



Віктор Козюк

Доктор економічних наук,
професор, завідувач кафедри
економічної теорії
Тернопільського національного
економічного університету

Банківський канал монетарної трансмісії: аналіз з позиції глобальної макрофінансової стабільності

Розглядаючи теоретичні аспекти й аналізуючи різні підходи науковців до проблеми банківського каналу монетарної трансмісії, автор дослідження стверджує, що в умовах вірогідного зміщення у бік традиційного банківництва масштаб монетарних стимулів може бути завищений. Неврахування цього чинника призводить до того, що конкурентне стимулювання відновлення кредитування спричиняє виникнення глобальних макрофінансових ризиків, погіршуючи фінансову стабільність та провокуючи глобальну інфляцію.

Глобальна фінансова криза засвідчила необхідність перегляду усталених макроекономічних концепцій. Насамперед необхідно акцентувати нагальну потребу у розширенні базової макроекономічної моделі економіки шляхом включення до неї фінансового сектору та його інституційних характеристик, які часто не є нейтральними щодо впливу на перебіг макрофінансових процесів. Антикризові заходи та посткризове відновлення глобальної економіки дають підстави стверджувати, що дії, спрямовані на подолання нестабільності, призводять до зміни її форми і в цілому наражають глобальну економіку на нові ризики. Така ситуація є очевидною зважаючи на те, що традиційний монетарний інструментарій боротьби з кризами (зниження процентних ставок; розширення переліку активів, які можуть бути використані як застава в операціях із центральним банком; збільшення обсягів рефінансування та зростання активів балансів монетарних органів) задіяний у повному обсязі практично всіма провідними центробанками світу і багатьох країн з ринками, що розвиваються, включно з Україною. Проте він призвів не так до швидкої реанімації реального випуску продукції (ВВП), як до швидкого відновлення ринку активів і різкого підвищення ризику глобаль-

ної інфляційної дестабілізації через зростання цін на енергоносії та продукти харчування.

Незважаючи на те, що завдяки скоординованим та масштабним антикризовим заходам глибина економічного спаду у 2008–2009 рр. у глобальному масштабі виявилась меншою, ніж очікувалося, питання сумісності радикальних кроків щодо відновлення економічного зростання з глобальною макрофінансовою стабільністю залишається відкритим. Значною мірою це результат того, що період посиленої міжнародної антикризової координації у сфері макроекономічної та структурної політики минув, і провідні геоекономічні центри намагаються розв'язати свої економічні проблеми на національно-центричній основі. Такий підхід загрожує посиленню ризиків глобальної макрофінансової стабільності, особливо якщо взяти до уваги, що монетарні заходи більшості центральних банків країн світу за останній період свідчать про гонитву за активізацією банківського кредитування як передумови нарощування темпів економічного зростання, що також властиво і НБУ. Однак трансформація структурних детермінант поведінки банківського каналу монетарної трансмісії призводить до того, що політика конкурентного стимулювання кредитування має глобальні монетар-

ні екстерналії, що потенційно призводить до появи у глобальній економіці нових ризиків світової монетарної експансії та нестабільності. Враховуючи ці нові чинники, дослідження у даному напрямі є актуальним.

ТЕОРЕТИЧНІ ДИСКУСІЇ ДОВОКЛА ТРАНСФОРМАЦІЇ БАНКІВСЬКОГО КАНАЛУ МОНЕТАРНОЇ ТРАНСМІСІЇ

Питання про важливість каналу банківського кредитування (banking channel або lending channel) у структурі трансмісійного механізму монетарної політики виникло практично синхронно з переходом від кількісного підходу таргетування грошових агрегатів до таргетування інфляції, яке передбачає встановлення процентних ставок на основі прогнозу змін в очікуваній поведінці споживчих цін, що, природно, не передбачає моніторингу ширшого набору макрофінансових змінних. На думку О.Ізінга, це породжує ряд міжчасових дисбалансів у фінансовому секторі [1]. Поплак “немонетарних” (процентні ставки, валютний курс) складових трансмісійного механізму пов'язується із Ф.Модільяні (ефект добробуту і статей балансу) та Дж.Тобіном – к'ю Тобіна (Tobin's q). У 1990-х роках ця наукова течія розвинулася в окремий напрям – нову інституціональну теорію фінансів [2]. В її рамках підходи Дж. Сті-

гліпа [3] та концепція фінансового акселератора Б.Бернанке, М.Джеллера та С.Гілчріста [4, 5, 6] чітко вказують на те, що процентний канал недостатньо пояснює зв'язки між монетарними змінними та поведінкою реальної економіки, оскільки фінансові інституції враховують сегментацію ринку, оцінюють вірогідність дефолтів, раціонують кредит і враховують коливання вартості активів, визначаючи ступінь доступності кредиту (оцінка застави). Формальна наявність банківського каналу монетарної трансмісії оцінюється відповідно до того, наскільки різниця між банківськими позичковими ставками і безризиковою ставкою змінюється більше, ніж на одиницю при зміні рівня безризикової ставки [7]. Також в економічній літературі триває дискусія про структуру банківського каналу. Беручи до уваги, що традиційна інтерпретація процесу зміни обсягу кредитів залежно від зміни процентної ставки центробанку внаслідок зміни величини пасивів, що підлягають резервуванню, не відповідає зрушенням у сфері фінансово-банківського сектору. Останнє засвідчує, що банківський канал монетарної трансмісії є складнішим феноменом, тобто зміни в обсягах кредитів зумовлюються як регуляторними вимогами щодо банківського капіталу, так і низкою ринкових факторів, зокрема коливаннями вартості активів, ринковими умовами запозичень, ставленням до ризику тощо [8].

Дискусію про канал банківських кредитів продовжують Т.Баюмі та Р.Даріус у контексті виявлення каузальності зв'язків між вартістю активів та динамікою кредитів, а також тим, наскільки фінансові (на відміну від монетарних) умови є засобом передбачення поведінки вартості активів та коливань реального випуску. Їхні висновки є протилежними щодо моделі фінансового акселератора; зміна кредитних умов визначає майбутню поведінку вартості активів набагато чіткіше, ніж зміна фінансових умов – кредитну пропозицію [9]. У цьому ж контексті науковці доводять, що глобальна ліквідність хоч і справляє потужний вплив на вартість активів, зокрема на нерухомість, проте вагомість внутрішніх факторів може бути більшою [10], що, наприклад, підтверджують дані аналізу факторів цін на нерухомість у зоні євро [11].

