

УДК 336.7
JEL E52, E58DOI: <http://dx.doi.org/10.30970/meu.2024.52.0.5203>**ТРАНСМІСІЙНИЙ МЕХАНІЗМ ТА АЛЬТЕРНАТИВНІ РЕЖИМИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ****Олександр Кузан**

Львівський національний університет імені Івана Франка
79008 м. Львів, вул. Університетська, 1
e-mail: oleksandr.kuzan@lnu.edu.ua
ORCID: 0009-0009-1506-3438

Анотація. У статті розглянуто особливості трансмісійного механізму грошово-кредитної політики та його роль у макроекономічному регулюванні. Проаналізовано основні канали монетарної трансмісії, такі як процентний, кредитний, та канали цін на активи. З'ясовано вплив монетарних рішень на економічну активність, інфляцію, та інші макроекономічні параметри. Розглянуто альтернативні режими монетарної політики, включаючи таргетування інфляції, грошової маси та обмінного курсу. Висвітлено переваги та недоліки кожного з режимів монетарної політики, а також обґрунтовано необхідність гнучкого підходу до формування монетарної політики в умовах глобальної економічної нестабільності. Особливу увагу приділено аналізу взаємозв'язку монетарних інструментів та макроекономічної стабільності.

Ключові слова: монетарна політика, трансмісійний механізм, грошова маса, економічне зростання, інфляція, процентна ставка.

Постановка проблеми. У сучасній економічній теорії та практиці функціонування центральних банків велике значення приділяється дослідженню трансмісійного механізму та альтернативних режимів грошово-кредитної політики. Висвітлення механізмів трансмісії, а також розгляд альтернативних стратегій управління грошово-кредитною політикою є передумовою для удосконалення механізмів регулювання та досягнення макроекономічної стабільності.

Водночас, трансмісійний механізм монетарної політики залишається складним об'єктом досліджень, оскільки його дія значною мірою залежить від структури економіки, ступеня розвитку фінансового ринку та специфіки монетарних інструментів, що використовуються центральним банком. Окрім цього, актуальність проблеми зумовлена зростаючою волатильністю глобальних фінансових ринків, що робить монетарну політику менш передбачуваною та складнішою для реалізації. Такі виклики вимагають аналізу наявних механізмів монетарної трансмісії, зокрема в контексті їх ефективності, а також можливостей впровадження альтернативних режимів грошово-кредитної політики для досягнення сталого економічного зростання та цінової стабільності.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Проблематика трансмісійного механізму монетарної політики привертала увагу багатьох дослідників протягом останніх десятиліть. Наприклад, у роботах Ф. Мішкіна було проведено значну роботу

над систематизацією і описом каналів монетарної трансмісії [13, 14]. Окрім цього, особливу увагу вивченню кредитного каналу трансмісійного механізму було приділено Б. Бернанке та М. Гертлером [8]. Натомість В. Курдія та М. Вудфорд внесли значний внесок у дослідження дії трансмісійного механізму в періоди фінансових потрясінь [9].

Серед вітчизняних вчених варто виділити внесок В. Міщенко, А. Сомик та О. Петрика, які акцентували увагу на функціонуванні механізму трансмісії в умовах української економіки [3, 4, 5]. Особливої уваги також заслуговують А. Гриценко та Т. Кричевська, чий роботи допомагали формувати монетарну стратегію в Україні [2]. У дослідження комплексу питань ефективності монетарної політики вагомий внесок зробили Є. Алімпієв, В. Козюк, І. Радіонова та інші [1, 6, 7, 12].

Проте, попри значну кількість досліджень, залишаються невирішені питання щодо адаптації монетарної політики до сучасних економічних викликів, серед яких підвищений рівень інфляції як результат заходів, спрямованих на підтримку економіки після пандемії коронавірусу, волатильність фінансових ринків та нестабільність валютних курсів. Таким чином, подальший розвиток теорії та практики монетарної політики вимагає більш глибокого аналізу каналів монетарної трансмісії та розробки нових підходів до управління грошово-кредитною політикою.

Постановка завдання. Метою цієї статті є дослідження особливостей функціонування трансмісійного механізму монетарної політики та визначення ефективності його ключових каналів. Також завданням дослідження є аналіз альтернативних режимів грошово-кредитної політики, таких як таргетування грошової маси, інфляції та обмінного курсу, з метою оцінки їхньої доцільності для досягнення макроекономічної стабільності. Особливу увагу буде приділено аналізу впливу монетарних рішень на економічну активність, рівень інфляції та інші макроекономічні показники.

Методи дослідження. Для досягнення поставлених у статті завдань було використано комплексний методологічний підхід, що включав різноманітні якісні методи. Зокрема, серед загальнонаукових методів варто виділити синтез та систематизацію наукових джерел, яка дозволила виокремити основні канали монетарної трансмісії, а також порівняльний аналіз, що був проведений для виділення переваг та недоліків альтернативних режимів монетарної політики. Застосування системного підходу сприяло цілісному розумінню взаємозв'язків між монетарними інструментами та макроекономічною стабільністю, що, в свою чергу, забезпечило можливість дослідження комплексного впливу монетарної політики на економічні процеси. Окрім загальнонаукових, у статті також було використано порівняльні та графічні економіко-логічні методи.

