

Михайло ФЕДІРКО

## ТРАНСМІСІЙНИЙ МЕХАНІЗМ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ЄВРОПЕЙСЬКОГО ВАЛЮТНОГО СОЮЗУ

*Розглянуто теоретичні та практичні аспекти функціонування трансмісійного механізму монетарної політики Європейського валютного союзу. Досліджено його структуру, особливості використання інструментів та передавальних каналів. Проаналізовано останні заходи Європейського центрального банку щодо макроекономічної стабілізації в Європейському валютному союзі в період фінансово-економічної кризи.*

Утворення регіональних валютних систем і поглиблення регіональної валютно-фінансової інтеграції є однією із сучасних тенденцій розвитку світової валютно-фінансової системи. Прикладом цього є створення Європейського валютного союзу (ЄВС) та запровадження в обіг євро на його території. На думку творців цього валютного об'єднання, це матиме позитивний вплив на основні макроекономічні показники країн як євросони, так і країн Європейського Союзу (ЄС) загалом. Валютна уніфікація слугуватиме стимулом для припливу іноземних інвестицій, здешевлення капіталу для національних компаній, розширення можливостей диверсифікації ризиків, підвищення рівня конкурентоспроможності країн ЄВС. Проте валютна інтеграція об'єктивно ускладнила механізм проведення монетарної політики ЄВС. Події, що мали місце впродовж останньої фінансово-економічної кризи і продовжують мати місце донині, є яскравим тому підтвердженням.

Дослідженню проблем проведення монетарної політики в регіональних валютних об'єднаннях приділено значну увагу в працях Дж. Кейнса [1], Б. Бернарке [2], Ф. Мішкіна [3], Т. Кампбелла [4], І. Ангелоні [5], С. Герлаха [6], Дж. Тейлора [7], Р. Габбарда [8] та інших.

Значний вклад в обґрунтування різних аспектів монетарної політики зробили вітчизняні вчені Б. Адамик [9], С. Аржевітін [10], О. Дзюблук [11], В. Козюк [12], Р. Лисенко [13], В. Міщенко [14], А. Сомик [15], Т. Унковська [16].

Проте багато проблем, пов'язаних із проведенням монетарної політики у валютних об'єднаннях загалом, і функціонуванням трансмісійного механізму зокрема, залишаються невирішеними.

Мета статті полягає в обґрунтуванні теоретичних і практичних аспектів функціонування трансмісійного механізму монетарної політики ЄВС, визначенні його структури, дослідженні особливостей використання інструментів і передавальних каналів, оцінюванні ефективності впливу на макроекономічну стабільність у країнах ЄВС в умовах перманентних фінансово-економічних криз.

Економічний зміст впливу монетарних імпульсів на основні макроекономічні змінні трактується по-різному як вченими, що належать до різних теоретичних шкіл, так і практиками, що безпосередньо реалізують заходи монетарної політики центральних банків. Трансмісійний механізм є предметом обговорення в економічній

науці, передусім між монетаристською та кейнсіанською течією в економічній теорії. Не заглиблюючись у дискусії наукових поглядів цих шкіл, зазначимо, що найбільш принциповою є розбіжність поглядів щодо впливу пропозиції грошей на формування сукупного попиту та економічний розвиток. Монетаристи визначають пропозицію грошей єдиним чинником впливу на сукупний попит, а всі інші – немонетарні чинники – є похідними від пропозиції грошей, обмежуючи їх вплив на сукупний попит сферою впливу зміни пропозиції грошей.

Кейнсіанці розглядають пропозицію грошей, як один із багатьох чинників, що впливають на сукупний попит (фіскально-бюджетні чинники, зміна вартості цінних паперів і майна, очікування суб'єктів економіки та інші).

Одним із перших концепцію трансмісійного механізму сформулював Дж. Кейнс [1]. Концепція вченого про трансмісійний механізм випливає з базового кейнсіанського рівняння сукупного попиту, складовою якого є інвестиційні видатки, що залежать від процентної ставки. На підставі цього рівняння кейнсіанці, обґрунтовуючи монетарний передавальний механізм усього одним каналом відсоткової ставки, намагаються пояснити, як пропозиція грошей впливає на відповідний компонент сукупного попиту і в підсумку – на реальний обсяг виробництва.

Критика і спроби удосконалити як кейнсіанство, так і монетаризм, призвели до формування єдиного кейнсіансько-неокласичного синтезу, на якому власне і базується сучасна монетарна практика. Він став компромісом двох цих течій, враховуючи те, що в чистому вигляді ні кейнсіанські, ні монетаристські підходи не здатні вирішити проблеми нестабільності економічного розвитку в умовах перманентних економічних криз.

Сучасний кейнсіансько-неокласичний синтез базується на положеннях про те, що:

кількість грошей в обігу активно впливає на економіку на коротких інтервалах і на рівень цін у довготермінових періодах; помірна інфляція визнається позитивним фактором тому, що центральні банки здатні за цих умов регулювати пропозицію грошей адекватно до темпів інфляції для економічного зростання; центральний банк має володіти високим ступенем незалежності; у досягненні довгострокових і короткострокових цілей монетарної політики має використовуватись гнучка взаємодія усіх інструментів.