Зважаючи на це, можемо зробити висновок про те, що банківський канал не так залежить від ринкових

умов, як від того, наскільки банки-позикодавці оцінюють перспективи повернення кредитів з точки зору впливу фінансових та реальних умов на платоспроможність позичальника. Однак така позиція не враховує, що каузальність між кредитними умовами та вартістю активів і, відповідно, реальним випуском може бути імпульсною, а згодом трансформуватися, внаслідок чого кредитні умови та вартість активів взаємодіють один одного. Аналогічно, як свідчить докризовий період і подальші процеси трансформації фінансового сектору, функціонування банківського каналу не може розглядатися ізольовано від ряду структурних зрушень, зокрема:

- розвиток інструментів трансферу ризиків може мати реальні макроекономічні наслідки, оскільки впливає на визначення умов запозичень і, відповідно, доступність кредиту [12];

- тривале підтримання низьких короткострокових ставок заохочує до послаблення кредитних вимог, отже, детермінує кредитну експансію, а самі кредитні вимоги як складова банківського каналу повинні розглядатися в контексті поточної монетарної політики [13];

- структура пасивів у глобальному банківському бізнесі різко контрастує з тією, яку описує традиційна апологетика банківського каналу разом із моделлю фінансового акселератора. В цьому випадку мається на увазі, що в основі банківських пасивів перебувають зовнішні запозичення. Це істотно змінює структуру зв'язків між кредитними умовами, обсягами кредитної пропозиції на локальних ринках і макроекономічними умовами глобального рівня. Саме внаслідок зміни структури банківських пасивів потребує перегляду концепція ліквідності, оскільки вона вже визначається не стільки як зміна грошових агрегатів, що будуються на основі функціональних форм депозитів, скільки як зміна в базових обсягах банківських запозичень [14, 15].

Синергійний, на протипагу каузальному, взаємозв'язок між ліквідністю, ринковими умовами та змінами кредитної пропозиції може дати краще пояснення глобальних зовнішніх ефектів монетарної експансії. Окремий випадок більшої зумовленості вартості нерухомості локальними умовами не заперечує вагомості глобальних макроекономічних факторів, зокрема із коливаннями глобальної ліквідності. Він під-

креслює локальний характер ринку нерухомості, а не фінансової діяльності. Аналогічно не стосується сегментації кредитної діяльності в розрізі величини позичальників, на важливість чого для пояснення коливань у кредитній пропозиції і пов'язаного з нею реального випуску продукції наголошують представники нової інституціональної теорії фінансів [2].

Головний акцент на тому, що реалізація кредитної пропозиції задля стимулювання реального випуску, орієнтування монетарних акцій на відновлення фондової активності, збереження низьких процентних ставок у сучасних дослідженнях банківського каналу монетарної трансмісії призводить до неврахування негативних міжчасових макроекономічних наслідків монетарної експансії на глобальному рівні. Втім, поглиблений аналіз взаємозв'язків між трансформацією банківського сектору та характерними рисами функціонування кредитного каналу є необхідним, оскільки не дає змогу встановити логіку поведінки центральних банків і на основі цього визначити, як їхні досить раціональні мотивації, підкріплені теоретичними висновками, можуть призводити до реплікації глобальної макроекономічної нестабільності, що відтворюється внаслідок конфлікту пріоритетів щодо підтримання фінансової стабільності та жорсткішою реакцією на коливання цін на первинні ресурси, як це показано у [16]. Тобто метою нашого дослідження є виявлення суперечливих процесів у сфері функціонування банківського каналу монетарної трансмісії, внаслідок яких політика швидкого відновлення обсягу кредитування та вартості активів на основі збільшення грошової пропозиції стимулює глобальну макроекономічну нестабільність.

ТРАНСФОРМАЦІЯ МОДЕЛІ БАНКІВСЬКОЇ ДІЯЛЬНОСТІ І ПРОБЛЕМА ІНТЕРПРЕТАЦІЇ СТРУКТУРИ БАНКІВСЬКОГО КАНАЛУ В ЛОГІЦІ АНТИКРИЗОВИХ МОНЕТАРНИХ ЗАХОДІВ

Ключовими питаннями дискусій щодо шляхів відновлення фінансового сектору, зокрема банківського кредитування, є визнання того, що практично всі фінансові зміни (внутрішній кредит, сиреди, обсяги запозичень, вартість активів

топо) мають проциклічний характер. Тому розробка і впровадження антикризових заходів на принципах масштабних ін'єкцій ліквідності (кредитів рефінансування) зорієнтовані насамперед на швидке відновлення банківського кредитування. Водночас структурні зміни у банківському секторі потребують точної ідентифікації базової моделі взаємозв'язків між динамікою ліквідності, вартістю активів та динамікою кредиту, що відображали б їх специфіку в розрізі як типологічних рис фінансово-банківського сектору, так і в розрізі ділового циклу. Найважливішим у аналізі кредитного каналу як одного з ключових у посткризовому трансмісійному механізмі (при падінні ставок до нуля ефективність процентного каналу зменшується, згідно з теорією та практикою функціонування центробанків), є виявлення основних ознак трансформації банківського сектору. У таблиці 1 наведено найпринциповіші характеристики умовно традиційної (traditional banking) та ринкової (market-based banking) моделей банківської діяльності.

Як бачимо на основі даних таблиці 1, напування тієї чи іншої моделі діяльності банківського сектору призводитиме до того, що структура каналу банківських позик відрізнятиметься. У випадку традиційної моделі ключовим фактором відновлення кредитування буде поліпшення очікувань щодо майбутніх доходів та ефективності інвестицій. Такі очікування, звичайно, можуть ґрунтуватися на деяких фінансових індикаторах. Наприклад, зниження рівня несприйняття ризику зменшуватиме середні, особливо за інструментами із

середнім та низьким рейтингом. Це, у свою чергу, спричинятиме поживлення на ринку активів, але в такому випадку воно не буде ключовим фактором активізації каналу банківських позик, хоча й спонукатиме до цього. За ринкової моделі зростання вартості активів розглядається як потужний фактор відновлення обсягів кредитів. Спільним для обох моделей є те, що ринкові очікування та позитивне сигналізування фінансових індикаторів про перспективні можливості у сфері інвестицій та споживання має синергічні наслідки як для поживлення на ринку активів, так і нарощування кредитних вкладень.