Виклад основного матеріалу дослідження. Через трансмісійний механізм центральні банки здійснюють вплив на реальний сектор економіки, що дозволяє корегувати ключові макроекономічні показники. Таким чином, трансмісійний механізм монетарної політики є центральним у проведенні грошово-кредитної політики. За своєю суттю трансмісійний механізм являє собою систему каналів, за допомогою якого рішення щодо грошово-кредитної політики, такі як зміни процентних ставок або грошової маси, впливають на ключові макроекономічні параметри національної економіки, включаючи інфляцію, виробництво та зайнятість [1, 3, 7].

Механізм дії згаданих вище каналів в основних рисах формує економічний контекст в країні. Наприклад, коли центральний банк підвищує процентні ставки, це, як правило, призводить до підвищення вартості позик, що може зменшити обсяг інвестицій та споживання, тим самим уповільнивши економічну активність і зменшивши інфляційний тиск. Такий механізм притаманний процентному каналу монетарної

трансмисії. Схожим чином діє також канал кредитування, впливаючи на доступність і вартість кредиту, що, у свою чергу, впливає на рішення щодо витрат та інвестицій корпорацій і споживачів. Окрім цього, монетарна трансмісія може здійснюватися через канали цін на активи, які впливають на національну економіку через зміни вартості певних активів, що в свою чергу може впливати на рівень сукупного випуску.

Кожен із цих каналів має певний вплив на різноманітні макроекономічні параметри, розкриваючи складний характер впливу монетарної політики на національну економіку. Важливо також згадати контекст функціонування трансмісійного механізму, показуючи, як ефективність окремих каналів монетарної трансмісії впливає на ефективність монетарної політики в цілому.

В рамках розуміння динамічної взаємодії між монетарною політикою та економічним механізмом, важливо заглибитися в алгоритм монетарної трансмісії, оскільки він має прямий вплив на макроекономічні змінні, такі як інфляція, процентні ставки та економічне зростання. Як зазначалося вище, механізм монетарної трансмісії відіграє визначальну роль у впливі на поведінку споживачів, інвестиційні рішення та на сукупний попит в національній економіці [1, 13, 14]. Завдяки різноманітним історичним та сучасним чинникам економістами було ідентифіковано численні канали економічної трансмісії, кожен з яких отримував різну міру уваги залежно від економічного контексту в певному періоді. Такі канали зазвичай класифікуються за поділом на традиційні канали процентних ставок, канали цін на інші активи та кредитні канали.

Традиційний канал процентної ставки є одним з найбільш вивчених та детально описаних каналів монетарної трансмісії [13, с. 4]. Зміни ключових ставок центральних банків впливають на короткострокові ставки (r) по всій економіці. Наприклад, зниження ключової ставки зменшує вартість позик, стимулюючи інвестиції (I) та споживання. Це в свою чергу приводить до зростання сукупного попиту (AD) і, відповідно, виробництва (Y). Підвищення ставки, навпаки, збільшує вартість позик, що стримує видатки на інвестиції. Окрім того, вищі ставки стимулюють заощадження, що додатково впливає на економічну активність. Схематично, вплив стимулювальної політики центрального банку через канал процентної ставки зазвичай зображують наступним чином:

$$M \uparrow - r \downarrow - I \uparrow - AD \uparrow - Y \uparrow (1)$$

Окрім традиційного кейнсіанського каналу, який концентрується лише на одному вартісному показнику – процентній ставці, варто також враховувати й інші вартісні канали, такі як канали цін активів. Такі канали слугують поясненням того, як зміни у вартості різних активів впливають на економічну поведінку суб'єктів і як результат на обсяги випуску. Наприклад, q -теорія Тобіна пояснює, як грошова маса впливає на показник q – співвідношення між ринковою вартістю активів фірми та витратами на їх заміщення. Механізм такого впливу полягає у тому, що збільшення грошової маси створює надмірні залишки грошей у домогосподарств. Це, у свою чергу, стимулює їх до витрачання зайвих коштів, в тому числі й на купівлю таких цінних паперів як акції. Зростання попиту на акції спричиняє підвищення їх курсу (P_e), що підвищує показник q , оскільки вартість компанії безпосередньо залежить від вартості її акцій, а вартість капіталу незмінна в короткостроковій перспективі [13 с. 6; 14, с. 7]. Візуально це зображено на наступній схемі:

$$M \uparrow - P_e \uparrow - q \uparrow - I \uparrow - Y \uparrow (2)$$

Іншим каналом з числа каналів цін активів є ефект багатства, який пояснює вплив від збільшення вартості акцій на рівень загального випуску. Механізм дії такого

каналу є схожим до того, який пояснений q -теорією Тобіна, проте на відміну від останнього пропонує пояснення впливу цін активів на виробництво через їх вплив на поведінку домогосподарств.

