

УДК 336.77

*Алімпієв Є.В., кандидат економічних наук,
доцент кафедри економічної теорії,
Університет економіки та права „КРОК”*

ПЕРЕДАВАЛЬНИЙ МЕХАНІЗМ КРЕДИТНОГО КАНАЛУ В ЕКОНОМІКАХ, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ

Досліджується роль кредитного каналу у складі фінансово-монетарного трансмісійного механізму державного регулювання в економіках країн, що розвиваються. Вивчаються різні шляхи поширення кредитного імпульсу у реальний сектор економіки у межах кредитного каналу з урахуванням теорії асиметрії інформації та раціонування на фінансовому ринку.

Ключові слова: фінансово-монетарна трансмісія, кредитний канал, монетарний імпульс, теорія асиметрії інформації.

Літ. 18

*Алимпиев Е.В., кандидат экономических наук,
доцент кафедры экономической теории,
Университет экономики и права "КРОК"*

ПЕРЕДАТОЧНЫЙ МЕХАНИЗМ КРЕДИТНОГО КАНАЛА В РАЗВИВАЮЩИХСЯ ЭКОНОМИКАХ

Исследуется роль кредитного канала в составе финансово-монетарного трансмиссионного механизма государственного регулирования в экономиках развивающихся стран. Изучаются различные пути распространения кредитного импульса в реальный сектор экономики в пределах кредитного канала с учетом теории асимметрии информации и рационализации на финансовом рынке.

Ключевые слова: финансово-монетарная трансмиссия, кредитный канал, монетарный импульс, теория асимметрии информации.

*Ievgenii V. Alimpiiev, Ph.D. in Economics,
Senior Lecturer of Faculty of Economic Theory,
University of Economy and Law "KROK"*

TRANSMISSION MECHANISM OF THE CREDIT CHANNEL IN EMERGING ECONOMIES

The article investigates the role of the credit channel in the financial and monetary transmission mechanism of government regulation in the economies with emerging markets. It examines the different ways of monetary shock in the real economy within the credit channel in view of the theory of asymmetric information and rationing on the financial market.

Keywords: financial and monetary transmission, credit channel, monetary shock, theory of asymmetric information.

Постановка проблеми. В умовах поступового наближення економіки України до ринкового устрою актуальним завданням макроекономічної науки є розвиток теоретичної бази фінансово-монетарного регулювання економіки, по-перше, на основі сучасних економічних теорій, по-друге, із врахуванням світового досвіду у сфері державного регулювання грошово-кредитних відносин. Тому розробка теорії трансмісійного механізму фінансово-монетарного регулювання є важливим науково-практичним завданням вітчизняної науки.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Наприкінці ХХ ст., як реакція на необхідність, пояснення короткострокових економічних коливань та недосконалості ринків новий розвиток отримали кейнсіанські погляди на функціонування фінансових ринків. „Нова кейнсіанська теорія”, як альтернатива неокласичному напрямку теорії реального бізнесового циклу, активно розробляється в роботах Б. Бернанке [4, 5], А. Бліндера [5], М. Гертлера [10], С. Сечетті [8], Дж. Стігліца [15] та інших. Теорія асиметрії інформації, пруденційні правила фінансово-монетарного регулювання, підхід фінансового раціонування зайняли чільне місце у фінансово-монетарній політиці розвинутих країн і частково імплементовані у країнах, що розвиваються. Разом з тим, новітні підходи у фінансово-монетарній політиці не можуть бути ефективно використані у практиці країн, що розвиваються, без аналізу передавальних каналів монетарного імпульсу, як ключових складових фінансово-монетарного регулювання.

Мета статті. Вивчення передавального механізму кредитного каналу як послідовності змін у монетарному, фінансовому та реальному секторах у відповідь на зміни у монетарній політиці.