Проте внаслідок своєї специфіки обидві моделі по-різному відреагують на зміни в грошовій пропозиції у кризових чи посткризових умовах. У першому випадку визначення умов кредитування на основі посиленого аналізу та моніторингу кредитоспроможності призводитиме до того, що обсяги кредиту будуть щільніше прив'язані до траєкторії ВВП. Кредитоспроможність визначатиметься на основі очікувань як позичальників, так і фінансових установ. Саме цими чинниками зумовлені масштабні ін'єкції ліквідності, асоційовані із контрциклічними заходами монетарних органів, але вони можуть не призводити до швидкого відновлення обсягів кредитування, зокрема тому, що посткризова макроситуація обмежуватиме коло потенційних ефективних вкладень незалежно від рівня процентної ставки. Зовнішнім проявом цього часто є різке випереджаюче зростання обсягів грошової бази порівняно зі зростанням широким грошовим агрегатів та внутріш-

нього кредиту (характерний приклад – Японія, проте наприкінці 2008-го та у 2009 році в Україні спостерігалась аналогічна ситуація). Реакція на це ринку активів матиме певний лаговий характер. Спочатку антикризова експансія ліквідності відновлюватиме кредитний потенціал банків, далі падіння рівня несприйняття ризику поліпшуватиме ситуацію у сфері середів та процентних ставок, що згодом призводитиме до поліпшення очікувань у майбутньому, яке супроводжуватиметься поступовим відновленням ринку активів.

За ринкової моделі ситуація відрізнятиметься, оскільки ринок активів безпосередньо є фактором встановлення лінії кредитних обмежень, а поточна ситуація на ринку визначає доступність кредитних ресурсів. У сукупності це призводитиме до того, що ринкова модель банківської діяльності потребуватиме масштабних ін'єкцій ліквідності задля того, щоб зниження ставок та падіння середів (послаблення несприйняття ризику) компенсували потенційні втрати від обмеження доступу до інструментів трансферу кредитних ризиків, розширили можливості запозичувати й відновлювати кредит на основі оцінки платоспроможності позичальника, а не ефективності проекту (як у першому випадку). Таким чином відновлення ринку активів може досить швидко і гнучко реагувати на зміни в обсягах грошової пропозиції з боку центробанків не так з точки зору ефективності контрциклічних заходів та поліпшення ситуації у сфері реального випуску, як у результаті того, що доступні обсяги ліквідності заохочуватимуть переоцінку швидкості відновлення економіки, завдяки чому ринок активів віддужується зростанням. Відновлення спекулятивний на ринку активів також є природним, оскільки економічні агенти переноситимуть у теперішню вартість активів позитивні очікування майбутнього поживлення внаслідок раціональної інтерпретації контрциклічних заходів.

Масою підстави стверджувати, що інституціональні параметри визначення кредитоспроможності позичальників та джерела формування ресурсних фондів мають значення для встановлення того, наскільки обсяги кредиту будуть прив'язані до обсягів ВВП і, відповідно, наскільки переоцінка ролі відновлення ринку активів у процесі виходу кредитуван-

Таблиця 1. Порівняння традиційної та ринкової моделей банківської діяльності

Традиційна модель банківської діяльності	Ринкова модель банківської діяльності
Депозити як основне джерело пасивів	Основне джерело пасивів – фонди зобов'язань під активним управлінням. Прямий доступ до ринкових запозичень також є одним із основних джерел пасивів
Надання позик базується на використанні значного масиву інсайдерської інформації (information-intensive loans)	Надання позик ґрунтується на відносно полегшеній процедурі оцінки позичальників (easy-evaluate loans)
Можливості орієнтації на різні сегменти, зокрема позичальників із низьким кредитним рейтингом	Орієнтація на позичальників прайм-сегмента
Низький інтерес до інструментів трансферу кредитних ризиків	Активне використання інструментів трансферу кредитних ризиків
Чутливість до місцевих умов	Чутливість до глобальних умов
Ринок активів не має вагомого впливу на кредитну діяльність за рахунок використання інсайдерської інформації в процесі кредитування	Ринок активів має принципове значення з точки зору домінування ринкових запозичень у структурі пасивів та кредитування позичальників з позиції оцінки вартості їхніх активів
Кредитні обмеження мало зумовлені вартістю застави	Кредитні обмеження мають високу зумовленість вартістю застави
Високі операційні витрати	Мінімізація операційних витрат

Джерело: складено автором за інформацією [12, 13, 17].

ІНТЕНСИВНЕ ВІДНОВЛЕННЯ РИНКУ АКТИВІВ ПОРІВНЯНО З КРЕДИТНИМ РИНКОМ У СТРУКТУРІ МАКРОФІНАНСОВОЇ МОДЕЛІ ЕКОНОМІКИ

ня зі стану занепаду призводитиме до падекспансії ліквідності. Від цього залежить сприйняття центральним банком структури банківського каналу. Зважаючи на те, яка з указаних моделей домінуватиме, породжуватиме загальну лінію поведінки щодо масштабів, а головне тривалості реалізації неконвенціональних монетарних режимів, наприклад, кількісного пом'якшення (quantitative easing), центробанки визначають політику.

Іншим аспектом проблеми є те, що глибина кризи (особливо беручи до уваги той факт, що її епіцентром є фінансовий сектор) може призвести до відносного зміщення від ринкової до традиційної моделі. У результаті структурний зсув, вчасно не ідентифікований, може призвести до того, що масштаби і тривалість антикризових заходів визначатимуться на основі очікуваних зв'язків між пропозицією ліквідності, ринком активів, внутрішнім кредитом та реальним випуском так, наче типологічно зберігається докризова модель банківської діяльності.

Якщо припустити, що між станом ринку активів та певною моделлю банківської діяльності є ендогенний зв'язок (зростання значень вартості активів у структурі добробуту домогосподарств та фірм заохочує перехід до ринкової моделі та навпаки), то реалізація політики антикризової пропозиції ліквідності також може передбачати необхідність відновлення ринку активів як фактора збереження саме ринкової моделі, яка, природно, є чутливою до ситуації у сфері процентного каналу, що загалом узгоджується з логікою експліцитного та імпліцитного таргетування інфляції. Вірогідність зміщення від ринкової до традиційної моделі банківської діяльності внаслідок потужного макроекономічного стресу є високою, особливо у контексті визначення умов кредитування та визначення кредитних ризиків. Вони стають суворішими, а банки схильні недооцінювати перспективи позичальників після і впродовж рецесії набагато більше, ніж переоцінювати їх під час зростання, що добре задокументовано в сучасній літературі (огляд відповідних емпіричних розвідок, див. джерело [2]). Підвищення середів за інструментами трансферу ризиків та за банківськими запозиченнями також обмежує функціональну гнучкість ринкової моделі, підкреслюючи відновлення елементів "традиційного" банківництва у посткризових умовах.