Ефект багатства передбачає, що збільшення вартості акцій в результаті експансивної монетарної політики відбувається як через надлишок зайвих грошей у домогосподарств, так і за рахунок зниження процентних ставок, які роблять акції більш привабливим фінансовим інструментом, ніж депозит. Зростання цін на акції збільшує багатство домогосподарств (W), що стимулює споживчі видатки (C) і, відповідно, обсяги сукупного випуску. Цей ефект посилюється у випадках, коли домогосподарства мають значні інвестиції у фінансові активи [14, с. 7]. Схематичне зображення механізму такого впливу можемо зобразити наступним чином:

$$M \uparrow - r \downarrow - P_e \uparrow - W \uparrow - C \uparrow - Y \uparrow \quad (3)$$

Канал цін на житло є особливо важливим у розумінні впливу монетарної політики на економіку. Цей канал також можна віднести до каналів цін на активи, адже житло можна розглядати як актив. Таким чином, при зниженні процентних ставок в результаті стимулювальної монетарної політики, відбувається також і зниження іпотечних ставок. Здешевлення іпотечного кредитування, робить готову нерухомість дорожчою відносно будівництва нової. Таке зростання цін на житло (P_H) підвищує добробут власників нерухомості, що стимулює споживання через ефект багатства [14, с. 8]. Спробувавши графічно зобразити механізм такого впливу, отримаємо наступну схему:

$$M \uparrow - r \downarrow - P_H \uparrow - W \uparrow - C \uparrow - Y \uparrow \quad (4)$$

Окрім механізму, описаного ефектом багатства, до наявного каналу також можна застосувати q -теорію Тобіна. Таким чином, описане вище підвищення цін на житло може привести до збільшення будівельної активності (H). Це відбуватиметься через зростання рівня показника q , що в такому випадку позначатиме відношення вартості готового будинку до вартості будівництва нового [14, с. 8]. Натомість збільшення обсягів будівництва призводитиме до зростання сукупного випуску. Зобразимо такий механізм за допомогою наступної схеми:

$$M \uparrow - r \downarrow - P_H \uparrow - q \uparrow - H \uparrow - Y \uparrow \quad (5)$$

Окрім цього, канали цін активів також включають канал валютного курсу. Зокрема, в умовах стримувальної монетарної політики, коли реальні внутрішні процентні ставки зростають, депозити в національній валюті можуть стати більш привабливими порівняно з депозитами в іноземній валюті. Це приводить до зростання вартості депозитів в національній валюті порівняно з іншими валютами, тобто до зміцнення цієї валюти (E). Вищий курс національної валюти робить внутрішні товари дорожчими за іноземні, що призводить до зниження їх привабливості на іноземних ринках. Це, в свою чергу, впливає на обсяг чистого експорту (NX) і, як наслідок, призводить до скорочення сукупного випуску [13, с.5; 14, с. 5]. Таким чином, схема монетарного механізму передачі, що діє через валютний курс, виглядає так:

$$M \downarrow - r \uparrow - E \uparrow - NX \downarrow - Y \downarrow \quad (6)$$

Кредитні канали монетарної трансмісії відіграють не менш важливу роль у посиленні ефектів монетарної політики. Ці канали впливають як на позичальників, так і на кредиторів, змінюючи їх фінансовий стан та кредитоспроможність. Одним із важливих кредитних каналів є канал банківського кредитування, що функціонує через вплив монетарної політики на резерви та капітал банків, які в свою чергу визначають їх здатність надавати кредити. Експансивна монетарна політика забезпечує збільшення резервів банків (R), що дозволяє їм збільшити обсяги кредитування (L). Це

стимулює економічну активність, оскільки бізнес та споживачі можуть отримати доступ до додаткових фінансових ресурсів, в результаті чого збільшується рівень інвестиційних видатків. Окрім того, такий вплив посилюється ефектом грошово-кредитної мультиплікації [10, с. 656]. Схематичне зображення механізму передачі монетарної політики на економіку через канал банківського кредитування, можна зобразити таким чином:

$$M \uparrow - R \uparrow - L \uparrow - I \uparrow - Y \uparrow \quad (7)$$

Варто зазначити, що комерційні банки відіграють важливу роль у процесі монетарної трансмісії, а зміни в їхній здатності надавати кредити можуть мати значний вплив на загальну економічну активність. Попри це, в науковому дискурсі присутні певні сумніви щодо важливості каналу банківського кредитування [13, с. 7].

Іншим кредитним каналом, який заслуговує на увагу, є балансовий канал, що функціонує через вплив монетарної політики на вигляд балансу підприємства. Такий вплив забезпечується тим, що зростання процентних ставок призводить до зменшення грошових потоків підприємств (CF), що впливає на нездатність більшості підприємств до залучення коштів. В результаті, серед потенційних позичальників опиняються в основному підприємства, які ведуть високо ризиковану діяльність, що приносить високий дохід, достатній для виплати високих процентів. В свою чергу, це знижує рівень кредитування, через збільшення рівня ризиків (MH), впливаючи на економічну активність [14, с. 11]. Схема такого впливу виглядатиме так:

$$M \downarrow - r \uparrow - CF \downarrow - MH \uparrow - L \downarrow - Y \downarrow \quad (8)$$