Виклад основного матеріалу. Упродовж другої половини ХХ ст. у економічних системах більшості розвинутих країн тривало інтенсивне і екстенсивне розширення сектора фінансових посередників. Зростання ролі фінансових посередників – системи комерційних банків та позабанківських фінансових установ ускладнило існуючий погляд на кредитний канал монетарної трансмісії. У механізм проходження монетарного імпульсу від центрального банку у реальний сектор із необхідністю мала бути включена ланка фінансових посередників як така, що стала відігравати ключову роль у розповсюдженні імпульсу у реальний сектор.

Відродження інтересу до ролі банків у трансмісійному механізмі монетарної політики призвело до хвилі теоретичних та емпіричних досліджень, які показали, що за певних умов традиційний механізм монетарного впливу на економіку можна розширити через зміни у пропозиції банківських позик. Згідно цього „здорова” банківська система є надзвичайно важливим фактором у монетарній трансмісії, оскільки впливає на поведінку банків і поширення монетарного імпульсу у реальний сектор.

Важливими елементами нових кейнсіанських моделей, які пояснюють можливості кредитного каналу монетарної трансмісії у сучасних умовах, стали теорія асиметрії інформації [2, с. 78; 5] та ідея раціонування на фінансовому ринку, представлена у спільній роботі Дж. Стігліца та А. Вейса [15], які акцентують увагу на таких особливостях фінансового ринку, зокрема, ринку кредитних ресурсів:

- краща поінформованість позичальників про власну доходність (прибутковість), відтак, і про ризиковість інвестиційних проєктів порівняно з поінформованістю кредиторів;
- можливість хибного вибору кредитором ненадійного позичальника та несумлінність останнього при поверненні кредиту.

Зазначені обставини фінансового ринку змушують кредиторів оцінювати ризик повернення позики та впливати на нього. Тому кредитори намагаються обмежити угоди з високим ризиком неповернення боргу. Таке обмеження і називається раціонуванням кредитних угод і кредитних ресурсів [3, с. 44].

Те, що внаслідок монетарного впливу змінюється пропозиція позик, є необхідною, проте недостатньою умовою для функціонування кредитного каналу. Для того, щоб він працював, потрібні ще дві умови. По-перше, цінні папери та банківські позики не повинні розглядатися фірмами, принаймні деякими, як досконалі субститути у отриманні фінансування. Деякі фірми повинні бути залежні від банків у своїх кредитних потребах, щоб зміна у пропозиції банківських позик мала вплив на реальну діяльність фірм [9, 10]. По-друге, ціни повинні бути жорсткими, щоб забезпечити „не-нейтральність” монетарної політики.

Автори С. Баумік, В. Данг та А. Кутан на прикладі Індії досліджують значення того, у якій власності знаходяться комерційні банки для проведення монетарної політики і функціонування кредитного каналу [6]. Згідно з їхніми оцінками існують значні відмінності у реакції банків різного типу власності (державні, приватні, іноземні) на монетарні заходи центрального банку, а ефективність кредитного каналу монетарної політики буде значно вищою у період обмежених грошей, ніж у період легких грошей. Також помічено відмінності у впливі змін монетарної політики на менш ризикове короткострокове та більш ризикове довгострокове кредитування.

Функціонування кредитного каналу припускає існування недосконалих ринків капіталу, що означає – відмінності у фінансовій структурі країн мають вплив на проходження монетарних імпульсів. Водночас, фінансова структура країни залежить від її правових структур, і зв'язок між правовою системою країни та спроможністю монетарної політики повинен впливати на випуск та ціни через кредитний канал [8]. С. Сечетті доводить на прикладі 11 країн ЄС, що правова система країни, її фінансова система та монетарний трансмісійний механізм є взаємопов'язаними. Зокрема, виявлено, що у країнах з кращим правовим захистом акціонерів та дебіторів вплив змін процентної ставки на випуск та інфляцію є нижчим.

З. Закарія на приклад 24-х країн (12 з системою цивільного права, 12 – загального права) демонструє, що фінансова система у країнах загального права більш ринкова, фірми мають кращий доступ до ринків капіталу, субститути банківських позик є більш доступними, тому монетарна політика, спрямована на скорочення пропозиції кредитів, має значно менший обмежувачий ефект [18]. Отже, кредитний канал буде більш дієвим у країнах з системою цивільного права.

