

*Версаль Н.І.,**к.е.н., доцент, докторант кафедри страхування,
банківської справи та ризик-менеджменту,**Київський національний університет імені Тараса Шевченка*

ТРАНСМІСІЙНІ КАНАЛИ ШОКІВ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

Шоки монетарної політики вважаються одними з найсерйозніших з огляду на їх вплив на економіку країни. У більшості країн із ринком, що формується, банки є основними фінансовими посередниками, а тому їх роль у трансмісії шоків монетарної політики можна вважати ключовою. Огляд трансмісійних каналів монетарної політики засвідчив, що найбільш релевантними для країн із ринком, що формується, є кредитний канал, канал валютного курсу та за певних умов канал процентної ставки. Ефективність кредитного каналу в таких країнах зумовлюється тим, що для більшості економічних агентів банківське кредитування є основним джерелом ресурсів. Своєю чергою, структура активів банків у таких країнах є майже однополярною через нерозвиненість фінансових ринків, а отже, цей канал має суттєві переваги у застосуванні.

Ключові слова: шоки монетарної політики, процентний канал монетарної політики, канал валютного курсу монетарної політики, кредитний канал монетарної політики, ефективність каналів монетарної політики.

Постановка проблеми. Продукування фінансових шоків можливе як на рівні центрального банку, так і на рівні комерційних банків, а зважаючи на те, що їх призначення та функціонал в економіці є різним, стає зрозуміло, що продуковані фінансові шоки матимуть різну природу, різні об'єкти впливу і різні наслідки. Якщо продуцентом фінансових шоків є банки, то наслідки їх дії можуть бути як релевантними, так і нерелевантними для економічних агентів, оскільки центральний банк може нівелювати їх вплив, тому що здебільшого фінансові шоки, що продукуються банками, мають негативний ефект. Якщо продуцентом фінансових шоків є центральний банк, то очевидно, що наслідки його дій будуть релевантними для всіх економічних суб'єктів, і залежно від ситуації вони можуть мати як позитивний, так і негативний ефект в короткостроковій перспективі, який, однак, у кінцевому підсумку передбачає стабілізацію економічної ситуації. І основними фінансовими шоками, які продукує центральний банк, можна вважати шоки монетарної політики.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. В умовах високого рівня турбулентності в економіці надзвичайно важливо розуміти, яким чином і якою мірою центральний банк може впливати на діяльність економічних суб'єктів у разі суттєвого коригування монетарної політики. Дослідження зазначених проблем здійснюють такі вчені: Є. Алімпієв, Б. Бернанке, О. Дзюблюк, С. Моїсєєв, А. Ігнатюк та С. Кульпінський, Дж. Карліно та Р. ДеФіна, А. Кешіп та Дж. Стейн, І. Міхов, С. Чекетті та ін. Здебільшого учасниками трансмісії є комерційні банки, тому вважаємо за необхідне з'ясувати, якою є їх роль у цьому процесі, що й є метою статті.

Виклад основного матеріалу дослідження. Центральний банк за своїм функціоналом має передусім піклуватися про

стабільність національної валюти. Це є основним завданням центрального банку. Відтак, стабільність банківської системи має значення, але другорядне. Цей факт уже свідчить про те, що реалізація монетарної політики, зокрема зміни у використанні її інструментів, можуть стати шоками для банків. Окрім того, не варто забувати, що в більшості країн світу центральний банк виконує функції регулятора, кредитора останньої інстанції, а отже, зміна правил гри, у т. ч. підходів до встановлення обмежень банківської діяльності може бути не менш вражаючими шоками, ніж шоки монетарної політики. Якщо ми розглядаємо шоки, продуцентом яких є центральний банк, то варто розрізняти шоки монетарної політики та шоки макропруденційної політики. Останні є квазіфінансовими шоками, оскільки основні регулятивні обмеження стосуються фінансових параметрів діяльності банків.