Окрім того, зниження вартості активів в результаті стримувальної монетарної політики негативно впливає на ринкову вартість компаній, що стримує рівень інвестиційної діяльності через описаний вище механізм зростання ризиків для комерційних банків. Зниження обсягу інвестиційної діяльності, в свою чергу, призводить до зниження виробництва [13, с. 8; 14, с. 11]. Зобразимо механізм такого впливу на схемі нижче:

$$M \downarrow - P_e \downarrow - MH \uparrow - L \downarrow - Y \downarrow \quad (9)$$

Аналогічно, балансовий канал домогосподарств схожий на попередній, але фокусується на домогосподарствах. Підвищення вартості активів, таких як житло чи акції, покращує баланс домогосподарств, що збільшує іпотечне кредитування та стимулює споживання через зниження імовірності фінансових труднощів у домогосподарств (LFD) [13, с. 9]. Схема такого механізму буде мати наступний вигляд:

$$M \uparrow - P_e \uparrow - LFD \downarrow - H \uparrow \& C \uparrow - Y \uparrow \quad (10)$$

Складність і взаємопов'язаність цих каналів мають важливі наслідки для результатів діяльності центральних банків. Важливо застосовувати комплексний підхід при формуванні монетарної політики, розуміючи численні шляхи її впливу на економіку. Крім того, варто ретельно розраховувати час і масштаб політичних втручань для досягнення бажаних економічних результатів без непередбачених негативних наслідків. Ефективна комунікація політичних намірів є важливою для управління очікуваннями ринку та підвищення довіри до монетарної політики. Зрозумілі й прозорі політичні сигнали можуть допомогти зменшити невизначеність і підвищити ефективність монетарної політики [2, с. 14].

Ключові компоненти трансмісійного механізму сконцентровані головним чином навколо розуміння того, як рішення монетарної політики впливають на національну економіку в цілому. Натомість задля розуміння того, як саме центральні банки використовують цей механізм і які цілі вони при цьому переслідують, варто дати пояснення режимам грошово-кредитної політики.

Впроваджуючи той чи інший режим грошово-кредитної політики (монетарний режим), центральний банк декларує свій намір щодо досягнення певного рівня якогось із макроекономічних показників [6, с. 279]. Окрім інформативної ролі, визначення (таргетування) цільового рівня певного показника виконує також роль покладання певної відповідальності на центральний банк за досягнення цього показника [15, с. 462]. Такий комплексний підхід не лише забезпечує прозорість центрального банку, а й дозволяє контролювати ефективність здійснення монетарної політики. За час свого існування центральні банки світу винайшли і адаптували багато різноманітних монетарних режимів, кожен з яких концентрується на таргетуванні різних макроекономічних показників.

Зауважимо, що таргетування грошової маси в обігу, валютне таргетування, інфляційне таргетування, а також таргетування номінального ВВП виділяються як основні режими, якими керуються центральні банки в їхніх зусиллях керувати економічним розвитком і ціновою стабільністю. Окрім цього, деякі центральні банки користуються режимом без явного номінального якоря або гібридними режимами.

Таргетування грошової маси (монетарне таргетування) передбачає використання грошового агрегату, такого як M1 або M2, як основного якоря для проведення грошово-кредитної політики. Ця стратегія встановлює чіткі цілі для темпу зростання обраного грошового агрегату. Така стратегія також ґрунтується на кількісній теорії грошей, яка передбачає прямий зв'язок між грошовою масою та рівнем цін [11].

Контролюючи зростання грошової маси, центральні банки прагнуть керувати інфляцією. У межах цієї стратегії центральний банк обирає грошовий агрегат для моніторингу та контролю, прагнучи утримувати його зростання в межах визначеного діапазону. Якщо темп зростання грошової маси перевищує цільовий показник, центральний банк може застосувати стримувальну грошово-кредитну політику шляхом продажу державних цінних паперів, підвищення процентних ставок або збільшення обов'язкових резервів. Навпаки, якщо зростання грошової маси нижче цільового показника, центральний банк може застосувати стимулювальну політику, наприклад, купівлю державних цінних паперів або зниження процентних ставок для стимулювання економічної активності [15, с. 462-465].

Монетарне таргетування відоме своєю простотою та прозорістю, що робить його зрозумілим і легким для комунікації. Крім того, встановлення чітких цілей забезпечує більшу підзвітність, оскільки результати діяльності центральних банків можна безпосередньо виміряти порівняно з цілями грошового зростання [15, с. 466].

Однак ця стратегія має також значні недоліки. Взаємозв'язок між грошовою масою та економічними змінними, такими як ВВП та інфляція, може бути нестабільним, особливо в умовах фінансових інновацій або дерегуляції, які змінюють попит на гроші [5, с. 9]. Крім того, суворе дотримання грошових цілей може обмежити здатність центрального банку гнучко реагувати на несподівані економічні потрясіння або кризи. Ця стратегія була особливо популярною в 1970-х і 1980-х роках у таких країнах, як США, Німеччина та Швейцарія, але її популярність знизилася, оскільки фінансові інновації та зміни у волатильності попиту на гроші зменшили її ефективність [6, с. 282].