Також ефективність кредитного каналу залежить від розміру банків. Зокрема, невеликі банки більш гостро реагують на обмежувальну монетарну політику в порівнянні з великими банками, тобто малі банки більш різко скорочують кредитування порівняно з великими банками. Наявні емпіричні дані також вказують, що пруденційні нормативи, що відображені у банківських коефіцієнтах достатності капіталу, також мають значний вплив на банківське кредитування [14].

Ми бачимо, що банки відіграють непересічну роль у функціонуванні трансмісійного механізму монетарної політики. Внаслідок потенційної недосконалості кредитного ринку та недосконалості у взаємозамінності банківських та небанківських активів і зобов'язань вплив монетарної політики може посилюватися. Ступінь, до якого поведінка банків щодо кредитування впливає на трансмісію монетарної політики, значною мірою залежить від того, чи є банківські позики та депозити „незамінними”, тобто не мають досконалих субститутів [4, 5]. Функціонування кредитного каналу залежить, з одного боку, від того, чи можуть банки легко змінювати джерела фінансування кредитів, а з іншого – від того, чи можуть банківські позичальники знайти альтернативні джерела фінансування. „Вузкий” кредитний канал, або канал банківського кредитування, пов'язаний із зростанням кількості ліквідних засобів комерційних банків в результаті стимулюючої монетарної політики і може бути пояснений за такою схемою:

$$M \uparrow \rightarrow \text{Депозити} \uparrow \rightarrow \text{Ліквідність} \uparrow \rightarrow \text{Кредити} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Розширення грошової пропозиції (М) спричиняє ріст ліквідних засобів банків через розширене надходження депозитів. Розширення ліквідних засобів банків дає можливість збільшувати кредитування. Розширення кредитування позитивно впливає на рівень інвестицій і на виробництво. Даний механізм найбільш імовірний в економіці, у якій банки є основним джерелом позикових засобів для фірм. Недавні дослідження ФРС показують, що канал банківського кредитування проявляється також через ринок іпотечного кредитування [11].

„Широкий” кредитний канал, або балансовий канал, функціонує за такою логікою:

$$M \uparrow \rightarrow \text{Ріст фінансових ринків} \uparrow \rightarrow \text{Ціни акцій} \uparrow \rightarrow \text{Капіталізація} \uparrow \rightarrow \text{Ризик в умовах інформаційної асиметрії} \downarrow \rightarrow \text{Раціонавання кредитних ресурсів} \downarrow \rightarrow \text{Кредити} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

З розширенням грошової пропозиції відбувається зростання ринків фінансових активів, що відображається у біржових індексах, зокрема індексах, що відбивають загальні тенденції у цінових коливаннях на ринку акцій. Зростання цін акцій компаній збільшує показник капіталізації і є позитивною тенденцією з погляду платоспроможності компаній-позичальників. Отже, банки можуть розширювати пропозицію кредитних ресурсів корпоративному сектору.

Сучасні уявлення про механізм функціонування кредитного каналу у різних країнах дають змогу додатково виділити такі шляхи поширення кредитного імпульсу у реальний сектор, як канал грошових потоків, канал непередбаченого росту рівня цін, канал ліквідності домашніх господарств.

Канал грошових потоків пов'язаний із зниженням ризику кредитування підприємств внаслідок розширення грошових надходжень останніх [1, С. 96-100]. Схематично механізм каналу може бути зображений у такий спосіб:

$M \uparrow \rightarrow \text{Грошові потоки} \uparrow \rightarrow \text{Фінансовий стан підприємств} \uparrow \rightarrow \text{Ризик в умовах інформаційної асиметрії} \downarrow \rightarrow \text{Раціонування кредитних ресурсів} \downarrow \rightarrow \text{Кредити} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

Розширення грошової маси призводить до збільшення грошових потоків в економіці в цілому і грошових потоків підприємств зокрема. Загальний фінансовий стан підприємств покращується, що зменшує ризики неповернення кредитів і розширює можливості банківського кредитування.