Шоки монетарної політики – це різкі зміни в застосуванні таких інструментів, як процентні ставки центрального банку (облікова ставка, ставки рефінансування за окремими інструментами), обсяги кредитування центральним банком, норми резервування, операції на відкритому ринку та ін. Щоправда, у цьому зв'язку виникає питання, яким чином відбувається поширення шоку, а це означає, що необхідно звернути увагу на трансмісійні канали монетарної політики (канали монетарної трансмісії) і зрозуміти, як за їх посередництвом шоки виникають на валютному, кредитному, депозитному та фондовому ринках. У спрощеному варіанті відбувається таке: «Імпульс змін, що передаються економіці грошово-кредитною політикою, проходить три фази розвитку. На першій фазі інструмент центрального банку надає ефект на ринкові процентні ставки і валютний курс. У другій фазі відбувається корекція цін на фінансові активи, яка позначається на витратах домогосподарств і фірм. Зміни, що відбулися в реальному секторі, повертаються до фінансової системи через зміни у структурі балансу позичальників. Починається другий раунд корекції ринкових процентних ставок. Нарешті, протягом третьої фази спостерігається макроекономічна адаптація: зміна темпів економічного зростання і безробіття, що індукує перерахунок цін і заробітної плати. Національне господарство переходить до нової економічної рівноваги» [6, с. 40].

Аналіз робіт із цієї проблематики дає змогу виокремити достатньо значну кількість каналів монетарної трансмісії [1; 6; 11–15], однак, передусім, вважаємо за доцільне зупинитися на двох основних підходах, які дискутуються в економічній літературі: грошовому підході (money view) та кредитному підході (lending view). Такий поділ запропонований та підтриманий такими вченими, як Б. Бернанке [11], С. Чекетті [13], А. Кешіп, Дж. Стейн [15] та багатьма іншими. Основна відмінність між цими підходами полягає у тому, що грошовий підхід не передбачає значної ролі фінансових корпорацій (банків), тоді як інший акцентує увагу саме на банках як передавальному ланцюжку монетарних шоків. Важливо розуміти, що обидва під-

ходи мають на меті визначення впливу монетарної політики на кінцевий випуск та інфляцію за певних обмежень, таких як нееластичність цін, нееластичність зарплат тощо. Своєю чергою, наше завдання – це справді побачити вміст «чорного ящика» (black box [11]) або принаймні тієї його частини, що стосується реагування банків на шоки монетарної політики.

Грошовий підхід базується на простій моделі, що містить лише два види активів – кредити та боргові цінні папери, і, відповідно зазначається, що зміна процентної ставки безпосередньо впливає на обсяг інвестицій та реальний валютний курс. У цьому аспекті виокремлюються два ефекти. Перший – зростання процентної ставки зумовлює скорочення обсягів інвестицій, і цей канал діє тим ефективніше, чим менше є можливостей доступу до інших активів. Другий – зростання процентної ставки зумовлює зміцнення національної валюти, що призводить до скорочення обсягів експорту. Очевидно, що за такого підходу банки не вважаються такими, що можуть якимось чином вплинути на трансмісійні канали. Відсутність банків у цьому підході, на нашу думку, є суттєвим недоліком, оскільки їх роль є недооціненою [13; 15].

Кредитний підхід Ураховує наявність банків, але не просто наявність, а також і суттєву залежність економічних агентів від кредиту банків. Дослідження кредитного підходу здійснюється за двома основними напрямками: зміни балансів позичальників та зміни банківського кредитування, а в кінцевому підсумку – їх зв'язок. Водночас виникає інше питання, пов'язане з розумінням каналів монетарної трансмісії. В економічній літературі достатньо часто виокремлюються три канали монетарної трансмісії: канал процентної ставки, канал валютного курсу, канал кредитування. У класичному вигляді перші два канали мали б представляти грошовий підхід (банки не беруться до уваги), а третій канал – це фактично й є кредитний підхід. Якщо розмірковувати логічно, то зрозуміло, що як канал процентної ставки, так і канал валютного курсу можна розглядати в контексті кредитного підходу, оскільки, по-перше, зміни процентної ставки можуть мати вплив на зміни обсягів кредитування банками, зміни процентних ставок банків. По-друге, зміна валютного курсу (і як результат зміни процентних ставок, і як результат операцій центрального банку з міжнародними резервами) може мати і має суттєвий вплив на банківське кредитування за умови високого рівня фінансової доларизації. По-третє, зміна як процентної ставки, так і валютного курсу суттєво впливає на рішення економічних агентів щодо інвестування коштів, у т.ч. до банків, що дає змогу розглядати канали процентної ставки та валютного курсу як у контексті кредитного підходу,

так і поза ним, що особливо актуально для країн із ринком, що формується. Зважаючи на вищевикладене, надалі ми аналізуватимемо три канали монетарної трансмісії з огляду на наявність банків як основних фінансових посередників.