Аналіз посткризових макрофінансових процесів свідчить про те, що ситуація у сфері банківського каналу є вельми суперечливою. Як зазначають деякі дослідники, його значення в структурі трансмісійного механізму монетарної політики у докризовий період суттєво зменшилося, що пов'язано насамперед із фінансовими інноваціями та переходом на ринкову модель [8]. У посткризовий період відновлення банківського кредитування розглядається як потужний фактор виходу з рецесії, особливо враховуючи, що глибина спаду обсягів кредитування прямо пов'язана з темпами зростання банківського кредитування до кризи [18]. Водночас слід констатувати наявність розриву між швидкістю відновлення ринку активів і швидкістю відновлення банківського кредитування, притому, що емпіричні тестування вказують на детермінаційний характер зв'язку між кредитною активністю банків та поведінкою вартості активів [9].

Унаслідок масштабного стимулювання у сфері ліквідності ринок активів відновився досить швидко, проте відновлення докризових темпів економічного зростання в багатьох країнах усе ще залишається недосяжним. Наприклад, сумарні баланси ФРС, ЄЦБ, Банку Японії, Банку Англії, Національного банку Швейцарії та Банку Канади з 2007-го до 2010 року зросли з 3,8 трлн. доларів США до 7 трлн. При цьому якщо баланси ЄЦБ та Національного банку Швейцарії за вказаний період збільшилися майже вдвічі, то баланс ФРС — у понад 2,5 рази. У цих країнах спостерігається подвоєння величини балансу центробанків щодо ВВП [21]¹. Водночас індекс Насдак (Nasdaq) на 2010 рік сягнув 80% від рівня 2008 року, Стандарт енд Пуре (S&P) 500 та Вільшир 5000 (Wilshire 5000) — 76%, Дакс (DAX) — 65%, Євротоп (FTSE Eurotop) 300 — 45% [23, с. 8]. Індекс ринку акцій Морган Стенлі Капітал

¹ Аналіз довгострокових змін у балансі ФРС засвідчує, що якщо зміни у відношенні активів ФРС до ВВП США на 2008 рік не є критичними порівняно з повосиним періодом (14,8% на 1951 рік та 15,8% на 2008 рік), то різке зростання відношення величини активів до суми бан-

кпіталу — MSCI (Morgan Stanley Capital Investment) у світовому вимірі, впади на 42,1% у 2008 році, зріс на 27,0% у 2009-му і на 9,6% — у 2010 році. Аналогічний індекс для країн із ринками, що розвиваються, у 2008 році зменшився на 54,5%, але у 2009-му зріс на 74,5% та на 16,4% — у 2010 році. Для США його динаміка відповідно становила — 38,6%, 24,2% та 13,2%, Великобританії — -50,6%, 37,3% та 5,2%, Німеччині — -47,2%, 21,3% та 6,0%, Китаю — -51,9%, 58,8% та 2,3% [24, с. 12–13].

У цей же час в економічно розвинутих країнах спостерігається ситуація, коли за показниками умов банківського кредитування, динаміки внутрішнього кредиту, середів за кредитно-дефолтними свопами банківських зобов'язань та середів за борговими інструментами уряду не простежується тенденція виходу на рівень показників, що принаймні певною мірою вказували б на повернення на докризовий тренд [25, с. 6]. Незважаючи на вельми високу кореляцію між ринком активів економічно розвинутих країн та країн із ринками, що розвиваються, відновлення банківського кредитування залежить від низки інших чинників.

По-перше, канал валютного курсу може бути більш вагомий, ніж канал банківських позик чи процентний канал, унаслідок цього виникає курсова корекція. Якщо країна має ряд запобіжників щодо проблеми доларизації, вона може позитивно впливати на відновлення кредитного ринку, як це відбулося в країнах Азії та частково в Латинській Америці з певним лагом.

По-друге, збереження тенденції до нагромадження валютних резервів уможливило створення буферів внутрішньої ліквідності. Резерви не потрібно стерилізувати в рамках стимулюючих акцій. Завдяки цьому ринок активів і кредитний ринок будуть еластичніше реагувати на ситуацію у зовнішньому секторі та його вплив на репту економіки. Невипадково, що зростання обсягів кредитів у більшості країн з ринками, що розвиваються, швидко відновився і на сьогодні перевищує аналогічні показники економічно розвинутих країн. Проте це не стосується ринку кредитно-

кпот в обігу є екстраординарним. Якщо з 1951 року простежувалася тенденція до приблизно стаціонарного співвідношення між цими показниками на рівні 1.1–1.2, то у 2008 році величина активів майже вдвічі перевищила суму банкпот [22, с. 6–7].

дефолтних свопів, на якому зберігаються процеси підвищеної волатильності й невизначеності [23, 24, 25].

Швидше відновлення ринку активів порівняно із кредитним ринком є наслідком того, що між змінами в обсягах ліквідності й динамікою вартості активів більш прямий зв'язок, ніж слід було б очікувати, враховуючи посередницьку роль банківського кредиту в сукупності між станом ринку активів і змінами в обсягах та структурі грошової пропозиції центробанків. Так само ринкам активів властива зміна динаміки, що описується моделлю гіперреакції Дорнбуша. Природно, що експансія ліквідності в таких умовах спонукатиме до погашення фінансових ринків навіть тоді, коли належних умов для збільшення кредитування, наприклад, посилення очікувань відновлення економіки, ще не буде. Потужний фінансовий стрес, що, вірогідно, позначився на структурному зменшенні у бік традиційного банківництва, також обмежує відновлення обсягу кредитування незалежно від масштабів антикризових заходів. Унаслідок цього агресивна грошова пропозиція провідних центробанків, розрахована на поліпшення ринкової ситуації, не забезпечує адекватного і швидкого відображення у показниках кредитного ринку, який у посткризових умовах виявився більш прив'язаним до песимістичних сценаріїв майбутнього, ніж слід було б очікувати з урахуванням того, як відновлення ринку активів мало спонукати до поліпшення ситуації у сфері банківського кредитування.