Канал непередбаченого росту рівня цін, як і канал грошових потоків, пов'язаний із зниженням ризику кредитування підприємств через покращення фінансового стану останніх:

$M \uparrow \rightarrow \text{Загальний рівень цін} \uparrow \rightarrow \text{Реальні активи підприємств} \uparrow; \text{зобов'язання у національній валюті} \downarrow \rightarrow \text{Фінансовий стан підприємств} \uparrow \rightarrow \text{Ризик в умовах інформаційної асиметрії} \downarrow \rightarrow \text{Раціонування кредитних ресурсів} \downarrow \rightarrow \text{Кредити} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

В результаті розширення грошової пропозиції, яке супроводжується підвищенням загального рівня цін, відбуваються зміни у номінальній грошовій вартості активів та зобов'язань підприємств. В умовах інфляції реальні активи підприємств збільшуються в ціні. Одночасно, фінансові зобов'язання підприємств, номіновані у національній валюті, знецінюються. Чинником, який послаблює дію цього каналу, є значні обсяги кредитів в іноземній валюті.

Канал ліквідності домашніх господарств діє певною мірою аналогічно попередньому каналу, але пов'язаний із раціонуванням домашніх господарств, яке полягає у перегляді витрат у зв'язку із зміною фінансового стану:

$M \uparrow \rightarrow \text{Загальний рівень цін} \uparrow \rightarrow \text{Активи домогосподарств} \uparrow; \text{Зобов'язання у національній валюті} \downarrow \rightarrow \text{Фінансовий стан домогосподарств} \uparrow \rightarrow \text{Раціонування домашніх господарств} \downarrow \rightarrow \text{Витрати на товари довгострокового користування, нерухомість} \uparrow \rightarrow C \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

Розширення грошової маси, яке супроводжується прискоренням інфляції, призводить до покращення балансів домогосподарств за умов, що їхні заощадження диверсифіковані за видами фінансових та реальних активів, а зобов'язання номіновані у національній валюті. В цій ситуації домогосподарства відчують покращення фінансового стану, яке пов'язують із неочікуваною інфляцією і інтерпретують як тимчасове покращення. Це стимулює домогосподарства збільшувати, у першу чергу, споживчі витрати інвестиційного характеру: споживання товарів довгострокового користування, придбання нерухомості.

Емпіричні дослідження багатьох країн вказують, що кредитний канал буде найбільш ефективним у тих економіках, де багато залежних від банків позичальників. Очікувано, це країни, що розвиваються, у яких ринки прямого фінансування (облігацій та акцій) нерозвинені, а значна частка виробництва здійснюється малим бізнесом, залежним від банків. Наприклад, кредитний канал є більш важливим, ніж процентний, у країнах Карибського басейну. Домінування кредитного каналу також підтверджене в економіці Кенії [7]. Він є активним (більш ефективним, ніж канал обмінного курсу, проте менш ефективним, ніж процентний) у Ботсвані [17].

На жаль, навіть у країнах, що розвиваються, функціонування кредитного каналу (якому, можна сказати, немає альтернатив) може бути проблематичним, як, наприклад, у Нігерії [13], адже його ефективність залежить від внутрішнього інституційного середовища, структури банківської системи, внутрішньої стабільності макроекономічного середовища. У такому випадку монетарна трансмісія є надзвичайно слабкою, що обмежує можливості монетарного стимулювання економіки.

Загалом, фінансовий сектор економік країн, що розвиваються, характеризується наступними рисами:

- відсутністю добре функціонуючих ринків цінних паперів з фіксованою доходністю, акцій та нерухомості;
- недосконалими зв'язками з приватними міжнародними ринками капіталу;
- значним втручанням центрального банку у ринки іноземної валюти.