Таргетування інфляції з'явилося у 1990-х роках у відповідь на обмеження монетарного таргетування та виклики, пов'язані з високими та нестабільними темпами інфляції в багатьох країнах [15, с. 467]. Така стратегія передбачає публічне декларування цільового рівня інфляції та подальше коригування грошово-кредитних інструментів для досягнення цього рівня.

У рамках інфляційного таргетування, цільовий рівень інфляції, зазвичай встановлюється на рівні від 1% до 3%, що приймається як основна мета грошово-кредитної політики. Для досягнення цієї цілі, центральний банк використовує коригування процентних ставок, насамперед короткострокових, щоб впливати на економічну активність, наближаючи інфляцію до цільового рівня.

Важливою складовою описаного режиму грошово-кредитної політики є прозорість діяльності центрального банку. Центральні банки часто публікують звіти про інфляцію, економічні прогнози та рішення щодо своєї політики, доводячи доцільність таких рішень до громадськості та фінансових ринків. Така прозорість допомагає формувати прогнозовані інфляційні очікування, що є критичним фактором у досягненні стабільності цін [5].

Переваги таргетування інфляції включають можливість контролю над інфляційними очікуваннями, зменшення невизначеності та сприяння економічній стабільності. Такий режим дозволяє гнучко реагувати на різноманітні економічні потрясіння та сприяє збільшенню довіри до центрального банку [5, с. 12]. Окрім того, таргетування інфляції підвищує прозорість, вимагаючи від центральних банків пояснювати свої дії, покращуючи розуміння громадськістю грошово-кредитної політики та довіру до неї.

Однак, інфляційне таргетування також має свої обмеження. Воно значною мірою покладається на точні економічні прогнози, ефективність використання яких може бути знижена через непередбачуваний характер економіки. Крім того, критики стверджують, що таргетування інфляції може змусити центральні банки надто зосереджуватися на підтриманні цінової стабільності, нехтуючи іншими економічними цілями, такими як зайнятість [15, с. 472].

Таргетування інфляції було прийнято кількома країнами, включаючи Нову Зеландію, яка першою прийняла цю стратегію в 1990 році, а також Канаду, Великобританію та Швецію [5, с. 11]. З часом ця стратегія виявилася успішною у зниженні рівня інфляції та контролі над інфляційними очікуваннями, сприяючи загальній економічній стабільності [6, с. 282].

Таргетування процентної ставки є ще однією стратегією грошово-кредитної політики. Ця стратегія передбачає використання короткострокової процентної ставки, такої як федеральна резервна ставка у США, як основного інструменту для впливу на економічну активність, інфляцію та зайнятість.

У межах таргетування процентної ставки центральний банк встановлює цільову короткострокову процентну ставку та використовує операції на відкритому ринку – купівлю чи продаж державних цінних паперів – для впливу на пропозицію грошей і досягнення цільової ставки. Зміни в цільовій процентній ставці впливають на вартість запозичень, споживчі видатки, інвестиції бізнесу та загальну економічну активність. Зниження процентних ставок робить запозичення дешевшим, тим самим стимулюючи економічну активність і потенційно підвищуючи інфляцію, тоді як підвищення ставок може допомогти охолодити перегріту економіку та знизити інфляційний тиск [16, с. 438].

Таргетування процентної ставки має кілька переваг. По-перше, воно забезпечує прямий вплив на економічну активність, впливаючи на вартість запозичень, споживчі видатки та інвестиційні рішення. Окрім цього, такий режим дозволяє центральним банкам часто коригувати процентні ставки у відповідь на економічні зміни, забезпечуючи гнучкість у реалізації політики [16, с. 439]. Крім того, таргетування

процентних ставок надає чіткі сигнали фінансовим ринкам і громадськості, допомагаючи керувати очікуваннями щодо майбутніх економічних умов.

Попри це, стратегія таргетування процентної ставки також має свої недоліки. Коли процентні ставки наближаються до нуля, можливості центрального банку використовувати традиційні зниження процентних ставок для стимулювання економіки стають обмеженими [16, с. 439]. Крім того, тривалі періоди низьких процентних ставок можуть сприяти виникненню фінансових бульбашок, що підвищує ризик фінансової нестабільності.

Таргетування обмінного курсу є ще однією важливою стратегією грошово-кредитної політики, яка передбачає використання валютного курсу як цілі грошово-кредитної політики. У рамках цієї стратегії центральний банк прив'язує свою валюту до валюти іншої країни, часто до тієї валюти, в якій здійснюються найбільше експортних операцій. Центральний банк зобов'язується купувати чи продавати іноземну валюту в обмін на національну, щоб підтримувати фіксований курс. Для підтримання фіксованого валютного курсу центральний банк втручається у валютний ринок, здійснюючи валютні інтервенції. Наприклад, якщо національна валюта перебуває під тиском девальвації, центральний банк продаватиме золото-валютні резерви та купуватиме національну валюту для підтримки її вартості. Натомість, якщо валюта перебуває під тиском ревальвації, центральний банк купуватиме іноземну валюту та продаватиме національну [16, с. 539].