Канал процентної ставки здебільшого вважається найбільш дієвим і показовим. Особливо це відчутно в США, країнах ЄС, Великобританії. Зрозуміло, що чим вищою буде в майбутньому рівень фінансової інтеграції, тим дієвішим буде цей канал і більш шоківим буде його вплив. Наприклад, підвищення ставки ФРС свідчить про здорожчання ресурсів у доларах США не тільки в Сполучених Штатах, але й у країнах, які мають значні запозичення в означеній валюті. Навіть якщо банки й не реагують на зміни процентної ставки збільшенням чи зменшенням обсягів кредитування (зокрема, у країнах, що розвиваються, та країнах із ринком, що формується), вони орієнтуються на позицію центрального банку і можуть змінити в подальшому підходи до ціноутворення за кредитами і депозитами. Ця орієнтація зумовлена тим, що зміна процентної ставки в той чи інший бік свідчить про зміну виду монетарної політики центрального банку: експансивну чи рестрикційну. Зважаючи на той факт, що зміни в індикативних процентних ставках центрального банку не відбуваються часто, економічні агенти можуть прогнозувати, що відбудеться найближчими місяцями з вартістю фінансових ресурсів (рис. 1). У кінцевому підсумку наслідком буде зміна в структурі попиту, інфляції, зайнятості і т. д.

Ефективність дії цього каналу залежить від значної кількості чинників. Хочемо звернути увагу на результати дослідження дії процентного каналу монетарної трансмісії Дж. Карліно та Р. ДеФіна [12]. Передусім констатується той факт, на який ми звертали увагу вище, що ефективність дії процентного каналу може різнитися не тільки між країнами (розвинені та ті, що розвиваються), але й в одній країні, що й доведено авторами на прикладі США.

Вчені звернули увагу на три основні моменти. По-перше, структура виробництва, зокрема розуміння того, що є чутливі до змін процентної ставки галузі і менш чутливі, відзначається, що виробництво товарів тривалого користування є більш чутливим (будинки, автомобілі тощо), а товарів повсякденного попиту менш чутливим до змін процентної ставки. Такої ж думки щодо релевантності структури виробництва дотримується й І. Міхов, який досліджував цю проблему на прикладі країн ЄС та окремих регіонів США й який зазначає, що «...стримує політика викликає зниження витрат на товари, які є чутливими до змін процентної ставки, що, своєю чергою, призводить до падіння загальної економічної



Рис. 1. Динаміка ставок ФРС, ЄЦБ, НБУ за 1999–2015 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [7– 9]

активності» [14, с. 3], або ще більш конкретно: «Для звуження ліквідності системи центральний банк підвищує процентні ставки і тим самим підвищує вартість капіталу для фірм. Фірми та домашні господарства скорочують свої витрати на товари, які є чутливими до змін процентних ставок, що генерує майже негайне зниження обсягів виробництва. Після цього початкового періоду врегулювання обсягів ціни починають падати, що узгоджується з твердженням про те, що ціни є чутливими в короткостроковій перспективі. Відповідно до цієї теорії, асиметрії в трансмісії монетарної політики можуть бути пояснені ступенем чутливості до змін процентних ставок» [14, с. 12]. Проте якщо з першим твердженням можна погодитися, і дійсно, структура виробництва є релевантною в ефективності дії цього каналу, і фактично, це пояснює, чому процентний канал є таким ефективним у розвинених країнах і недостатньо ефективним у країнах із ринком, що формується, то щодо реакції цін можна дискутувати. Це особливо очевидно в країнах із ринком, що формується. Процентний шок може мати наслідком як зниження, так і зростання цін як в короткостроковому, так і в довгостроковому періодах.

По-друге, доводиться той факт, що малі фірми є більш чутливими до змін процентної ставки, ніж великі корпорації, які мають доступ до фінансових ринків і можуть позичати кошти через випуск боргових цінних паперів, що суттєво послаблює їх залежність від банківського кредитування (у даному разі також можна говорити про одночасну дію процентного та кредитного каналів монетарної трансмісії).

По-третє, малі банки є також більш чутливими до змін процентної ставки, ніж великі банки (варто зазначити, що в даному разі також відбувається поєднання двох каналів монетарної трансмісії – процентного та кредитного, і ця ідея має вже декілька підтверджень. Так, А. Кешіп та Дж. Стейн наголошували на тому, що ефективність каналів монетарної трансмісії залежить від того, наскільки значущими є в економіці банки, а також підкреслювали, що малі банки є більш чутливими до змін у монетарній політиці, ніж великі банки, оскільки останні мають набагато ширші можливості з формування ресурсів, зокрема недепозитних ресурсів [15, с. 232–233]).