Згідно з положеннями кейнсіансько-неокласичного синтезу, для проведення успішної монетарної політики необхідно використовувати політику відсоткової ставки, операції на відкритому ринку, політику зміни норми резервування.

Сучасне визначення трансмісійного механізму монетарної політики та його економічної суті суттєво відрізняється від класичного кейнсіанського визначення. За найпоширенішим визначенням, монетарну трансмісію розуміють як процес послідовної передачі імпульсів монетарної політики центрального банку на макроекономічні змінні. Дж. Тейлор визначає трансмісійний механізм як процес, через який зміни в монетарній політиці будуть перетворені в зміни в доході та інфляції [7]. В. Міщенко та А. Сомик вважають, що монетарний трансмісійний механізм є механізмом передачі змін при використанні інструментів монетарної політики центрального банку з метою впливу на фінансовий сектор економіки, а у подальшому – на макроекономічні змінні через складну сукупність каналів (ланок проміжних змінних) і зв'язків прямої та зворотної дії [13, 127].

Щодо каналів монетарної трансмісії, Р. Габбард вважає, що вплив монетарної політики на обсяг виробництва відбувається через грошовий, кредитний та балансовий канали [8]. Представники традиційного погляду на трансмісійний механізм визначають

його, як процес, в якому монетарні чинники оперують через рівновагу на ринках активів, щоб вплинути на випуск та ціну активів. Це створює вплив на споживчі та інвестиційні рішення економічних агентів. Із позицій структурної побудови монетарний трансмісійний механізм є сукупністю каналів, за якими передається вплив змін у монетарній політиці на макроекономічні змінні [13, 9].

Отже, підсумовуючи вищезазначене, під трансмісійним механізмом монетарної політики варто розуміти сукупність передавальних ланок, через які монетарні імпульси впливають на економіку. При цьому визначальне значення для ефективності його функціонування має структура, яка передбачає передачу імпульсів через ланки прямої і зворотної зміни.

Цю своєрідну ланцюгову реакцію трансмісійного механізму розглядають як етапну передачу монетарних імпульсів. Проте у

дослідників трансмісійного механізму монетарної політики не сформувалось єдиної думки стосовно кількості етапів процесу монетарної трансмісії. Зокрема, Т. Унковська [16] вирізняє 5 етапів процесу монетарної трансмісії.

Водночас економісти ЄЦБ виокремлюють два етапи розвитку, які проходить імпульс змін, переданих економіці монетарною політикою (рис. 1). На першому етапі відбувається прямий вплив інструментів монетарної політики. Зміна ключових відсоткових ставок ЄЦБ, чи зміна в грошовій базі призводить до зміни умов на фінансовому ринку, а саме – ринкових відсоткових ставок, вартості активів, валютного курсу, загальної ліквідності, а також доступності кредитів. Крім того, виокремлюються очікування економічних суб'єктів.

На другому етапі зміни умов на фінансовому ринку призводять до змін у но-



Рис. 1. Трансмісійний механізм монетарної політики ЄЦБ\*

\* Побудовано на основі [18].

мінальному споживанні товарів і послуг домогосподарствами та фірмами. В довгостроковому періоді такі номінальні зміни не будуть впливати на реальний сектор економіки, а тільки на рівень цін. В короткостроковому періоді такі зміни в номінальному споживанні будуть впливати на реальну економічну активність. В якій мірі це відбудеться залежить від ступеня жорсткості номінальних цін і від реакції економіки на монетарні імпульси [18].

Такої ж думки дотримуються економісти Центрального банку Англії, вирізняючи два етапи передачі монетарних імпульсів [22].

З порівняльної точки зору, для ЄВС цікавою є структура і принцип роботи трансмісійного механізму Федеральної резервної системи (ФРС) США, оскільки євросистема створена за федеральним принципом.

Трансмісійний механізм монетарної політики ФРС зображено на рис. 2.

Трансмісійний механізм ФРС США має певні відмінності від трансмісійного меха-

нізму ЄЦБ. Це стосується, насамперед, того, що ФРС як основну мету монетарної політики, крім стабільності цін, включає й економічне зростання. Другою важливою особливістю є те, що крім традиційних каналів цін активів, банківського кредитування, відсоткової ставки та обмінного курсу в ньому виокремлюють монетаристський канал. Він описує прямий ефект, який здійснює зміна грошової пропозиції на ціну активів. В цьому каналі відсоткова ставка не відіграє важливої ролі, монетарний імпульс змін передається через грошову базу. Основним інструментом монетарної політики ФРС є операції на відкритому ринку з купівлі – продажу цінних паперів [17, 5].

