку економічних агентів з огляду на чіткість проголошених намірів центрального банку з обмеження цінової динаміки. Однак чи може бути досягнута ця мета в умовах економічної невизначеності та тих загроз, які постають

перед країною за обставин повномасштабної воєнної агресії? НБУ довів протилежне, підвищивши облікову ставку у розпал активної фази воєнних дій у червні 2022 р. до 25% нібито для підтримання достатньої привабливості гривневих активів для забезпечення курсової стійкості, а також девальвувавши гривню у липні 2022 р. НБУ одразу приблизно на 25% нібито для того, щоб послабити тиск на валютні резерви і відновити зовнішню конкурентоспроможність України.

Як же насправді спрацював такий механізм монетарної трансмісії? У цьому зв'язку потрібно вказати, що внаслідок саме жорсткої рестрикційної політики регулятора щодо підвищення облікової ставки, процентних ставок за депозитними сертифікатами НБУ, а також доходності ОВДП у портфелі активів комерційних банків стали домінувати операції з державними цінними паперами замість кредитів реальному сектору. Адже істотне підвищення ризиків кредитування в умовах кризових явищ в економіці на тлі воєнних дій стало вагомим фактором стимулювання комерційних банків до нарощування обсягів вкладень, не пов'язаних з видачою кредитів, що природно в умовах, коли розмір процентної ставки за депозитними сертифікатами Національного банку становив 23% річних, будучи прив'язаним до надвисокої облікової ставки (25%). У результаті встановлення таких високих процентних ставок, які гарантують банкам фактично безризикові інвестиції з високою нормою доходності Національний банк України по суті нівелював функції банківського сектору як фінансового посередника, а комерційні банки зберігають на кореспондентських рахунках та в депозитних сертифікатах НБУ майже пів трильйона гривень, отримавши в 2022 р. дохід за це порядку 65 млрд грн. Інакше кажучи, високі процентні ставки замість стимулювання економічного розвитку в умовах війни призводять до перерозподілу доходів суб'єктів ринку на користь банків і утримувачів гривневих заощаджень, паралельно позбавляючи фінансових ресурсів реальний сектор економіки, тобто механізм монетарної трансмісії замикається на собі, передаючи імпульси монетарної політики в межах фінансового сектора і не спонукаючи ніяким

чином реальне виробництво.

Що ж до можливостей стимулювання експорту за рахунок плавної девальвації в умовах відмови від фіксованого обмінного курсу, то це видається не зовсім переконливим аргументом в умовах руйнування суттєвої частини експортних потужностей, блокування морських шляхів для експорту товарів, мінування і затоплення значної частини сільськогосподарських угідь. І це у той час, коли різко зростатимуть внаслідок девальвації платежі за імпортом, значна частка якого має критичний характер для виживання країни та її обороноспроможності. За оцінками самого НБУ у 2022 р. дефіцит зовнішньої торгівлі товарами і послугами збільшився до 25,9 млрд дол. порівняно з 2,7 млрд дол. США у 2021 році, причому експорт зазнав більшого впливу війни ніж імпорт, насамперед через зниження виробництва та проблеми логістики, скоротившись на 30%, тоді як імпорт знизився лише 1,4%, а загалом за 2022 рік зведений платіжний баланс сформувався з дефіцитом у 2,9 млрд дол. Таким чином, процентний канал із відпусканням валютного курсу у вільне плавання замість стимулювання експорту внаслідок суттєвої девальвації гривні призводить до падіння купівельної спроможності суб'єктів ринку, що звісно негативно позначається на розвитку вітчизняних виробництв з метою насичення внутрішнього попиту за прийнятними цінами.

Крім того, сам по собі процентний канал монетарної трансмісії, як і режим інфляційного таргетування, містить цілий ряд внутрішніх протиріччя 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 руйнування значної частини виробничих потужностей унаслідок бойових дій; наявність істотного впливу на динаміку інфляції факторів, які не контролюються центральним банком;

труднощі достовірного прогнозування і адекватної статистичної бази щодо цінової динаміки; існування тривалого часового лагу між змінами процентних ставок і досягненням кінцевого результату у вигляді зрушень у цінах; відсутність розвинутого фінансового ринку із широким колом інструментів управління ризиком.

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. До таких переваг, зокрема, можна віднести такі, як: зниження трансакційних витрат і краща передбачуваність бізнес-процесів для учасників ринку; сприяння розвитку зовнішньої торгівлі та надходженню іноземного капіталу; надання економічним агентам інформації про надійний і зрозумілий номінальний якор, що відображає стабільність усієї грошової системи; підтримання цінової стабільності, оскільки стабільний валютний курс сприяє безпосередньому контролю над інфляцією.