Канал валютного курсу є достатньо специфічним і характерним, насамперед, для країн, що розвиваються, та країн із ринком, що формується, оскільки фінансові системи розвинених країн мають безліч інструментів для хеджування валютних ризиків, але головне – їх валюти є міцними і тією чи іншою мірою прогнозованими. Навіть знецінення фунту стерлінгів через Brexit у середньому на 15% не мало значних руйнівних наслідків для британських банків і британської економіки, а навпаки, стало драйвером його експортної діяльності, оскільки початково економіка країни є самодостатньою та сильною. Крім того, канал процентної ставки, як уже було показано вище, може використовуватися такими країнами для впливу на курсоутворення.

Дія каналу валютного курсу може бути дуже різною, що залежить від режиму валютного курсу в країні та рівня її доларизації (фактично це означає, що цей канал тісно пов'язаний із процентним та кредитним каналами монетарної трансмісії). У будь-якому разі, навіть утримання фіксованого валютного курсу забезпечується, передусім, оперуванням міжнародними резервами, що впливає на номінальний валютний курс. Особливо шоківим цей канал може бути тоді, якщо як банківська система, так і економіка країни є високодоларизованими. Нині більшість країн, національні валюти яких є слабкими, стика-

ється з проблемою доларизації і jednoznacної оцінки та розв'язання цієї проблеми на разі не існує [3].

Ефективність кредитного каналу зумовлюється такими передумовами [15, с. 226–232]: складністю щодо пошуку субститутів банківським кредитам; залежністю банків від депозитів економічних агентів та, відповідно, кредитів центрального банку; наявністю асиметричного підлаштування цін, оскільки в протилежному разі баланси банків і баланси фірм будуть змінюватися однаково, а отже, монетарна політика не буде працювати. На думку вчених, саме дві перші передумови є визначальними, на них ми й зосередимо нашу увагу.

Якщо розглядати першу передумову, то мова йде про те, яким чином недепозитні корпорації та домогосподарства формують свої ресурси, якими є альтернативи банківським кредитам. Для недепозитних корпорацій таких альтернатив декілька. По-перше, прямі кредитні відносини між недепозитними корпораціями, які є доступними як великим, так і малим фірмам. Ця альтернатива є показовою для розвинених країн і значно менш показовою для країн із ринком, що формується. По-друге, можливість позичання коштів безпосередньо на фінансових ринках через випуск боргових цінних паперів. Тут у нагоді стають дослідження також і процентного каналу, оскільки зрозуміло, що таку можливість матимуть як усереднені країни, так і особливо на міжнародному рівні великі недепозитні корпорації. Тобто, справді, чим менш великі недепозитні корпорації пов'язані з банками кредитними відносинами, тим складніше буде працювати кредитний канал. По-третє, можливість кредитування в інших, аніж банки, фінансових корпораціях. По-четверте, P2P-кредитування, яке набуває популярності як у розвинених країнах, так і в країнах із ринком, що формується. Такі ж альтернативи, крім фінансових ринків, із певними відмінностями є нині й для домогосподарств. Швидше за все, домогосподарства найбільше потерпають у разі шокового звуження кредитування, оскільки через неможливість доступу до банківського кредитування пошук альтернатив є достатньо високим за ціною і має значно менший рівень прозорості кредитних умов.

Друга передумова – це також фактично наявність альтернатив у формуванні ресурсів депозитних корпорацій, які підпорядковуються центральному банку. Чим більше таких альтернатив, тим шок передаватимуться повільніше, тим менш болючими по ідеї мають бути їх наслідки. І знову зауважимо, що відмінності між країнами грають ключову роль. У розвинених країнах таких можливостей безліч нині, особливо з

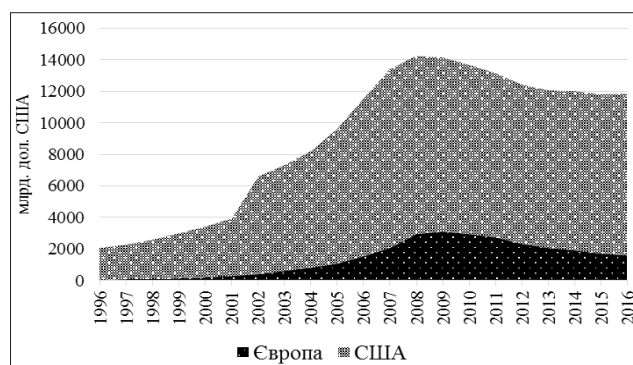


Рис. 2. Обсяги структурованих цінних паперів у США та Європі за період 1996–2016 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [10; 16]