Особливістю здійснення монетарної політики ФРС США є те, що обмеження коливань відсоткової ставки передбачає застосування дискреційних операцій центрального банку з метою наближення ринкових ставок до цільового значення. Перевагою цього підходу є зростання пе-

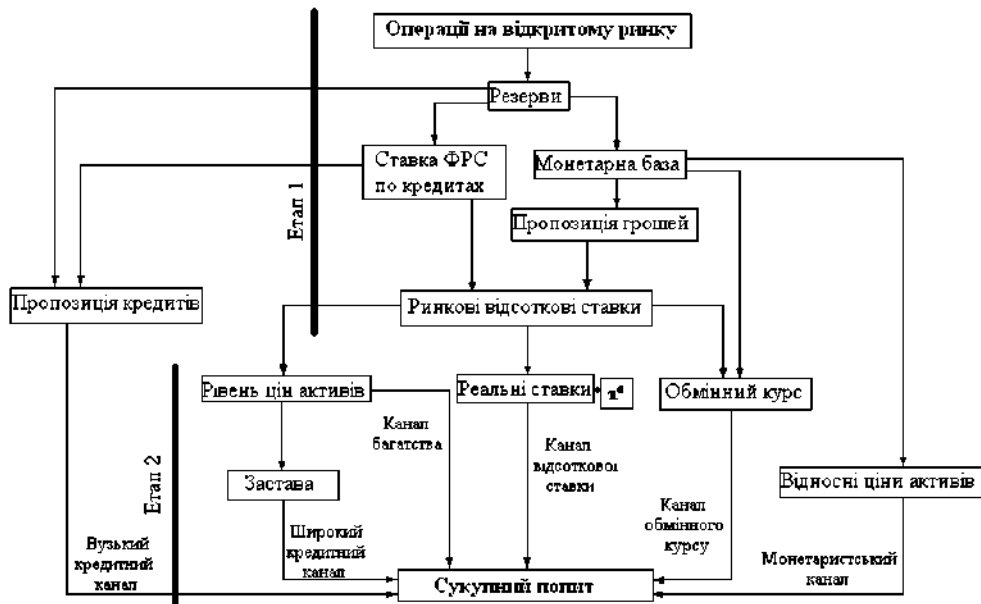


Рис. 2. Монетарний трансмісійний механізм ФРС США\*

\* Побудовано на основі [22].

редбачуваності ставки овернайт для ринку, а отже, зменшення волатильності всіх короткострокових ставок.

ФРС встановлює цільовий орієнтир щодо середньозваженої ставки міжбанківського ринку за кредитами овернайт – так званої ставки за федеральними фондами. Цільова ставка за федеральними фондами визначається на засіданні Федерального комітету з операцій на відкритому ринку США, які зазвичай проводяться вісім разів на рік. У разі потреби Комітет може проводити позачергові засідання і змінювати цільову ставку поза звичайним розкладом.

Аналіз структури вищенаведених трансмісійних механізмів центральних банків дає змогу виокремити наступні канали: процентний канал, канал цін активів, кредитний канал, канал обмінного курсу і канал очікувань.

Традиційно під процентним каналом трансмісії розуміють систему економічних змінних, що відображає взаємозв'язок між коригувальним імпульсом (зміна процентної ставки, однієї або декількох), що генеруються центральним банком і переданим за допомогою інструментів монетарної політики реальному сектору економіки. Цей канал відповідає кейнсіанській моделі "відсоткова ставка – інвестиції".

Зміна процентних ставок на грошових ринках впливає на переваги економічних агентів щодо тимчасової структури заощаджень і споживання, що прямо впливає на сукупні витрати домогосподарств та інвестиції в економіці. На думку багатьох вчених, найважливішою характеристикою процентного каналу є ступінь впливу центрального банку на короткострокові відсоткові ставки грошового ринку. Ступінь і часові лаги впливу центрального банку на процентні ставки грошового ринку залежать, насамперед, від структури фінансового ринку, а також від очікувань учасників цього ринку [4, 34].

С. Мойсеев зазначає, що в цьому каналі можна виділити два окремих: канал заміщення та канал доходу. Коли йдеться про канал заміщення, то вважається, що зміна відсоткової ставки запускає механізм міжчасового арбітражу.

Коли йдеться про канал доходу, то вважається, що зміна відсоткової ставки веде до перерозподілу доходів між позичальниками та кредиторами, що впливає на обсяг інвестиційних видатків і обсяги виробництва [17, 4].

Через канал цін активів здійснюється вплив монетарної політики на ціни фінансових і реальних активів суб'єктів реальної економіки. Під час зміни відносних цін активів в економіці відбувається переливання капіталів у межах фінансового ринку та між фінансовими і товарними ринками, що неодмінно позначається на споживчій, інвестиційній та виробничій активності й у кінцевому підсумку – на економічному розвитку та інфляційних процесах у країні, чи валютному регіональному об'єднанні.

У країнах і валютних союзах із розвинутим фінансовим ринком у каналі цін активів значною є роль фондового ринку та цінних паперів як активів.

Канал обмінного курсу також є дуже важливим у трансмісійному механізмі, особливо для малих країн з відкритою економікою. В ньому виокремлюють ефект відсоткової ставки, оскільки, коли внутрішні реальні відсоткові ставки зростають, то внутрішні депозити в національній валюті стають більш привабливими щодо депозитних ставок для іноземних валют. Це призводить до підвищення курсу національної валюти. Вища вартість національної валюти робить внутрішні товари дорожчими, ніж імпорتنі, що спричинює падіння чистого експорту і відповідно реального ВВП.