Отже канал процентної ставки трансмісійного механізму монетарної політики відображає застосування центральним банком дискретного регулювання з метою реалізації режиму інфляційного таргетування для підтримання цінової стабільності при вільному курсоутворенні. Однак можливості практичного застосування цього каналу у процесі реалізації монетарної політики Національним банком України суттєво обмежені дією ряду об'єктивних чинників і макроекономічних передумов, спричинених воєнною агресією проти нашої країни як ключовою обставиною, що має форс-мажорний характер і спричиняє кризу, а відтак результати дії такої монетарної трансмісії є важкопрогнозовані через руйнування значної частки реального сектора економіки, валютно-курсону нестабільність, цінову асиметрію та недовірність процентних ставок для стимулювання економічного розвитку.

Висновки та пропозиції щодо подальших досліджень

Обґрунтування вибору конкретного каналу трансмісійного механізму монетарної політики має ґрунтуватись на оцінці можливостей досягнення максимального ефекту від передачі монетарних імпульсів до реального сектора. І якщо б цілі грошово-кредитної політики Національного банку України у період дії воєнного стану і розгортання на цій основі економічної кризи лежали б не у площині нарощування прибутків фінансового сектора на основі утримування надвисоких процентних ставок на шкоду кредитному стимулюванню економічного розвитку, а у площині забезпечення фінансової стійкості банківського сектора, стабільності обмінного курсу національної грошової одиниці, заохочення кредитної активності банків внаслідок послідовного зниження відсоткових ставок, то найбільш ефективним напрямом для їх досягнення слід було б вважати використання каналу валютного курсу, який відіграє роль головного «номінального якоря» монетарної політики, сигналізуючи про наміри регулятора забезпечувати стабільність економіки на макро- і мікрорівнях. Активізація інших каналів монетарної трансмісії та їхня ефективна дія на даному етапі економічного розвитку поки не є можливою за умов високих ризиків кредитної діяльності банків, відсутності прозорого фондового ринку, сукупності негрошових чинників інфляційної динаміки, руйнування виробництва і логістики внаслідок воєнної агресії, що визначає нечутливість відповідних напрямів передачі монетарних імпульсів.

Перспективи подальших досліджень полягають у вивченні більш сучасних способів реалізації монетарної політики із застосуванням широкого набору інструментів монетарного впливу та різних цільових орієнтирів (рівень безробіття, динаміка ВВП, обмінний курс, валові інвестиції), пріоритетність яких визначається потребами економіки і суспільства, як це має місце у розвинутих країнах.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Baumeister, C., Liu, P., Mumtaz, H. Changes in the transmission of monetary policy: evidence from a time-varying factor-augmented VAR. *Bank of England Working Paper*. October 2010. No. 401. Pages 50.
2. Boivin, J., Giannoni, M., Mojon, B. How Has the Euro Changed the Monetary Transmission Mechanism? *NBER Macroeconomics Annual*. 2008. Volume 23, Issue 1. Pages 77-126.
3. Boivin, J., Kiley, M., Mishkin, F. How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time? *Handbook of Monetary Economics*. 2010, Volume 3, Pages 369-422.
4. Bolton, P., Freixas, X. Corporate Finance and the Monetary Transmission Mechanism. *The Review of Financial Studies*. Fall 2006. Volume 19. Issue 3. Pages 829-870.
5. Choi, S., Willems, T. Yong Yoo, S. Revisiting the Monetary Transmission Mechanism through an Industry-Level Differential Approach. *IMF Working Paper*. 2022. No. 2022/017. Pages 67.
6. Égert, B., MacDonald, R. Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe: Surveying the Surveyable. *Journal of Economic Surveys*. 2009. Vol. 23, Issue 2. Pages 277-327.
7. Ireland, P. Monetary Transmission Mechanism. *Federal Reserve Bank of Boston Working Papers*. 2006. No. 06-1. Pages 15.
8. Kuttner, K., Mosser, P. The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions. *Bank for International Settlements Papers*. 2002. No 12. Pages 433-443.
9. Mishkin, F. Housing and the Monetary Transmission Mechanism. *NBER Working Paper*. October 2007. No. 13518. Pages 54.
10. Peersman, G., Smets, F. The Monetary Transmission Mechanism in the Euro Area: More Evidence from VAR Analysis. *European Central Bank Working Paper*. December 2001. No. 91. Pages 37.
11. Taylor, J. The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. *Journal of Economic Perspectives*. Fall 1995. Volume 9, Number 4. Pages 11-26.