Певною мірою цьому сприяють фінансові кризи в багатьох економічно розвинутих країнах та різке погіршення ситуації довкола спредів за інструментами державного боргу та кредитно-дефолтних свопів на боргові інструменти суверенних позичальників. Міцний зв'язок між спредами за суверенними та банківськими інструментами трансферу кредитних ризиків виявився несподіванкою для глобальних фінансових ринків. З другого боку, залежність між обсягами кредиту і вартістю активів не є константою в розрізі структурних та циклічних характеристик макрофінансових процесів. Наприклад, зміна вартості активів може індукуватися змінами в обсягах кредиту, що доведено в літературі, присвяченій дослідженням фінансових дисбалансів [19, 20]. Це випадок, коли кредит акселерує попит на активи, а також робить їх

набуття доступнішим з точки зору міжчасових обмежень поточних та очікуваних доходів. Проте у випадку структурних змін у напрямку зростання значення ринкових джерел фінансування та аналізу кредитоспроможності на основі стану фінансової платоспроможності позичальника (ефект оцінки вартості активів) граничне зростання внутрішнього кредиту є значно зумовленим станом ринку активів. Іншими словами, з певного моменту внутрішній кредит збільшується від певного порогового значення кон'юнктури ринку активів не так унаслідок дії теорії фінансового акселератора, як унаслідок кумулятивного ефекту від фінансових інновацій.

ГЛОБАЛЬНІ РИЗИКИ ПРИСКОРЕННЯ ВІДНОВЛЕННЯ КРЕДИТНОГО РИНКУ НА ОСНОВІ ЕКСПАНСІЇ ЛІКВІДНОСТІ

Водночас слід констатувати, що намагання прискорити відновлення обсягів кредитування, а також масштабна підтримка ліквідності фінансового сектору провідними центробанками мають ряд глобальних макрофінансових зовнішніх ефектів і пояснюють випереджаюче відновлення ринку активів з точки зору збереження ситуації у сфері глобальних фінансових дисбалансів.

По-перше. Розширення ліквідності в економічно розвинутих країнах повторили аналогічними діями країни з ринками, що розвиваються, які додатково уникали втрати резервів та допускали конкурентні девальвації. Збереження докризових тенденцій у сфері глобальних фінансових дисбалансів призводить до того, що зростання динаміки глобальних валютних резервів продовжує чинити все більший тиск на ринок активів, водночас тиск на процентні ставки зменшується. Екзогенний попит на активи багатьох економічно розвинутих країн призводить до того, що швидкість відновлення фінансових ринків багато в чому спирається на прилив капіталу з країн, що продовжують підтримувати платіжні профіцити. Завдяки тому, що проблема глобальних фінансових дисбалансів не була вирішена, а самі дисбаланси не зазнали істотної корекції, будь-які заходи з підтримки внутрішньої ліквідності в провідних країнах отримують віддзеркалення у вигляді зростання валютних резервів у країнах із ринками, що розвиваються. Наприклад, у 2003

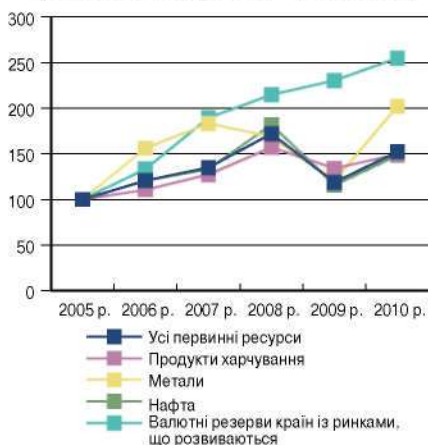
році величина активів центробанків США, зони обігу євро, Японії, Канади, Швеції, Швейцарії та Великобританії становила 3.8 трлн. доларів США, а валютні резерви провідних країн із ринками, що розвиваються (Китай, Тайвань, Гонконг, Індія, Корея, Малайзія, Сінгапур, Таїланд, Бразилія, Мексика, Росія і Туреччина), – 1.6 трлн. доларів США. У 2008 році аналогічні показники вже становили 7.6 трлн. та 4 трлн., а у 2009-му – 7.1 трлн. та 5.4 трлн. доларів США [21, с. 10]. Така тенденція свідчить про зміну структури глобальної ліквідності та, що найголовніше, **чим більше центробанки провідних країн прискорюють грошову пропозицію, тим більше на національному рівні гаситься її вплив на реальні зміни, а на глобальному – навпаки посилюється вплив на номінальні.**

По-друге. Суттєве скорочення різниці між величиною активів центробанків економічно розвинутих країн та зовнішніми активами центробанків країн репти світу в умовах антикризової експансії перших призводить до того, що в цілому в глобальній економіці зберігається тенденція до експансії ліквідності. Це загрожує глобальною монетарною нестабільністю. Відновлення динаміки зростання цін на первинні ресурси засвідчує, що в глобальній економіці, незважаючи на рецесію 2008–2009 рр., формуються інфляційні процеси, які підживлюються монетарними заходами, котрі стимулюють попит в економічно розвинутих країнах, та продовженням політики нагромадження резервів у країнах із ринками, що розвиваються. Поступове відновлення приливу капіталів до останніх (хоча і більш асиметричне, ніж до кризи внаслідок різного сприйняття ринками успіху тієї чи іншої країни у подоланні наслідків кризи та ступеня враження нею фінансового і реального сектору) також підживлює тиск на валютні резерви. Зростання значення країн із ринками, які розвиваються, в механізмі глобальної грошової пропозиції призводить до того, що будь-які дії провідних центробанків, спрямовані на погашення попиту, з урахуванням національно-ентричного розуміння ролі каналу банківських позик у структурі трансмісійного механізму призводитимуть до прискореного повернення на докризовий тренд глобальної інфляції. Проте різниця полягатиме у тому, що зростання світових цін та прискорення національних інфляцій (особливо в еко-

номічно розвинутих країнах) кореспондуватиме з нижчими, ніж до кризи, темпами економічного зростання, погіршуючи таким чином перспективи цього зростання і спонукаючи до порівняно швидкого виходу зі смуги активних антикризових заходів. На графіку бачимо, що збереження зростаючого тренду обсягів валютних резервів у країнах із ринками, що розвиваються, створює монетарне навантаження над світовими сировинними цінами, завдяки чому їх суттєве зниження переростає у швидке відновлення (найнижчі темпи приросту резервів кореспондують із найбільшим падінням світових цін, після чого прискорення зростання обсягів резервів повертає ціни на попередній тренд).