Зазначені недоліки залишають незначну можливість для функціонування трансмісійних каналів процентної ставки, каналу активів, або каналу обмінного курсу. Оскільки ці канали, ймовірно, слабкі, а також оскільки банки є безумовно домінуючими формальними фінансовими посередниками в таких економіках, балансовий канал монетарної трансмісії, ймовірно, домінує в країнах, що розвиваються, при чому балансовий канал діє як фінансовий акселератор, тобто як чинник, який збільшує ефект банківського каналу запозичень шляхом збільшення зовнішньої фінансової премії, під час надмірного розширення банківського кредитування, і скорочує, коли кредитування є недостатнім. Таким чином, канал банківського кредитування, доповнений балансовим каналом, є домінуючим каналом монетарної трансмісії в країнах, що розвиваються.

У результаті економічного розвитку країн кредитний канал повинен поступатися іншим каналам монетарної трансмісії у зв'язку зі змінами у макроекономічному середовищі, зменшенням втручання уряду у фінансову систему, розвитком фінансових ринків тощо. Згідно з дослідженням, проведеним Банком міжнародних розрахунків [16], банківські кредити суттєво впливають на інвестиції у країнах, що розвиваються, але ступінь впливу різниться по регіонах – він сильніший у країнах Латинської Америки та країнах Центральної і Східної Європи, ніж у азійських країнах. У деяких країнах тривалий період стимулюючої монетарної політики протягом декількох останніх років знизив значення кредитного каналу.

В Азії різке скорочення банківського кредитування внаслідок фінансової кризи 1997-1998 рр. змінилося відновленням кредитування на початку 2000-х років у тих країнах, де рівень недосконалості кредитного ринку почав знижуватися. Так, у Філіппінах з розвитком ринку комерційних паперів та ширшим використанням зобов'язань з надання кредиту (фіксовані кредитні лінії для довільного використання фірмами) зменшилися ефекти, пов'язані з обмежуючою монетарною політикою. У Таїланді дослідження відзначають значне зменшення реагування рівня випуску та інфляції на банківське кредитування, зокрема, після кризи 1997-1998 рр., що пов'язане із покращенням фінансової диверсифікації.

Проте у двох найбільших азійських економіках кредитний канал залишається центральним. У Китаї, беручи до уваги кількісну орієнтацію монетарної політики та значний кредитний контроль, монетарна політика первинно впливає на попит шляхом змін у пропозиції кредитів. У Індії недавні дослідження показали, що малі банки більшою мірою скорочують пропозицію кредитів, ніж великі, під час жорсткої монетарної політики.

Висновки і перспективи подальших розвідок. Посилення уваги до трансмісійного механізму кредитного каналу у складі монетарної трансмісії можна пов'язати з двома подіями: структурними змінами у економічних системах країн та еволюцією макроекономічних теорій. В країнах, що розвиваються, канал банківського кредитування, доповнений балансовим каналом, залишається домінуючим каналом монетарної трансмісії.

Властивості кредитного каналу, як трансмісійного механізму монетарної політики, пов'язані з можливостями фінансово-монетарного впливу на співвідношення інвестиційної привабливості різних фінансових активів, що може бути визначено „премією за ризик” як перевищення очікуваної доходності активу порівняно з певним базовим безризиковим рівнем. Крім того, у логіці роботи кредитного каналу враховується: проблема асиметрії інформації у відносинах між банком і позичальником і її вплив на вартість кредитування реального сектора та механізм раціонування банками кредитивних відносин з позичальниками. В результаті, для економічних агентів (фірм та домогосподарств) створюється різниця між вартістю залучення зовнішніх позик через банківську систему або фінансові ринки (шляхом емісії боргових зобов'язань або акцій) і вартістю інвестування власних фінансових ресурсів.

Перспективним напрямом досліджень у царині фінансово-монетарного регулювання ми бачимо виявлення можливостей трансмісії монетарного імпульсу у фінансовий і, далі, у реальний сектор економіки без прямого регулювання процентних ставок.

