

А.В. Сомик, канд. екон. наук, Національний банк України, м. Київ

ОСОБЛИВОСТІ ДІЇ ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В КРИЗОВИЙ ПЕРІОД

Грошово-кредитна політика реалізується через свій трансмісійний (передавальний) механізм. Він розпочинається із імпульсів, які йдуть від рішень грошово-кредитної політики щодо змін у її інструментах та поширюються через певні канали (ланцюги взаємопов'язаних макроекономічних показників). Для монетарного трансмісійного механізму України притаманними є канали цін активів, у складі якого окремо виділяємо канал обмінного курсу, канал очікувань (довіри), процентний і кредитний канали. Загальна реакція економіки на грошово-кредитну політику – це сумарний ефект дії каналів монетарного передавального механізму.

Фінансова криза внесла значні зміни в грошово-кредитну політику, які позначилися на дії її трансмісійного механізму. Проведені дослідження дозволили узагальнити особливості дії механізму монетарної трансмісії в кризовий період. Такими особливостями є.

У каналі цін активів спостерігалися ефекти зниження фінансового багатства суб'єктів ринку та вартості забезпечення, ринкової вартості компаній (ефект q-Тобіна), що вплинули на зниження кредитоспроможності позичальників, а відповідно негативно позначилися на кредитній, споживчій, інвестиційній і виробничій активності суб'єктів ринку. Це посилює амплітуду економічного циклу (ефект фінансового акселератора), поглибило кризові процеси економічного падіння, знизило попит, пропозицію та інфляцію в країні. У каналі цін активів також спостерігався ефект заміщення: переливання капіталів з депозитного, фондового, іпотечного та інших ризикованих і низькодохідних ринків в іноземну валюту та дорогоцінні метали зумовили різке зростання цін на ці активи. Фондовий ринок України, через незначну його роль у фінансовому ринку, мінімізував збитки внутрішніх інвесторів від знецінення цінних паперів, оскільки останні не мали значної питомої ваги в структурі активів суб'єктів ринку.

У каналі обмінного курсу, який є складовою каналу цін активів, реалізувалися ризики, що містять у собі модель відкритої економіки та недостатньо гнучкий режим курсоутворення. Під впливом девальваційних очікувань зросла сила впливу та швидкість дії каналу обмінного курсу, а під дією ефекту зміни відносних цін посилювався зовнішній інфляційний тиск. Найбільш сильними та несприятливими в каналі обмінного курсу були наслідки балансового ефекту від девальвації гривні, яка призвела до зростання витрат у гривневому еквіваленті за зобов'язаннями в іноземній валюті, доларизації кредитів і депозитів, зростання проблемних кредитів у банківському портфелі та необхідність витрачання валютних резервів Національного банку для проведення цільових аукціонів з метою зниження боргового навантаження позичальників і підтримки зовнішніх платежів.

Канал обмінного курсу в кризовий період відіграв роль “подушки безпеки” для експортноорієнтованих галузей: девальвація гривні (максимальний рівень якої був близько 65 %) дозволила підтримати конкурентоспроможність експортерів і не втратити ринки збуту в умовах різкого падіння цін і попиту на світових ринках. Крім цього, девальвація національної валюти допомогла частково збалансувати потоки торгівлі (експорту та імпорту) після початку міжнародної фінансової та економічної кризи і, таким чином, сприяла корекції зовнішньоторговельного балансу. Водночас зростання порівняно із докризовим періодом від’ємного сальдо рахунку операцій з капіталом зумовило погіршення зведеного балансу та зростання боргової залежності держави перед світовими фінансовими організаціями через залучення кредитів. Важливою особливістю є те, що під час кризового періоду змінилась структура каналів чистої емісії гривні: валютний канал став головним каналом вилучення гривневої маси, в той час як до кризи він був основним емісійним каналом.

У каналі очікувань (довіри) суб’єктів ринку. Канал очікувань спрацював мультиплікатором дестабілізації курсової стабільності, прискорив дію монетарного трансмісійного механізму через валютний канал і посилив негативний вплив кризи на макроекономічні змінні через інструмент обмінного курсу: зростання доларизації депозитної бази банків з 32 % у вересні 2008 р. до 47 % за станом на кінець 2009 року, масового вилучення вкладів (у національній валюті на 25 %), зменшення строкових депозитів з 49 до 43 %, збільшення готівки поза банками з 28 до 32 %, зростання втрат суб’єктів ринку від спекулятивних девальваційно-ревальваційних коливань обмінного курсу. Це послабило банківську систему та вплив грошово-кредитної політики на курсову складову стабільності гривні, знизило ефективність монетарного трансмісійного механізму.

Крім цього, загальні песимістичні очікування суб’єктів ринку щодо перспектив розвитку заблокували стимули економічного зростання. “Позиція вичікування”, що нині обрана суб’єктами ринку в умовах економічної невизначеності, дестимулює зростання показників споживчої, інвестиційної, кредитної та виробничої активності. За таких умов сили спаду виявилися сильнішими за будь-які антикризові заходи щодо економічної політики (зокрема й монетарної), спрямовані на стимулювання економічного зростання. У результаті зменшення впливу чинників, що визначали сукупний попит і пропозицію (у тому числі песимістичних очікувань щодо перспектив економічного розвитку), послабився внутрішній інфляційний тиск.

У процентному каналі. У кризовий період не відбулося одночасно із зростанням гнучкості обмінного курсу посилення ролі процентного каналу в монетарному трансмісійному механізмі. Ефективність процентної політики за критерієм її впливу на короткострокові ставки міжбанківського ринку, як і в докризовий період, залишилася низькою. Це підтверджує висока волатильність ставок овернайту на міжбанківському кредитному ринку, яка в періоди криз ліквідності сягала понад 60 %. Зазначений аргумент свідчить

про наявність розриву в процентному каналі вже на першому етапі монетарного трансмісійного механізму та, відповідно, про обмежені можливості Національного банку щодо впливу на формування кривої дохідності на фінансовому ринку та інші макроекономічні змінні, у тому числі інфляцію.

У кредитному каналі. Класичне розуміння кредитного каналу (яке базується на тому, що центральний банк може впливати інструментами грошово-кредитної політики на вартість залучених банками коштів, що, у свою чергу, призводить до зміни обсягів кредитів і їх вартості) не знайшло підтвердження на практиці. Під час кризи домінуючими чинниками, що впливали на формування умов на кредитному ринку та дію кредитного каналу в цілому, були незалежні від Національного банку стримуючі чинники. Такими чинниками є глобальна криза ліквідності, високі девальваційні очікування, вилучення депозитів, іпотечна криза, зменшення кредитоспроможності позичальників і ділової активності на фоні зниження економічних перспектив, зростання проблемних кредитів. За таких умов дія обмежуючих антикризових заходів Національного банку мала більшу силу впливу на кредитний ринок, ніж стимулюючі заходи, які не призводили до бажаного нарощення кредитного портфеля банків у 2009 році.

У цілому, в кредитному каналі було одержано зворотний докризовому ефект: кредитний бум і його стимулюючий вплив на макроекономічні показники (зайнятість, інвестиції, споживання, валовий внутрішній продукт, інфляційні процеси) змінився кредитним стисненням, що було одним із чинників зменшення попиту, інвестиційних вкладень в економіку, згортання виробництва та зменшення внутрішнього інфляційного тиску.

Розуміння зазначених особливостей дії монетарного трансмісійного механізму в кризовий період і зв'язків у його каналах є необхідним для прийняття правильних рішень щодо реалізації грошово-кредитної політики та підвищення її ефективності.