Ринок металів у цьому контексті займає особливе місце, що необхідно брати до уваги при здійсненні монетарної політики в Україні. Динаміка світових цін на метали засвідчує, що до кризи вони зростали навіть швидше, ніж глобальні валютні резерви, але зазнали спаду набагато швидше, ніж інші ціни. Характерно, що їх відновлення є також найбільш стрибкоподібним. Таку динаміку спричинило те, що до кризові та посткризові глобальні умови ліквідності чинили вплив на розкручування спіралі кредитного циклу та циклу ринку нерухомості, що стимулював цикл будівництва. Швидке відновлення ринку металів також слід пов'язувати з тим, що країни з ринками, які розвиваються, набагато швидше оговталися після кризи, ніж економічно розвинуті країни, продовжуючи нарощування інвестицій у реальні активи, чому сприяють глобальні моне-

Індекси зростання цін на первинні ресурси та валютні резерви країн із ринками, що розвиваються (2005 р. – 100 одиниць)



Джерело: Загальні індекси цін на сировинні товари МВФ (IMF Primary Commodity Prices Statistics), Світові економічні огляди МВФ (IMF World Economic Outlook).

тарні умови. Аналогічно за відновленням ринку металів бачимо швидке відновлення обсягу валютних резервів НБУ, що, однак, не позначається миттєво на реалізації банківського кредитування. Така закономірність є природною, адже внутрішній ринок залишається під дією несприятливих регуляторних рестрикцій, а вплив поліпшення зовнішньої кон'юнктури на внутрішній ринок обмежується через повільний вихід із кризового стиснення попиту приватного сектору та інституціональні бар'єри на реалізацію ресурсів.

По-третє. Раптове зростання курсу долара США у 2008–2009 рр., викликане різким обвалом доларової ліквідності на глобальних фінансових ринках унаслідок погіршення фінансового становища ряду американських фінансових інституцій, призвело до того, що ФРС отримала додатковий потенціал щодо збільшення грошової пропозиції безвідносно до наслідків у сфері зовнішнього балансу Сполучених Штатів. Такі кроки мають глобальний проінфляційний характер, оскільки розширення доларової ліквідності ФРС у рамках реалізації декількох етапів програми кількісного пом'якшення не призводить до корекції курсу долара щодо інших валют через низку обставин. Розглянемо ці чинники.

1. Кризи суверенних позичальників у Єврозоні та Європейській валютній системі дають підстави для сумнівів у рівноважності зростання курсу Євро щодо долара. З іншого боку, зниження курсу єдиної європейської валюти пожвавило німецьку економіку. Проте найвагомішим є те, що зону Євро можна вважати незацікавленою у ревальвації щодо долара в умовах, коли китайський юань не перебуває у вільному «плаванні».

2. Китай продовжує політику прив'язки юаня до долара США, тому зростання останнього разом із прискоренням внутрішньої інфляції невизначений час компенсується гнучкістю ринку праці та зниженням експортних цін.

3. Погіршення ситуації в Японії також не призводить до того, що монетарна експансія ФРС компенсується ревальвацією Єни. Навіть за плавного підвищення курсу японської валюти глобальні антиінфляційні наслідки цього є слабкими через незначну роль Єни в структурі глобальних трансакцій.

Зважаючи на це, є підстави стверджувати, що **завдяки неможливості компенсувати монетарну експансію хоча**

б одного з гео економічних центрів світу, особливо США, будь-які національно-центричні дії щодо стимулювання попиту спричинятимуть глобально-центричні інфляційні ризики. Ключова роль банківського каналу в цьому механізмі полягає в тому, що:

- зміщення до традиційної банківської діяльності підвищує значення оцінки кредитних ризиків у динаміці позик;

- тривале наближення процентних ставок до нуля знижує ефективність процентного каналу в трансмісійних процесях;

- рівень процентних ставок за фінансовими інструментами дедалі більше детермінується не так процесами у сфері глобальної рівноваги (грошова пропозиція, валютні курси, платіжні баланси, баланс заощаджень та інвестицій, фаза інвестиційного циклу тощо), як сприйняттям ризиків з боку глобальних інвесторів.

В умовах структурного зміщення у бік традиційного банківництва очікувані наслідки монетарної експансії виявляються суттєво переоціненими, оскільки в глобально-центричній економіці монетарні стимули (чи вони є колективними, чи вони є такими, що монетарна експансія одного з провідних гравців не призводить до компенсації у вигляді зміни валютного курсу) позначаються на зростанні вартості активів та прискорюють інфляцію внаслідок зростання світових цін на первинні ресурси. Детальніше зовнішні ефекти конкурентного стимулювання виходу з рецесії з відповідними глобальними макрофінансовими ризиками наведено у таблиці 2.

Проведений аналіз дає підстави стверджувати, що вихід із рецесії на основі подальшого стимулювання попиту вичерпав себе. Потреби у фіскальній консолідації консервують поточний експансивний монетарний курс як метод оптимальної мікрополітики. Проте вже сформовані очікування зростання світових цін нівелюватимуть будь-які стимулюючі кроки центробанків. Іонитва за відновленням банківського кредитування наражатиметься на обмежувальний вплив на економіку з боку світових цін та фіскального тягаря. Альтернативою такої політиці має бути підвищення процентних ставок разом зі збереженням подешевшого доступу до інструментів рефінансування, глобальна координація грошової пропозиції з точки зору динаміки цін на первинні ресурси та структурні реформи, спрямовані на підвищення гнучкості еконо-

Таблиця 2. Зовнішні ефекти національних контрциклічних заходів та їх глобальні макрофінансові ризики