Канал кредитування відіграє основну роль у передаванні імпульсів монетарної

політики на реальну економіку в країнах із перехідною економікою, де ринки цінних паперів розвинуті недостатньо, і у зв'язку з цим обмежується можливість суб'єктів щодо залучення та розміщення ресурсів через фондовий ринок. Але навіть у країнах із розвинутим фондовим ринком тільки великі фірми мають можливість вийти на ринок капіталів через фондовий і ринок облігацій. Малі ж фірми змушені залучати додаткові ресурси здебільшого через банки.

Коли немає альтернативного кредитування, банкам належить провідна роль у процесі трансмісійного впливу на економіку, оскільки банківські кредити стають основним джерелом зовнішніх ресурсів для фірм та населення [10, 12].

Крім перелічених каналів, існує ще канал очікувань, що характеризує вплив заходів монетарної політики на інфляційні очікування. За сучасних умов він може бути одним із найдинамічніших каналів монетарної трансмісії. У той час, як в більшості моделей монетарної політики економічні агенти дізнаються про функцію втрат від свого центрального банку, включаючи значення інфляції, то в реальності така інформація не зовсім доступна для економічних суб'єктів. Крім того, залежно від довіри до центрального банку, прозорості прийнятих ним рішень та характеру економічних шоків, залежить ефективність контролю центральним банком інфляційних очікувань [20, 9].

Теоретично монетарна політика центрального банку є автономною. Проте кінцева мета монетарного регулювання економіки, як правило, збігається з основоположними цілями макроекономічної політики держави чи валютного об'єднання. Це означає, що центральний банк, будучи функціональним органом з регулювання грошового обігу, прагне досягнення цілей, що їх ставить перед собою виконавча влада країни чи валютного об'єднання.

Договір (стаття 127.1) про функціонування ЄС чітко визначає ієрархію цілей монетарної політики євросистеми. Він визначає, що першочерговою ціллю є підтримання цінової стабільності. Договір також роз'яснює, що підтримання цінової стабільності є найважливішим внеском, який монетарна політика може зробити для створення сприятливого економічного середовища та високого рівня зайнятості [24, 102].

ЄЦБ проводить кредитування банківської системи та встановлює офіційні відсоткові ставки для операцій із рефінансування і постійних механізмів овернайт. Основним інструментом монетарної політики ЄЦБ є операції з рефінансування (тендери з надання кредитів рефінансування строком погашення, як правило, один тиждень, що проводяться регулярно один раз на тиждень). ЄЦБ встановлює коридор відсоткових ставок таким чином, що ставка за постійним депозитним механізмом овернайт формує нижню межу ставок овернайт міжбанківського ринку, а ставка за постійним кредитним механізмом овернайт відповідно формує верхню межу. Перевагою цього підходу є відсутність потреби у щоденному прийнятті рішень центральним банком щодо структури і суми операцій, що найбільше відповідатимуть досягненню цільової відсоткової ставки. Маючи монопольне право на емісію грошей, ЄЦБ може прямо впливати на короткострокові відсоткові ставки на грошовому ринку та опосередковано на кредитні і депозитні ставки банків. У країнах євросони, які мають структурний профіцит ліквідності, основними є депозитні операції із семи- або чотирнадцятиденною строковістю.

У табл. 1 подано ключові ставки ЄЦБ, систему короткострокових відсоткових ставок на грошовому ринку та їх динаміку впродовж 2006–2011 рр.

Початковою точкою монетарного трансмісійного механізму є міжбанківський ринок

Таблиця 1

## Ключові ставки ЄЦБ і короткострокові ринкові ставки EONIA та EURIBOR (%)\*

Дата проведення	Депозитна ставка овернайт	Ставка за основними операціями з рефінансування	Кредитна ставка овернайт	EONIA	EURIBOR 3 м
2011 р.	11.12.	0,25	1,0	0,421	1,001
	09.11.	0,5	1,25		
	13.07.	0,75	1,5		
	13.04.	0,5	1,25		
2010 р.	0,25	1,0	1,75	0,5	0,7
2009 р.	13.05.	0,25	1,0	1,0	2,859
	08.04.	0,25	1,25		
	11.03.	0,5	1,5		
	21.01.	1,0	2,0		
2008 р.	10.12.	2,0	2,5	3,782	4,665
	12.11.	2,75	3,25		
	15.10.	3,25	3,75		
	09.10.	3,25	3,75		
	08.10.	2,75	3,75		
	09.07.	3,25	4,25		
2007 р.	13.06.	3,0	4,0	3,6	3,725
	14.03.	2,75	3,75		
2006 р.	13.12.	2,5	3,5	2,35	2,488
	11.10.	2,25	3,25		
	09.08.	2,0	3,0		
	15.06.	1,75	2,75		
	08.03.	1,5	2,5		

\* Складено на основі [18; 23].

овернайт. Звідти відсоткові ставки передаються по кривій дохідності, а також через формування очікувань до довгострокових відсоткових ставок. Крім того, банкам та іншим учасникам фінансового ринку доводиться змінювати ставки на грошовому ринку для домогосподарств і фірм.