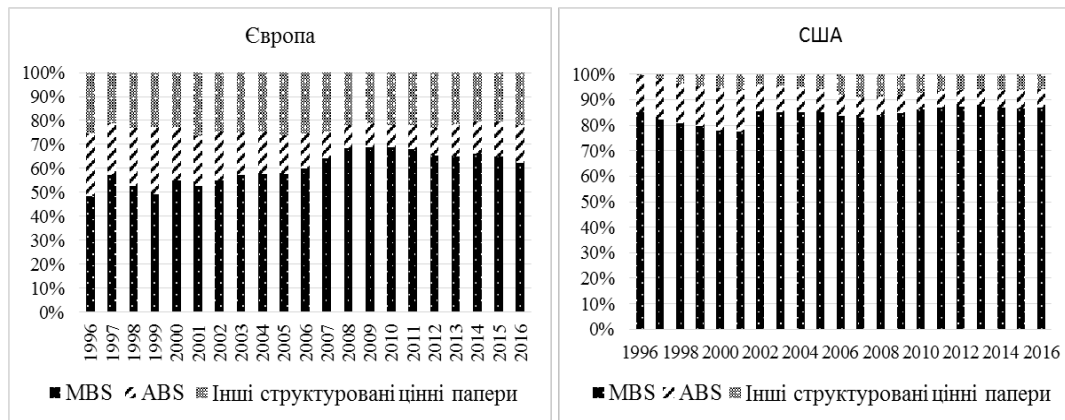


Рис. 3. Динаміка структури структурованих цінних паперів у США та Європі за період 1996–2016 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [10; 16]

розвитком сек'юрітизації. До розвитку глобальної фінансової кризи загальна картина випуску структурованих цінних паперів була надзвичайно оптимістичною (рис. 2): за вісім років (із 2000 до 2007) обсяги сек'юрітизації зросли в Європі та США у чотири рази і сягнули рекордного максимуму в 2008 р. – 14 243 млрд. дол. США [2, с. 31–32].

Зважаючи на те, що структуровані цінні папери можуть випускати не тільки банки, вважаємо за доцільне розглянути структуру структурованих цінних паперів, яка дає змогу, хоча й достатньо приблизно, визначити, що левова частка структурованих цінних паперів була випущена на базі іпотечних кредитів, автокредитів та кредитів за кредитними картками, які надавалися переважно банками (рис. 3), і цілком очевидно, що роль такого джерела фінансування залишається значною, навіть незважаючи на кризу 2007–2009 рр.

Якщо розглядати країни з ринком, що формується, то зрозуміло, що можливостей щодо маневрування у формуванні коштів є досить обмеженими [5], що пояснюється нерозвиненістю фондових ринків таких країн, а сек'юрітизація здебільшого або відсутня, або знаходиться на початковому етапі свого розвитку. Та навіть за таких умов є, на нашу думку, фактор, який також може гальмувати трансмісію шоків кредитним каналом – присутність банків з іноземним капіталом. Це пояснюється тим, що банки з іноземним капіталом на відміну від вітчизняних банків мають значно ширші можливості формування ресурсів, зокрема й через звернення до материнських компаній.

Висновки. Зважаючи на особливості формування фінансового сектора та, зокрема, домінування в ньому банків в країнах із ринками, що формуються, до яких належить й Україна, необхідно особливу увагу звертати на дослідження каналів монетарної трансмісії саме з огляду на кредитний підхід. Водночас використання кредитного підходу в умовах українських реалій неможливий без розгляду процентних ставок та валютного курсу, особливо з огляду на високий рівень доларизації активів і зобов'язань банків. Ефективність каналу процентної ставки залежить від чутливості галузей до її змін, від кількісного співвідношення між малими підприємствами та великими корпораціями, як фінансовими, так і нефінансовими, тощо. Канал валютного курсу залежить від режиму валютного курсу в країні, рівня доларизації економіки тощо. Ефективність кредитного каналу залежить від можливостей диверсифікації джерел фінансування корпорацій. Кредитний канал є самодостатнім і

може використовуватися як окремо, так і разом із процентним та валютним каналами. Його поширеність у країнах із ринком, що формується, пояснюється тим, що їх фінансові системи не є достатньо розвиненими і в них превалюють банки, а отже, для більшості як корпорацій, так і домогосподарств банківське кредитування є важливим джерелом ресурсів. Своєю чергою, структура активів банків у таких країнах є майже однополярною через нерозвиненість фінансових ринків, а отже, цей канал має діяти практично безвідмовно.