REFERENCES

1. Baumeister, C., Liu, P., and Mumtaz, H. (2010). Changes in the transmission of monetary policy: evidence from a time-varying factor-augmented VAR. *Bank of England Working Paper*, 401, 50.
2. Boivin, J., Giannoni, M., and Mojon, B. (2008). How Has the Euro Changed the Monetary Transmission Mechanism? *NBER Macroeconomics Annual*, 23: 1, 77-126.
3. Boivin, J., Kiley, M., and Mishkin, F. (2010). How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time? *Handbook of Monetary Economics*, 3, 369-422.
4. Bolton, P., and Freixas, X. (2006). Corporate Finance and the Monetary Transmission Mechanism. *The Review of Financial Studies*, 19:3, 829-870.
5. Choi, S., Willems, T. Yong Yoo, S. (2022). Revisiting the Monetary Transmission Mechanism through an Industry-Level Differential Approach. *IMF Working Paper*, 017, 67.
6. Égert, B., and MacDonald, R. (2009). Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe: Surveying the Surveyable. *Journal of Economic Surveys*, 23:2, 277-327.
7. Ireland, P. (2006). Monetary Transmission Mechanism. *Federal Reserve Bank of Boston Working Papers*, 06-1, 15.
8. Kuttner, K., and Mosser, P. (2002). The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions. *Bank for International Settlements Papers*, 12. 433-443.
9. Mishkin, F. (2007). Housing and the Monetary Transmission Mechanism. *NBER Working Paper*, 13518, 54.
10. Peersman, G., and Smets, F. (2001). The Monetary Transmission Mechanism in the Euro Area: More Evidence from VAR Analysis. *European Central Bank Working Paper*, 91. 37 p.
11. Taylor, J. (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. *Journal of Economic Perspectives*, 9:4, 11-26.

Oleksandr Dziubliuk, Doctor of Economic Sciences, Professor, Department of finance named after S. I. Yuriy, West Ukrainian National University, Ukraine

SPECIFIC OF TRANSMISSION MECHANISM OF MONETARY POLICY IN UKRAINE IN THE CONDITIONS OF MARTIAL LAW

Abstract

Introduction. The current state of the Ukrainian economy is determined by the unfolding of crisis as a result of full-scale military aggression, which determines the need to optimize the regulatory influence of monetary policy in order to ensure the stability of the economy against the negative consequences of the war, minimize and localize the impact of the negative consequences of the crisis for the real sector of the economy. Under such

circumstances, the study of problems related to the choice of the most optimal monetary policy strategy, which is implemented in practice through the appropriate channels of monetary transmission, which operate on the basis of the selected targeting regime, is especially relevant. At the same time, military actions determine the need to reassess the system of economic coordinates, in which the central bank, defending its institutional independence, could focus monetary regulation exclusively on price stability, ignoring other strategic goals of state influence on the economy, related to the urgent need to save economic activity and prevent unfolding recession precisely with the help of monetary policy instruments.

Goal. The purpose of the study is to find out the features of practical implementation and to identify problematic aspects of the transmission mechanism of monetary regulation, as well as to determine on this basis the most optimal channels of monetary transmission, suitable for use in conditions of martial law, external shocks and the unfolding of the economic crisis.

Methodology. General scientific techniques and tools, methods of analysis and synthesis, comparison, summary and grouping, scientific abstraction are used.

The results. The article examines the action of the main monetary transmission channels and their impact on key macroeconomic parameters. The features and effectiveness of the transmission mechanism of monetary policy in the conditions of unfolding economic crisis during the period of martial law are analyzed. Problematic aspects of the practical implementation of the channels of monetary policy transmission mechanism have been identified. The fallacy of certain actions of the NBU regarding use of interest rate channel and inflation targeting regime while rejecting the exchange rate stability is emphasized. The advantages of using the exchange rate channel as more effective in the system of central bank transmission of monetary impulses to the economy in order to achieve the goals of financial stabilization, maintenance of economic growth and employment are substantiated.

Keywords: monetary policy; central bank; monetary transmission; banking system; transmission mechanism; martial law; transmission channels; targeting; interest rate; exchange rate; money supply; inflation.

Cite as: Dziubliuk, O. (2023). Specific of transmission mechanism of monetary policy in Ukraine in the conditions of martial law. *Economic analysis*, 33 (3), 247-256. DOI: <https://doi.org/10.35774/econa2023.03.247>