Зовнішні ефекти	Глобальні макрофінансові ризики
Проблема глобальних фінансових дисбалансів залишається актуальною під час рецесії	Зміна структури глобальної ліквідності призводить до посилення екзогенного тиску на ринки та окремі сегменти високоякісних активів в економічно розвинутих країнах, сприяючи посиленню циклічної асинхронності в світі й утриманню процентних ставок, несумісних із глобальними інфляційними ризиками. Триваюче зростання обсягів валютних резервів у країнах із ринками, що розвиваються, заохочує потенційний перегрів ринку активів та відновлення спекулятивного перетікання капіталів.
Вторинні ефекти швидкого відновлення ринку активів	Екзогенний попит на активи економічно розвинутих країн призводить до постійного завищення обсягів ліквідності, необхідних для реанімації внутрішнього кредиту, а закладання в грошову пропозицію частки потенційно викуплених нерезидентами активів заохочує надкспансію внутрішньої та глобальної ліквідності. Екзогенний попит на активи сприяє відносно швидкому відновленню ринку активів порівняно з реальним пожаттям. Це заохочує спекуляції та відновлює проблему фінансової вразливості, оскільки дуже часто посткризова вартість активів може йти врозріз із дією фундаментальних факторів генерування потоку доходів. Суверенні кризи та підвищена чутливість до сприйняття ризиків посилює волатильність фінансових і валютних ринків та ускладнює глобальні банківські ринкові запозичення. Фінансові установи, спекулюючи на швидкості відновлення ринку активів, можуть виявитися вкрай вразливими до процесів вторинної корекції ринків.
Низькі процентні ставки	Монетарна експансія економічно розвинутих країн у поєднанні зі збереженням проблеми глобальних фінансових дисбалансів консервує траєкторію понижених процентних ставок. При цьому глобальні фундаментальні фактори занижують реальні ставки, а номінальні ставки дедалі більше формуються під впливом спредів, що посилює роль суб'єктивних ринкових ідосинкразій. Відносні ставки в розрізі широкого набору фінансових інструментів можуть суттєво варіювати, а ринкова корекція заохочуватиме підвищення волатильності. Зменшені ставки вже стають від'ємними щодо глобальної інфляції, чим заохочують потенційні спекуляції на ринках активів без належних наслідків для відновлення кредитування реального сектору.
Експансія глобальної ліквідності	Унаслідок масштабних акцій із монетарного стимулювання попиту і продовження зростання глобальних валютних резервів виник ризик глобальної інфляції за низького рівня потенційного світового ВВП. Як і до кризи, ключовим фактором глобальної інфляції є стрімке зростання цін на первинні ресурси, яке є наслідком швидкого відновлення світової економіки. Триваючі заходи з подолання кризи тільки погіршуватимуть очікування щодо глобальної інфляції, оскільки експансивні монетарні акції вже сприймаються як проінфляційні. Без належного глобального механізму корекції надкспансії в одному з геоелементів секторів між монетарними стимулами та глобальною інфляцією міцність зв'язку тільки посилюватиметься. Конфлікт між потребою боротьби з інфляцією та підтриманням ряду стимулів для підкріплення посткризового одужання економіки ставатиме більш радикальним.
Фрустрація глобального механізму корекції валютних курсів	Несподіване зростання вартості долара під час кризи унеможливило корекцію платіжного дефіциту США на основі валютно-курсного механізму. Проблеми в Єврозоні, Японії та міцна прив'язка Китаю до долара призводять до того, що будь-які ринкові монетарні механізми корекції експансії ліквідності хоча б в одному з геоелементів центрів не працюють. Завдяки цьому монетарні акції перетворюються на конкурентні заходи щодо виходу з рецесії, які на глобальному рівні мають адитивний характер щодо поведінки глобальної ліквідності та є проінфляційними. Крім цього, відповідність валютних курсів фундаментальним рівноважним процесам не досягається. Ризики подальшої суб'єктивізації факторів вибору структури валютних резервів, запозичень, інвестицій та потоків капіталу, а також валютної диверсифікації глобальних портфелів ще тривалий час привнеситимуть високу волатильність на валютні ринки.
Ринок активів не має вагомого впливу на кредитну діяльність за рахунок використання інсайдерської інформації в процесі кредитування	Ринок активів має принципове значення з точки зору домінування ринкових запозичень у структурі пасивів та кредитування позичальників з позиції оцінки вартості їхніх активів
Кредитні обмеження мало зумовлені вартістю застави	Кредитні обмеження мають високу зумовленість вартістю застави
Високі операційні витрати	Мінімізація операційних витрат

міки, зменшення фіскального тягаря в рамках програм обмеження масштабів суспільного сектору.

ВИСНОВКИ

Значення та ефективність функціонування банківського каналу монетарної трансмісії в розрізі традиційної та ринкової моделей банківської діяльності є різними. Розуміння інтерпретації структури банківського каналу провідними центробанками є важливим елементом виявлення характерних рис контрциклічних заходів та можливих змін глобальної грошової пропозиції. Монетарні антикризові заходи, зорієнтовані на підтримку ліквідності фінансового сектору, призводять до того, що ринок активів відновлюється значно швидше, ніж кредитний. Унаслідок некоректної оцінки стимулюючого потенціалу поліпшення ситуації на ринках активів щодо реанімації банківського кредитування обсяги пропозиції ліквідності можуть виявитися суттєво завищени-

ми. Це спричиняє ряд глобальних макрофінансових ризиків, зокрема:

- відновлення глобального макрофінансового циклу;
- посилення інтересу до спекуляцій на ринках активів;
- потенційне погіршення фінансового стану фінансових установ, котрі переопінили фундаментальні чинники формування вартості фінансових активів.

Зростання глобальних валютних резервів як реакція на стимулюючі кроки провідних центробанків світу призводить до погіршення глобальних інфляційних перспектив, що проявляється у прискореному відновленні ринку первинних ресурсів. Ризики глобальної інфляції та очікування подальшого зростання цін на первинні ресурси обмежують ефективність монетарних стимулів відновлення банківського кредитування.

Глобальну економічну макрополітику необхідно переглянути, вона має ґрунтуватися на обмежувальній пропозиції ліквідності в поєднанні з послабленням фіскального тиску та

структурними реформами, зорієнтованими на стимулювання пропозиції, а не пошиту. Домінування споживчого кредитування у структурі внутрішнього кредиту в Україні до кризи робить ризикованою орієнтацію на докризові рівні банківських позик як критерій успішності монетарної політики НБУ. Відновлення банківського кредитування в Україні слід пов'язувати не з масштабною підтримкою ліквідності, тим паче, що вона здебільшого формуватиметься через валютний канал монетарної трансмісії, а з поліпшенням ділових очікувань підприємств.

Структурні трансформації банківської системи призводять до змін у функціонуванні банківського каналу монетарної трансмісії. Його значення та ефективність у розрізі традиційної та ринкової моделей банківської діяльності є різними.

Слепифікація взаємозв'язку між кредитним ринком та ринком активів в Україні в рамках функціонування банківського каналу монетарної трансмісії потребує подальших досліджень. □

Література

1. Issing O. *Lessons for Monetary Policy: What Should the Consensus Be?* // IMF Working Paper. – 2011. – WP/11/97. – P. 1–18.

2. Knoop T. *Modern Financial Macroeconomics: Panics, Crashes, and Crises.* – Blackwell Publishing, 2008. – 274 p.

3. Stiglitz J., Greenwald B. *Towards a New Paradigm in Monetary Economics.* – Cambridge: Cambridge University Press, 2003.

4. Bernanke B., Gertler M. *Agency Costs, Collateral and Business Fluctuations* // American Economic Review. – 1989. – Vol. 79. – P. 14–31.

5. Bernanke B., Gertler M. *Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission* // Journal of Economic Perspective. – 1995. – Vol. 9. – P. 27–48.