Література:

1. Алімпієв Є.В. Курсовий канал фінансово-монетарної трансмісії в Україні / Є.В. Алімпієв // Актуальні проблеми економіки. – 2013. – № 1(139). – С. 123–132.
2. Версаль Н.І. Сек'юрітизація та її роль у відновленні фінансової стабільності / Н.І. Версаль // Вісник НБУ. – 2010. – № 4. – С. 28–35.
3. Версаль Н.І. Тенденції доларизації банківського сектора України / Н.І. Версаль, А.В. Ставицький // Економіка і прогнозування. – 2016. – № 4. – С. 106–117.
4. Дзюблук О.В. Перспективи оптимізації трансмісійних механізмів грошово-кредитної політики в період кризових явищ на фінансових ринках / О.В. Дзюблук // Фінанси, облік і аудит. – 2012. – Вип. 19. – С. 55–64.
5. Ігнатюк А. Експансійна монетарна політика і можливості відновлення інвестиційного зростання в Україні / А. Ігнатюк, С. Кульпінський // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. – 2014. – Вип. 11. – С. 33–38.
6. Моисеев С.Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики / С.Р. Моисеев // Финансы и кредит. – 2002. – № 18. – С. 38–51.
7. Статистика ЄЦБ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000005>.
8. Статистика Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.bank.gov.ua.
9. Статистика Базы економічних даних ФРС [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://fred.stlouisfed.org>.
10. Статистика Асоціації індустрії цінних паперів та фінансових ринків [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.sifma.org.
11. Bernanke B. Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission / B. Bernanke, M. Gertler // Journal of Economic Perspectives. – 1995. – № 9. – P. 27–48.
12. Carlino G. The differential regional effects of monetary policy: evidence from the U.S. States / G. Carlino, R. DeFina // Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper. – 1998. – № 97-12/R. – 30 p.
13. Cecchetti S. Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism / S. Cecchetti // NBER Working Paper. – 1999. – № 7151. – 33 p.

14. Mihov I. Monetary Policy Implementation and Transmission in the European Monetary Union / I. Mihov // Economic Policy. – October 2001. – Vol. 16. – № 33.
15. Monetary Policy / Edited by Mankiw N.G. – NBER Studies in Business Cycles, University Of Chicago Press. – 1997. – 356 p.
16. Securitisation // IFSL Research. – 2008–2016 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ifsl.org.uk>.

Версаль Н.И. Трансмиссионные каналы шоков монетарной политики

Аннотация. Шоки монетарной политики считаются одними из самых серьезных, учитывая их влияние на экономику страны. В большинстве стран с формирующимся рынком банки являются основными финансовыми посредниками, поэтому их роль в трансмиссии шоков монетарной политики можно считать ключевой. Обзор трансмиссионных каналов монетарной политики показал, что наиболее релевантными для стран с формирующимся рынком являются кредитный канал, канал валютного курса и при определенных условиях канал процентной ставки. Эффективность кредитного канала в таких странах объясняется тем, что для большинства экономических агентов банковское кредитование является основным источником ресурсов. В свою очередь, структура активов банков в таких странах почти однополярна из-за неразвитости финансовых рынков, а значит, этот канал имеет существенные преимущества в применении.

Ключевые слова: шоки монетарной политики, процентный канал монетарной политики, канал валютного курса монетарной политики, кредитный канал монетарной политики, эффективность каналов монетарной политики.

Versal N.I. Transmission channels of monetary policy shocks

Summary. Monetary policy shocks are one of the most serious in their impact on the economy. Banks are the main financial intermediaries in most emerging markets; therefore, their role in the transmission of monetary policy shocks can be considered a key one. An overview of the transmission channels of monetary policy has shown that the credit channel, the exchange rate channel and, under certain conditions, the interest rate channel are the most relevant for emerging markets. The effectiveness of the credit channel in such countries is explained by the fact that for most economic agents, bank lending is the main funding source. In turn, the structure of banks' assets in such countries is almost unipolar due to the underdevelopment of financial markets, which means that this channel has significant advantages in the application.

Keywords: monetary policy shocks, interest rate channel of monetary policy, exchange rate channel of monetary policy, credit channel of monetary policy, efficiency of monetary policy channels.