Таргетування обмінного курсу може набувати різних форм, включаючи режими фіксованого валютного курсу та доларизацію. У режимі фіксованого валютного курсу валюта прив'язується до іншої валюти в межах вузького діапазону. Доларизація передбачає прийняття валюти іншої країни як національної, що фактично усуває валютний ризик.

Режим таргетування обмінного курсу має кілька переваг. Прив'язка до стабільної валюти може допомогти стабілізувати рівень інфляції, особливо в країнах з історією гіперінфляції. Фіксований валютний курс також зменшує валютний ризик для підприємств, які займаються міжнародною торгівлею, сприяючи торгівлі та інвестиціям. Окрім того, фіксований обмінний курс може закріпити інфляційні очікування та надати чіткий сигнал політики, підвищуючи довіру [4, с. 540].

Попри це, таргетування обмінного курсу має також й недоліки. Воно вимагає від центрального банку надавати пріоритет стабільності валютного курсу над іншими внутрішніми цілями, такими як зайнятість чи економічне зростання. Режими фіксованого валютного курсу також можуть бути вразливими до спекулятивних атак, у випадку недостатньої довіри ринків до регуляторної здатності центрального банку на валютному ринку. Такі спекуляції також потенційно можуть призводити до фінансових криз [15, с. 541]. Крім того, підтримка фіксованого валютного курсу часто вимагає значних валютних резервів для захисту валюти, що може виснажити фінансові ресурси країни.

Таргетування обмінного курсу зазвичай використовувалося країнами, що мають невелику відкриту економіку або історію високої інфляції. У деяких випадках ця стратегія була ефективною для стабілізації інфляції, наприклад, в Аргентині у 1990-х роках та Угорщині [6, с. 282].

Режим без явного номінального якоря передбачає декларування центральним банком свого зобов'язання досягати низької та стабільної інфляції без явного цільового зазначення цього показника. Цей підхід забезпечує більшу гнучкість у реагуванні на непередбачувані економічні шоки або зміни економічних умов, що може

бути особливо корисним у нестабільних економіках. Відсутність жорсткої прив'язки до конкретної цілі дозволяє центральним банкам, які використовують цей режим, більш вільно коригувати свою політику, враховуючи ширший спектр економічних передумов [15, с. 473].

Ефективність грошово-кредитної політики без явного номінального якоря значною мірою залежить від довіри до центрального банку. З часом, через послідовні дії, центральний банк може вибудувати довіру з боку громадськості та фінансових ринків. Така довіра є надзвичайно важливою, оскільки, не маючи явної цілі, центральний банк повинен покладатися на свою репутацію для оцінки рівня інфляційних очікувань та інших макроекономічних показників. Якщо центральному банку вдається підтримувати таку репутацію, учасники ринку мають достатньо інформації для формування передбачуваних очікувань. Внаслідок цього, навіть за відсутності явного номінального якоря, центральний банк може впливати на інфляційні очікування та, відповідно, на реальні показники інфляції [15, с. 473].

Таблиця 1

Режими грошово-кредитної політики центрального банку

Режим монетарної політики	Основні характеристики	Переваги	Недоліки
Таргетування грошової маси	Декларування центральним банком певного показника грошової маси як своєї цілі. Спирається на кількісну теорію грошей.	Прозорість рішень центрального банку. Легкість в оцінці ефективності.	Наявність затримки в передачі змін в агрегатах M1 чи M2 на динаміку інфляції. Недостатня гнучкість для реагування на зміну екзогенних умов.
Таргетування інфляції	Декларування центральним банком певного показника інфляції як своєї цілі.	Можливість керування інфляційними очікуваннями, прозорість дій центрального банку.	Складність моделювання та розрахунків, що використовуються для прийняття рішень.
Таргетування процентної ставки	Декларування центральним банком певного показника короткострокової процентної ставки як своєї цілі.	Забезпечення прямого впливу на економічну активність. Можливість швидкої реакції на потрясіння.	Складність стимулювання економіки при наближенні процентних ставок до нульової межі.
Таргетування обмінного курсу	Декларування центральним банком стабільності валютного курсу як своєї основної цілі.	Стабілізація інфляційних очікувань та зниження валютних ризиків для підприємств.	Вразливість до спекулятивних атак, пріоритизація утримання стійкого валютного курсу над економічним зростанням.
Режим без явного номінального якоря	Відсутність декларування центральним банком жодного із макроекономічних показників як своєї цілі. Основний орієнтир на забезпечення низької інфляції.	Гнучкість в рішеннях центрального банку, можливість враховувати ширший спектр економічних передумов.	Ускладнений контроль за інфляційними очікуваннями на фоні економічної невизначеності чи зниження довіри до центрального банку.

Джерело: складено автором на основі [5, 6, 15; 16].

Однак використання неявного номінального якоря не позбавлене труднощів. Одним із потенційних недоліків є те, що контроль за інфляційними очікуваннями може ускладнюватися на фоні економічної невизначеності або коли довіра до центрального банку знижується. Без чіткої та явної цілі існує ризик, що громадськість і учасники ринку можуть неправильно зрозуміти дії або наміри центрального банку, що призведе до підвищеної волатильності інфляційних очікувань та фінансових ринків [15, с. 474].