Згідно з каналом відсоткової ставки, зміна ставки за основними операціями рефінансування прямо впливає на короткострокові ставки EONIA (Euro Overnight Index Average – середньозважена ставка за кредитами овернайт) та короткострокові ставки EURIBOR (European Interbank Offered Rate – середньозважена відсоткова ставка за міжбанківськими кредитами, що видаються в євро).

На рис. 3 зображено динаміку ключових ставок ЄЦБ та короткострокових ринкових ставок.

Ставка EONIA має утримуватись у межах вузького відсоткового коридору, утвореного постійними механізмами овернайт, тобто її цільовим орієнтиром є рівень ставки за основними операціями рефінансування.

Як видно з рис. 3, на початку світової фінансової кризи, що почалась з іпотечної кризи у США, відсотковий канал трансмісійного механізму перестав функціонувати. Ставка EONIA вже не утримувала короткострокову 3-місячну ставку EURIBOR.

В євросистемі критерієм ефективної роботи відсоткового каналу на першому етапі



Рис. 3. Динаміка середньозважених ключових ставок ЄЦБ, EURIBOR 3 міс та EONIA (%)\*

\* Побудовано на основі табл. 1.

дії монетарного трансмісійного механізму є незначна волатильність ринкової ставки EONIA, яка є ставкою-орієнтиром для монетарної політики. Роль ринкової ставки EONIA у досягненні цілей монетарної політики є настільки важливою, що у період фінансової кризи ЄЦБ вжив низку заходів, спрямованих на нівелювання її волатильності. Серед них: звуження відсоткового коридору з 2% до 1% (з 13.05.2009 р. – 1,5%), зниження всіх ключових ставок ЄЦБ та перехід до проведення основних операцій із рефінансування за фіксованою ставкою з повним задоволенням попиту банків на ліквідність [11,28].

Однак антикризові заходи не варто відокремлювати від стандартної відсоткової політики, оскільки вони є взаємодоповнюючими. Якщо монетарну позицію характеризує ставка за основними операціями рефінансування, то нестандартні заходи спрямовані на підтримання монетарного трансмісійного механізму [11, 30].

Серед інших елементів антикризових заходів можна також згадати міжнародне співробітництво, що зіграло вирішальну роль, зокрема своп-угоди з ФРС, які дозволили провести ЄЦБ тендери за фіксованою ставкою в повним виділенням в доларах США. Ці угоди спрямовані на збалансування порушених грошових ринків іноземної валюти.

Що стосується каналу цін активів, то для запобігання збоїв у монетарному трансмісійному механізмі, які могли стати наслідком дисфункціональності ринків єврооблігацій у деяких регіонах єврозони, ЄЦБ запустив в травні 2010 р. нетрадиційну програму з викупу європейських суверенних облігацій на вторинному ринку – Securities Markets Programme (SMP).

Збій у монетарному трансмісійному механізмі зумовлений напруженістю на ринку державних облігацій, може спричинити, на нашу думку, порушення роботи каналу відсоткової ставки монетарної трансмісії, оскільки він може вплинути на здатність банків та інших учасників виконувати свою роль у передачі відсоткової політики ЄЦБ, тобто порушити посередницьку функцію банків, і призвести до зменшення пропозиції кредиту. Це може статися, по-перше, через канал цін активів, оскільки суверенні облігації відіграють роль “безризикової ставки”, як орієнтиру для ціноутворення на грошово-кредитному ринку. Падіння вартості портфелів суверенних облігацій також впливає на баланси банків, знижуючи через канал ліквідності вартість державних облігацій як застави. А також надмірна волатильність цін облігацій може змусити інвесторів розпродати свої активи й ускладнити цим роботу учасникам ринку [19].



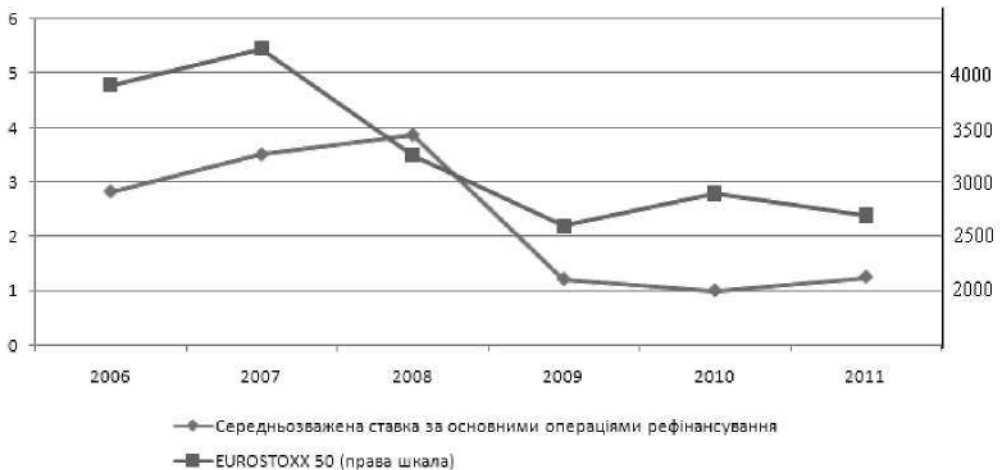
Однак в ЄЦБ наголошують, що SMP чітко відмежована від політики “кількісного пом'якшення”, оскільки метою SMP є відновлення трансмісійного механізму, а “кількісне пом'якшення” спрямоване на вливання додаткової ліквідності центрального банку для стимулювання економічного зростання. В рамках SMP ЄЦБ викупив суверенних облігацій проблемних країн єврозони вартістю 200 млрд. євро. Тому ця програма піддалася критиці, оскільки певною мірою порушує правило щодо заборони фінансування урядів країн-членів єврозони.