6. Bernanke B., Gilchrist S. *The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework* // Handbook of Macroeconomics / Ed. By J. Taylor and M. Woodford. – 1999. – Vol. 1C. – P. 1341–1393.

7. Kashyap A., Stein J. *The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets* // Carnegie-Rochester Conference on Public Policy. – 1995. – June. – P. 151–195.

8. Ibanez D. M. *Banks, Credit and the Transmission Mechanism of Monetary Policy* // ECB Research Bulletin. – 2009. – № 8. – P. 2–5.

9. Bayoumi T., Darius R. *Reversing the Financial Accelerator: Credit Conditions and Macro-Financial Linkages* // IMF Working Paper. – 2011. – WP/11/26. – P. 1–36.

10. Darius R., Radde S. *Can Global Liquidity Forecast Asset Prices?* // IMF Working Paper. – 2010. – WP/10/196. – P. 1–24.

11. Gattini L., Hiebert P. *Forecasting and Assessing Euro Area House Prices Through the Lens of Key Fundamentals* // ECB Working Paper. – 2010. – № 1249. – P. 1–40.

12. Faia E. *Credit Risk Transfers and the Macroeconomy* // ECB Working paper. – 2010. – № 1256. – P. 1–46.

13. Maddaloni A., Peydro J.-L. *Bank Risk-taking, Securitization, Supervision and Low Interest Rates: Evidence from the Euro Area and the US Lending Standards* // ECB Working Paper. – 2010. – № 1248. – P. 1–53.

14. Shin H.S., Shin K. *Procyclicality and Monetary Aggregates* // NBER Working paper. – 2011. – № 16836. – P. 1–27.

15. Shin H.S. *Global Liquidity* // Remarks at the IMF conference “Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis”. IMF. Wash. (D.C.), 2011. March 7–8. – P. 1–9.

16. Козюк В.В. *Динамічна інконсистентність монетарної політики в контексті глобальних макрофінансових про-*

цесів // Банківська справа. – 2009. – № 6. – С. 16–30.

17. Black L., Hancock D., Passmore W. *The Bank Lending Channel of Monetary Policy and Its Effect on Mortgage Lending* // Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series. – 2010. – № 39. – P. 1–38.

18. Aisen A., Franken M. *Bank Credit During the 2008 Financial Crisis: A Cross-Country Comparison* // IMF Working Paper. – 2010. – WP/10/47. – P. 1–26.

19. Borio C., Lowe Ph. *Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back From the Wilderness?* // BIS Working Paper. – 2004. – № 157. – P. 1–51.

20. Borio C., White W. *Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of*

Evolving Policy Regimes // BIS Working Paper. – 2004. – № 147. – P. 1–51.

21. Hannoun H. *The Expanding Role of Central Banks Since the Crisis: What Are the Limits?* // BIS Speeches. – 2010. – P. 1–10.

22. Stella P. *The Federal Reserve System Balance Sheet: What Happened and Why it Matters* // IMF Working Paper. – 2009. – WP/09/120. – P. 1–61.

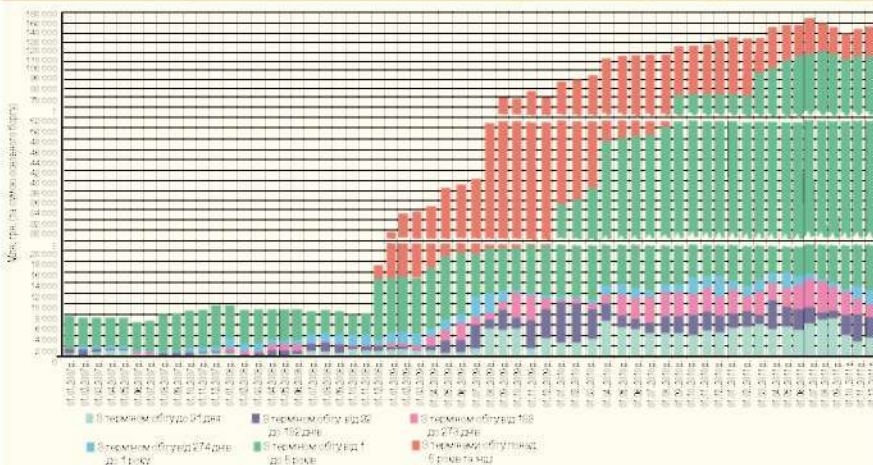
23. *Global Financial Stability Report.* (Stat. Ap.) – Wash. (D.C.): IMF, 2010. – Oct. – P. 1–34.

24. *Global Financial Stability Report.* (Stat. Ap.) – Wash. (D.C.): IMF, 2011. – Apr. – P. 1–38.

25. *Global Prospects and Policies* // World Economic Outlook. Chapter 1. – Wash. (D.C.): IMF., 2011. – Apr. – P. 1–57.

Ринок державних цінних паперів України у листопаді 2011 року

Обсяг облігацій внутрішніх державних позик, які перебувають в обігу (на 1 грудня 2011 року)



Обсяг розміщення облігацій внутрішніх державних позик за листопад 2011 року*				
Період	Кількість розміщених облігацій, шт.	Результати розміщення ОВДП		
		Усього	Обсяг розміщених облігацій, тис. грн.	
			залучено коштів до державного бюджету	випуск ОВДП для збільшення формування статутного капіталу банків
Січень	2 882 780	2 805 449.61	2 805 449.61	0
Лютий	3 085 000	3 032 178.70	3 032 178.70	0
Березень	9 742 000	9 665 075.08	4 665 075.08	0
I квартал	15 709 780	15 502 703.39	10 502 703.39	0
Квітень	8 832 001	8 781 388.09	4 831 387.09	3 950 001.00
Травень	2 181 500	2 187 411.44	2 187 411.44	0
Червень	9 009 850	8 998 470.14	594 470.14	4 904 000.00
II квартал	20 023 351	19 967 269.67	7 613 268.67	8 854 001.00
I півріччя	35 733 131	35 469 973.06	18 115 972.06	8 854 001.00
Липень	590 000	591 924.55	591 924.55	0
Серпень	97 000	97 141.85	97 141.85	0
Вересень	162 000	165 487.86	165 487.86	0
III квартал	849 000	854 554.26	854 554.26	0
Жовтень	5 500 000	5 521 927.00	5 521 927.00	0
Листопад	5 400 100	5 399 028.16	1 399 028.16	0
Грудень				
IV квартал	10 900 100	10 920 955.16	6 920 955.16	0
Усього з початку року	47 482 231	47 245 482.47	25 891 481.47	8 854 001.00

*За станом на 01.12.2011 р. (Закіпчення на с. 42).