Незважаючи на ці труднощі, використання режиму без явного номінального якоря може бути надзвичайно ефективним у певних контекстах. Наприклад, Федеральна резервна система США по цей час діє без явного номінального якоря, хоча й декларує орієнтовний таргет для рівня інфляції задля керування очікуваннями [6, с. 282].

У таблиці 1 здійснено порівняльний аналіз описаних вище режимів грошово-кредитної політики, а також їх переваг та недоліків. У результаті такого аналізу встановлено, що режим таргетування грошової маси забезпечує прозорість і легкість в оцінці ефективності, проте супроводжується затримками

у впливі на рівень інфляції та недостатньою гнучкістю. У той же час режим таргетування інфляції дозволяє ефективно керувати інфляційними очікуваннями, проте потребує складного моделювання. Режим таргетування процентної ставки дозволяє швидко реагувати на економічні потрясіння, однак стає менш дієвим при досягненні нульової межі ставок. Водночас використання режиму таргетування обмінного курсу знижує валютні ризики, але підвищує вразливість до спекулятивних атак. Режим без явного якоря надає більшу гнучкість у прийнятті рішень, хоча й ускладнює контроль за інфляційними очікуваннями в умовах невизначеності. Загалом, кожен із режимів має як сильні сторони, так і недоліки, а їх застосування залежить від економічної ситуації та цілей монетарної політики.

Висновки. Трансмісійний механізм монетарної політики є важливим в контексті впливу центральних банків на економічні процеси та забезпечення макроекономічної стабільності. Окрім цього, аналіз різних монетарних режимів та цілей в розрізі інфляції, фіксованого обмінного курсу, контролю над грошовою масою вказує, що вибір оптимального режиму має базуватися на конкретних умовах та цілях економічної політики. Важливо зазначити, що наявні режими не можуть вважатися універсальним рішенням, а ефективність грошово-кредитної політики залежить від здатності центрального банку гнучко реагувати на зміни в національній економіці та ефективності в управлінні очікуваннями ринків і домогосподарств. Відповідно, основним завданням для центрального банку залишається забезпечення стабільності, прозорості та передбачуваності у своїх рішеннях, виходячи з поточних макроекономічних індикаторів і потенційних економічних шоків.

1. Алімпієв Є. Класифікація передавальних каналів фінансово-монетарної трансмісії. *Ефективна економіка*. 2013. № 8. С. 1–9.
2. Гриценко А., Кричевська Т. Монетарна стратегія: шлях до ефективної грошово-кредитної політики. Необхідність і передумови формування монетарної стратегії як форми комунікації центральних банків. *Вісник НБУ*. 2005. № 5. С. 8–18.
3. Міщенко В., Сомик А. Монетарний трансмісійний механізм в Україні. Теоретичні засади трансмісійного механізму грошово-кредитної політики. *Вісник НБУ*. 2007. № 6. С. 24–27.

4. Міщенко В., Петрик О., Сомик А. Монетарний трансмісійний механізм в Україні: Науково-аналітичні матеріали. Вип. 9. Національний банк України. Центр наукових досліджень, 2008. 144 с.
5. Петрик О. Цілі та основні режими сучасної монетарної політики. *Вісник НБУ*. 2006. № 6. С. 6–13.
6. Радіонова І.Ф., Бурлай Т.В., Алімпієв Є.В. Макроекономіка: навч. посіб. Кам'янець-Подільський: Аксіома, 2010. 423 с.
7. Фарица О. Нелінійний ефект перенесення обмінного курсу на внутрішні ціни в Україні. *Вісник НБУ*. 2016. № 236. С. 30–42.
8. Bernanke B., Gertler M. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *Journal of Economic Perspectives*. 1995. 9 (4). P. 27–48.
9. Curdia V, Woodford M. Credit Frictions and Optimal Monetary Policy. NBER Working Paper. 2011. No. 17883. P. 1–53.
10. Campbell R. McConnell, Stanley L. Brue, Sean M. Flynn. Economics: principles, problems, and policies. 18th ed. New York. 2009. 786 p.
11. Fisher, I. The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest, and Crises. New York: Macmillan. 1911. 515 p.
12. Koziuk V. Independence of Central Banks in Commodity Economies. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 2016. 235. P. 6-25.
13. Mishkin F.S. Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. *Journal of Economic Perspectives*. 1995. 9. P. 3–10.
14. Mishkin F.S. The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy. NBER Working Paper. 1996. 5464. P. 1–27.
15. Mishkin F.S. The Economics of Money, Banking and Financial Markets. 4th Canadian Edition. Toronto. 2011. 748 p.
16. Mishkin, F. S. The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. 13th Edition. Pearson. Columbia. 2022. 670 p.