Література

1. Дробышевский С. М. Внутренние аспекты денежно-кредитной политики России [Электронный ресурс] / С. М. Дробышевский, А. М. Козловская. – М.: Институт экономики переходного периода, 2002. – С. 96-100. – Режим доступа: www.iet.ru/ru/publikacii.html.
2. Кавицкая И. Л. Анализ воздействия монетарного шока на экономику: история вопроса и некоторые новые идеи / И.Л. Кавицкая // Журнал институциональных исследований. – Том 2, Выпуск 4. – 2010. – С. 78.
3. Радіонова І.Ф. Макроекономіка-2: навч. посіб. / І.Ф. Радіонова, Т.В. Бурлай, Є.В. Алімпієв. – К.: КНЕУ, 2009. – С. 44.
4. Bernanke B. Credit, money, and aggregate demand / B. Bernanke, A. Blinder // *American Economic Review*, 78, No 2. – 1988. – P. 901-921.
5. Bernanke B. Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission / B. Bernanke, M. Gertler // *Journal of Economic Perspectives*, 9, No 4. – 1995. – P. 27-48.
6. Bhaumik S. Implications of bank ownership for the credit channel of monetary policy transmission: Evidence from India / S. Bhaumik, V. Dang, A. Kutan // *William Davidson Institute Working Paper Number 988*. – 2010. – 31 p.
7. Buigut S. Is There a Bank Lending Channel of Monetary Policy in Kenya? / S. Buigut // *International Research Journal of Finance and Economics*. – Issue 45. – 2010. – P. 91.
8. Cecchetti S. Legal Structure, Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism / S. Cecchetti // *NBER Working Paper No. 7151*. – 1999. – Available at: <http://www.nber.org/papers/w7151>.
9. Fazzari M. Financing Constraints and Corporate Investment / M. Fazzari, C. Petersen, G. Hubbard // *NBER Working Paper No. w2387*. – 1988. – Available at: <http://ssrn.com/abstract=228014>
10. Gertler M. Monetary Policy, Business Cycles and the Behavior of Small Manufacturing Firms / M. Gertler, S. Gilchrist // *Quarterly Journal of Economics*. – Vol. 109. – 1994. – P. 309-340.
11. Lamont B. The Bank Lending Channel of Monetary Policy and Its Effect on Mortgage Lending / B. Lamont, D. Hancock, W. Passmore // *Finance and Economics Discussion Series*. Federal Reserve Board, Washington, D.C. – 2010. – 39 p.
12. Metcalfe S. Competition, Innovation and development; The instituted connection / S. Metcalfe, R. Ramlogan, E. Uyerra // *Institutions and Economic Development*. – №1. – 2004. – P. 21-62.
13. Ogun P. The Effectiveness Of Bank Credit Channel Of Monetary Policy Transmission: The Nigerian Experience / P. Ogun, E. Akinlo // *African Economic and Business Review*, Vol. 8, No. 2. – 2010. – P. 15-29.
14. Pandit B. Monetary Policy and Credit Demand in India and Some EMEs□ / B. Pandit, P. Vashisht // *Indian council for research on international economic relations. Working Paper №256*. – 2006. – 27 p.
15. Stiglitz J. Credit rationing in markets with imperfect information / J. Stiglitz, A. Weiss // *The American Economic Review*. – Vol. 71, №3. – 1981. – P. 393-410.
16. Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies. Bank for International Settlements. — *BIS Papers*, Vol. 35. – 2008. – 545 p. Available at: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap35.htm>.
17. Tshokologo A. The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Botswana. / A. Tshokologo. Doctoral thesis, 2007. – Available at: <https://dspace.lboro.ac.uk/dspace-jspui/handle/2134/7988>
18. Zakaria Z. The performance of monetary policy: A comparison between civil-law and common-law countries / Z. Zakaria // *Jurnal Kemanusiaan*. – №9. – 2007. – P. 23-54.

Стаття надійшла до редакції 17.03.3013