В умовах фінансово-економічної кризи відбулося падіння цін активів на фондовому ринку (рис. 4). EURO STOXX 50 є одним із основних фондових індексів єврозони, тому його динаміка, по суті, відображає ситуацію на фондовому ринку.

Так, упродовж 2008–2009 рр. фондовий індекс єврозони – EURO STOXX 50 знизився з 3400 до 2400. Зокрема, зменшення цін активів фондового ринку зумовили ефект зниження фінансового багатства домогосподарств, ринкової вартості компаній щодо витрат на оновлення капі-

талу (ефект q-Тобіна) та вартості кредитного забезпечення.

Стосовно каналу кредитування, то у процесі розробки антикризової стратегії ЄЦБ зосередився на посиленій підтримці фінансового сектору. В кризовий період кредитування банками фірм та домогосподарств значно скоротилися. Враховуючи те, що пропозиція банківських кредитів також залежить від монетарної політики, то для відновлення кредитування ЄЦБ вжив заходи реагування на тенденції глобальної нестабільності, а саме – розширену пропозицію фінансових ресурсів із одночасним збільшенням операцій довгострокового рефінансування, зменшенням відсоткових ставок за основними операціями рефінансування та розширенням списку заставних активів, які можуть прийматися за операціями кредитування. Серед інших заходів антикризової політики є зменшення обов'язкових банківських резервів з 2% до 1% в грудні 2011 р. Поряд із цими антикризовими заходами ЄЦБ провів дві довгострокові операції рефінансування обсягом приблизно 1 трлн. євро з терміном пога-



**Рис. 4. Середньозважена ставка рефінансування ЄЦБ та фондовий індекс єврозони EURO STOXX 50\***

\* Побудовано на основі [18; 23].

шення 3 роки, що стало нововведенням в практиці проведення операцій довгострокового рефінансування [18].

Що стосується каналу валютного курсу, то зміна валютного курсу (рис. 5) прямо впливає на інфляцію, оскільки імпортовані товари безпосередньо використовуються у споживанні.

На рис. 5 видно, що упродовж 2008–2009 рр. відбулося підвищення РЕОК, що мало б спричинити зниження чистого експорту та зниження інфляції. Зниження чистого експорту відбулося з часовим лагом з середини 2009 р.

Зміна курсу національної валюти щодо основних світових валют має непрямий вплив, впливаючи на ціни тих товарів і послуг, які конкурують з імпортними, а також на баланси суб'єктів ринку через балансовий ефект. Канал обмінного курсу має більше значення для відносно невеликих країн із відкритою економікою, ніж для порівняно закритої і великої Єврозони.

На сучасному етапі монетарна політика ЄЦБ сприяє зниженню РЕОК, оскільки упродовж тривалого періоду часу підтри-

мується низький рівень ставки з рефінансування (1%). Крім того, рецесія у проблемних країнах, насамперед в Іспанії та Греції, спричинила недовіру до активів, що також сприяло зниженню курсу євро. При цьому виникає необхідність не допустити зростання інфляції, показник якої в травні 2012 р. становив 2,4%.

Негативну роль у розгортанні кризових явищ відіграв канал очікувань монетарного трансмісійного механізму. Це виразилося у масовому розпродажі активів проблемних країн та в очікуванні нестабільності внутрішньої і зовнішньої вартості євро. Тому першочерговим завданням є посилення рівня довіри економічних суб'єктів до монетарної політики ЄЦБ з метою формування у них адекватної реакції стосовно вектора монетарної політики.

Загалом ефективність функціонування монетарного трансмісійного механізму виражається в реакції основних макроекономічних змінних на зміну монетарних імпульсів і, насамперед, на зміну основної ставки рефінансування.

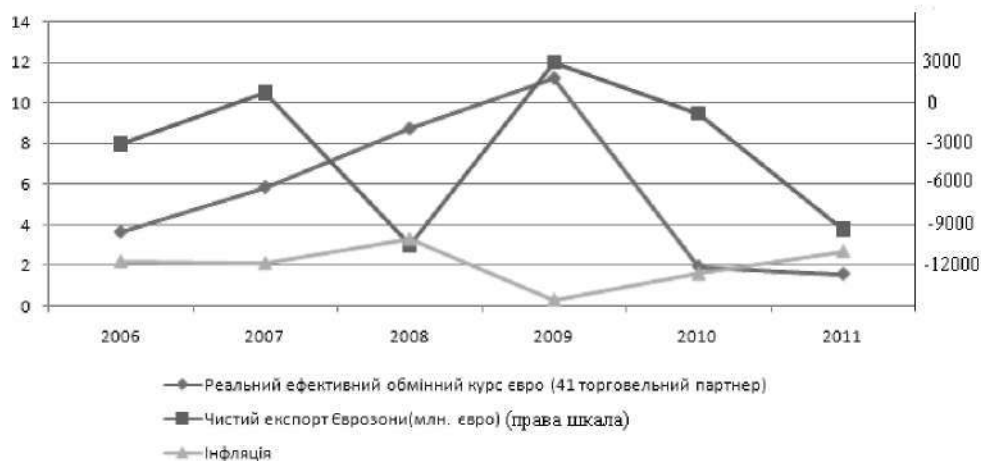


Рис. 5. Динаміка реального ефективного обмінного курсу євро, чистого експорту та інфляції\*

\* Побудовано на основі [19].