References

1. Alimpiyev, Y. (2013). Klasyfikatsiia peredavalnykh kanaliv finansovo-monetarnoi transmisii [Classification of financial-monetary transmission channels]. *Efektivna Ekonomika*, 8, 1–9. [in Ukrainian]
2. Hrytsenko, A., & Krychevska, T. (2005). Monetarna stratehiia: shliakh do efektyvnoi hroshovo-kredytanoi polityky. Neobkhidnist i peredumovy formuvannia monetarnoi stratehii yak formy komunikatsii tsentralnykh bankiv [Monetary strategy: The path to effective monetary policy. The necessity and prerequisites for forming a monetary strategy as a form of central bank communication]. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 11, 8–18. [in Ukrainian]
3. Mishchenko, V., & Somyk, A. (2007). Monetarnyi transmisijnyi mekhanizm v Ukraini. Teoretychni zasady transmisijnogo mekhanizmu hroshovo-kredytanoi polityky [The monetary transmission mechanism in Ukraine. Theoretical foundations of the transmission mechanism of monetary policy]. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 6, 24–27. [in Ukrainian]
4. Mishchenko, V., Petryk, O., Somyk, A., & Lysenko, R. (2008). *Monetarnyi transmisijnyi mekhanizm v Ukraini: Naukovyi ta analitychnyi material* [Monetary transmission mechanism in Ukraine: Scientific and analytical materials]. Kyiv: National Bank of Ukraine, Centre for Scientific Research. [in Ukrainian]
5. Petryk, O. (2006). Tsili ta osnovni rezhymy suchasnoi monetarnoi polityky [Objectives and main regimes of modern monetary policy]. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 6, 6–13. [in Ukrainian]
6. Radionova, I., Burlai, T., & Alimpiyev, Y. (2010). *Makroekonomika-2: Navchalnyi posibnyk* [Macroeconomics-2: A textbook]. Kamianets-Podilskyi: Axioma. [in Ukrainian]

7. Faryna, O. (2016). Neliniyni efekt perenesenia obminnoho kursu na vnutrishni tsiny v Ukraini [Nonlinear exchange rate pass-through effect on domestic prices in Ukraine]. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 236, 30–42. DOI: 10.26531/vnbu2016.236.030. [in Ukrainian]
8. Bernanke, B., Gertler, M., & Gilchrist, S. (1995). Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27–48.
9. Curdia, V., & Woodford, M. (2011). Credit frictions and optimal monetary policy. *NBER Working Paper* No. 17883, 1–53.
10. McConnell, C., Brue, S., & Flynn, S. (2009). *Economics: Principles, problems, and policies* (18th ed.). New York: McGraw-Hill.
11. Fisher, I. (1911). *The purchasing power of money: Its determination and relation to credit, interest, and crises*. New York: Macmillan.
12. Koziuk, V. (2016). Independence of central banks in commodity economies. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 235, 6–25. doi: 10.26531/vnbu2016.235.006
13. Mishkin, F. S. (1995). Symposium on the monetary transmission mechanism. *Journal of Economic Perspectives*, 9, 3–10.
14. Mishkin, F. S. (1996). The channels of monetary transmission: Lessons for monetary policy. *NBER Working Paper*, 5464, 1–27.
15. Mishkin, F. S. (2011). *The economics of money, banking and financial markets* (4th Canadian ed.). Toronto: Pearson.
16. Mishkin, F. S. (2022). *The economics of money, banking, and financial markets* (13th ed.). New York: Pearson.

THE TRANSMISSION MECHANISM AND ALTERNATIVE MONETARY POLICY REGIMES

Oleksandr Kuzan

*Ivan Franko National University of Lviv
1 University Str., Lviv, 79008,
E-mail: oleksandr.kuzan@lnu.edu.ua
ORCID: 0009-0009-1506-3438*

Abstract. The article focuses on the transmission mechanism of monetary policy, which plays a pivotal role in how central banks influence macroeconomic stability and steer national economies. It begins by emphasizing the complexity of the transmission mechanism, shaped by the specific economic structure, financial market development, and the monetary tools employed by central banks. Various channels of monetary transmission, such as interest rates, credit availability, and asset prices, are examined in detail. These channels influence key macroeconomic indicators including inflation, investment, and consumption, which, in turn, affect overall economic activity and employment levels.

Additionally, the article reviews different monetary policy regimes and their respective advantages and disadvantages. The regimes discussed include inflation targeting, monetary aggregate targeting, exchange rate targeting, and interest rate targeting. Each regime is analyzed in the context of its suitability for achieving macroeconomic goals such as price stability and sustainable economic growth. The research explores the impact of these regimes on the effectiveness of monetary transmission channels and evaluates the central bank's ability to adapt to modern economic challenges, such as post-pandemic inflation and financial market volatility.

Particular attention is paid to how monetary policy decisions influence inflation expectations and market behavior. The effectiveness of these policies is linked to the central bank's capacity to communicate its goals clearly and maintain transparency, which is crucial in reducing market uncertainty and enhancing policy efficiency. Moreover, the article suggests that no single monetary policy regime is universally applicable, as the effectiveness of each depends on the unique characteristics of a country's economy. Central banks must, therefore, remain flexible in their approaches, continuously adjusting their strategies to respond to shifting economic conditions.

Keywords: monetary policy, transmission mechanism, money supply, economic growth, inflation, interest rate.

Стаття надійшла до редколегії 23.10.2024

Прийнята до друку 25.11.2024