На рис. 6 показано динаміку основної ставки за операціями рефінансування та основних макроекономічних змінних упродовж 2006–2011 рр..

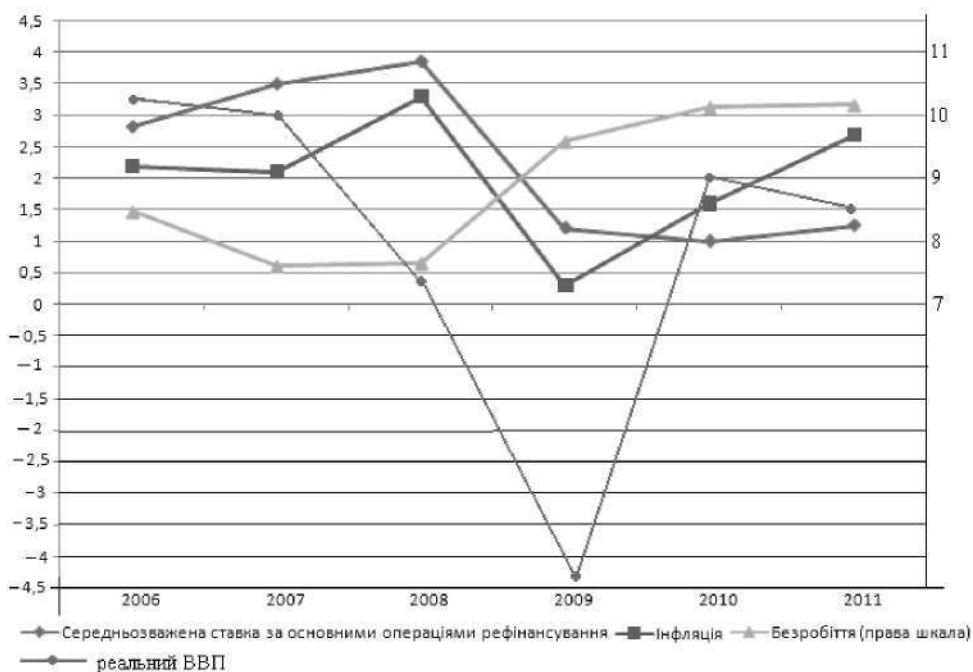
За нормальних умов зниження ставки рефінансування має стимулювати економічне зростання та підвищення рівня зайнятості й інфляції. Як видно із рис. 6, зниження ставки рефінансування ЄЦБ у 2008 р. не зупинило падіння ВВП та зростання безробіття, проте вже в 2009 р. спостерігалася позитивна динаміка зростання ВВП та зменшення безробіття, а показник інфляції мав тенденцію до зростання. Таку неадекватну реакцію основних макроекономічних змінних певною мірою можна пояснити збоєм у роботі монетарного трансмісійного механізму, спричиненого світовою фінансовою та борговою кризою в Єврозоні. Крім того, простежується присутність лагів між

імпульсами монетарної політики й основними макроекономічними змінними.

Результати дослідження практики функціонування трансмісійного механізму монетарної політики ЄЦБ дають змогу зробити наступні висновки.

1. Антикризові заходи були взаємодоповнюваними до стандартних заходів відсоткової політики. Таке поєднання виявилось ефективним, проте мала місце поява лагу в реакції основних макроекономічних змінних на монетарні імпульси. Тому для ЄЦБ важливим є застосування випереджуючих заходів стосовно кризових явищ.

2. Використання програми SMP мало позитивний вплив на попередження збоїв у роботі монетарного трансмісійного механізму, проте ця програма справедливо піддавалася критиці стосовно порушень правил щодо заборони фінансування урядів країн-членів



**Рис. 6. Середньозважена основна ставка рефінансування ЄЦБ та рівень реального ВВП, інфляції та безробіття в Єврозоні (%)\***

\* Побудовано на основі [19].

ЄС. Тому вона має використовуватися у виняткових випадках щодо окремих країн.

3. Збільшення обсягів довгострокового рефінансування та розширення списку заставних активів знизило рівень кредитних ризиків, що дозволило розширити обсяг кредитування суб'єктів реального сектору економіки країн Єврозони і сприяло відновленню тенденції економічного зростання.

4. Заходи монетарної політики ЄЦБ сприяли зниженню РЕОК, що в кінцевому результаті могло стимулювати чистий експорт і відповідно економічне зростання.

Проте мала місце неадекватна реакція чистого експорту на монетарні імпульси. Певною мірою це пояснюється ціноюватою нееластичністю чистого експорту.

5. Особливо негативну роль у розгортанні кризових явищ в Єврозоні відіграв канал очікувань монетарного трансмісійного механізму, внаслідок чого мали місце прояви фінансової паніки, що значною мірою вплинуло на роботу інших каналів трансмісійного механізму. Зокрема, порушення в роботі процентного каналу, що виявилось у деформації зв'язків між ринковими відсотковими ставками. Тому першочерговим завданням є посилення довіри економічних суб'єктів до монетарної політики ЄЦБ з метою формування в них адекватної реакції стосовно заходів монетарної політики.

Дослідження трансмісійного механізму зосереджувалися в основному на діяльності ЄЦБ. Проте значну роль у роботі трансмісійного механізму відіграють центральні банки країн Єврозони, діяльність яких в даному дослідженні не висвітлювались, що пояснюється обмеженням обсягом статті. Тому подальші дослідження мають стосуватися діяльності євросистеми в цілому.

Результати таких досліджень можуть бути використані для адаптації діяльності банківської системи України до європейських стандартів з огляду на високий рівень

відкритості її економіки та європейські інтеграційні прагнення.

### Література

1. Кейнс Дж. *Общая теория занятости, процента и денег* – М.: Гелиос, 1999. – 352 с.
2. Bernanke, B. S. and Gertler, M. 1995. *Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. Journal of Economic Perspectives* 9, 27-48.
3. 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.
4. Campbell T., Kracaw W. *Information production market signaling and the theory of financial intermediation* // *J. of Finance*. – 1980. – Vol. 35, № 4. – P. 863–882.
5. Angeloni I. *Monetary transmission in the euro area: early evidence with M. Ehrmann* // *Economic Policy*. – 2003. – № 37. – 28 p.
6. Gerlach S. *The Monetary Transmission Mechanism: Evidence from the G-7 Countries/ Bank for international settlements// Monetary and economic department*. – 1995. – 49 p.
7. Taylor J. B. *The monetary transmission mechanism: an empirical framework* // *Journal of economic perspectives*. – 1995. – Vol. 9, № 4. – 11–26 p.
8. Hubbard R.G. *Capital-market imperfections, investment and the monetary transmission mechanism/ Department of Economics and Graduate School of Business Columbia University*. – 2000. – 44 p.
9. Адамик Б. П. *Вибір цільової спрямованості монетарної політики в Україні* // *Світ фінансів*. – 2004. – № 1. – С. 72–81.
10. Аржевітин С. М. *Канали монетарної трансмісії* // *Фінанси, облік і аудит: зб. наук. пр.* – К., 2009. – Вип. 13.
11. Дзюблюк О. *Оптимізація передавального механізму грошово-кредитної політики центрального банку* // *Вісник НБУ*. – 2003. – № 1. – С. 32–37.

12. Козюк В. В. Політика Федеральної резервної системи та Європейського центрального банку: порівняння з позиції сучасної монетарної теорії та проблем глобалізації // *Економічна теорія*. – 2007. – № 1. – С. 65–75.
13. Монетарний трансмісійний механізм в Україні: Науково-аналітичні матеріали. Вип. 9 / В. І. Міщенко, О. І. Петрик, А. В. Сомик, Р. С. Лисенко та ін. – К.: Національний банк України, Центр наукових досліджень, 2008. – 144 с.
14. Міщенко В. І., Науменкова С. В. Монетарні трансмісійні механізми та їх вплив на забезпечення відтворювальних процесів в економіці України // *Стратегія монетарної політики: проблема вибору та застосування. Матеріали науково-практ. конференції*. – К., 2002. – С. 7–12.
15. Сомик А. Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в період кризи: кредитний та процентний канали // *Вісник Національного банку України*. – 2010. – № 10. – С. 24–32.
16. Унковська Т. Є. Трансмісійний механізм монетарної політики в контексті економічного зростання // *Економіка і прогнозування*. – 2004. – № 2. – С. 89–100.
17. Моисеев С. Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики // *Бизнес и банки*. – 2002. – № 45. – С. 1–5.
18. *Monetary transmission mechanism ECB* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>.
19. *Speech by Benoît Cœuré, member of the Executive Board of the ECB* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120326.en.html](http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120326.en.html).
20. Smidkova K. *The transmission mechanism of monetary policy at the beginning of the third millennium*, WUSTL Working Paper, 2001. – 25 p.
21. *Objective of monetary policy ECB* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/objective/html/index.en.html>.
22. *The monetary transmission Bank of England* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/monetary/montrans.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/monetary/montrans.pdf).
23. *Stock market index EURO STOXX 50* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.stoxx.com/indices/index\\_information.html?symbol=SX5E](http://www.stoxx.com/indices/index_information.html?symbol=SX5E).
24. *Consolidated version of the treaty on the functioning of the European Union* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [eur-lex.europa.eu/LexUnServ/LexUnServ.do?uri=OJ:C:2008:115:0047:0199:en:PDF](http://eur-lex.europa.eu/LexUnServ/LexUnServ.do?uri=OJ:C:2008:115:0047:0199:en:PDF).