

ВПЛИВ МОНЕТАРНОГО КАНАЛУ БАЛАНСУ ПОЗИЧАЛЬНИКА НА РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР ЕКОНОМІКИ

Автором розглянуто проблематику дослідження впливу трансмісійного каналу балансу позичальника на реальний сектор економіки України. Здійснено перевірку гіпотез фінансового акселератора для України та гіпотези прогностичного характеру спреда між ставками по фінансовим активам та ставками за кредитами в Україні.

The overview of research issues of the influence transmission channel balance of the borrower on the real economy of Ukraine is conducted in the article by the author. There is tested the hypothesis of the financial accelerator for Ukraine and the hypothesis prediction spread between rates on financial assets and rates on Ukrainian loans.

Постановка проблеми у загальному вигляді. Періоди економічного зростання та фінансової кризи викликають необхідність вивчення взаємозв'язків між фінансовим та реальним секторами економіки, визначення їхнього впливу один на одного та пошуку індикаторів майбутньої фінансової кризи. Сучасна економічна наука розглядає канал зміни структури балансів позичальників як один із трьох трансмісійних каналів між фінансовим та реальними секторами економіки. Діяльність цього каналу тісно пов'язана з таким явищем як фінансовий акселератор, завдяки чому відбувається спочатку різке зростання реального сектору економіки, а потім його спад. Вивчення механізму функціонування трансмісійного каналу балансу позичальника призвело до виявлення прогностичного характеру спреда між вартістю облігацій звичайних підприємств та підприємств рейтингу ААА або державних облігацій при прогнозуванні майбутньої фінансової кризи.

Аналіз досліджень і публікацій останніх років. Потрібно відзначити наукові розробки Робочої групи Базельського комітету з банківського нагляду, зокрема роботи Б. Бернанке, М. Гертлера, С. Гілкріста, які проводили дослідження механізму функціонування каналу змін структури балансів позичальників та описали механізм функціонування фінансового акселератора. М. Ашока, М. П. Тейлор та К. Ваглін розглядали вплив зовнішньої складової на механізм фінансового акселератора у деяких країнах та встановлювали зв'язок між спредом ставок по облігаціям підприємств та зниженням фінансової активності. С. Гілкріст, В. Янков та Е. Закрачек вивчали зв'язок між вартістю боргів підприємств та економічною активністю реального сектора економіки.

В Україні даною проблематикою займалися В. І. Міщенко, Р. С. Лисенко, які вивчали механізми роботи монетарних трансмісійних каналів та вплив інструментів монетарної політики на реальний сектор економіки. А. В. Сомик вивчав особливості дії каналу цін активів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики України в період фінансової кризи. В свою чергу С. В. Кульпинський проводив дослідження запізнювання впливу спреду процентних ставок на економічну динаміку.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. В рамках досліджень впливу трансмісійного каналу балансу позичальника на реальний сектор економіки України щодо правильності гіпотези зовнішнього каналу фінансового акселератора для вітчизняної економіки та гіпотези М. Ашока і М. П. Тейлора про прогностичний характер спреду фінансових активів наукові розробки не здійснювалися.

Постановка завдання. Метою статті є перевірка гіпотези впливу зовнішнього трансмісійного каналу балансу позичальника на реальний сектор економіки України та

гіпотези М. Ашока і М. П. Тейлора відносно того, що високий рівень спреду вартості фінансових активів є провісником зниження економічної активності.

Виклад основного матеріалу дослідження. Робоча група Базельського комітету з банківського нагляду виділяє три трансмісійних канали, що передають шоки від фінансового до реального сектору економіки: канал змін структури балансів позичальників, канал змін структури балансів банків і канал ліквідності [1].

Б. Бернанке, М. Гертлер і С. Гілкріст запропонували два механізми функціонування каналу зміни структури балансів позичальників. По-перше, це – взаємозв'язок між «зовнішньою фінансовою премією», яка визначається як різниця між вартістю позикових коштів, власних коштів та величиною його власного капіталу (ліквідні активи позичальника плюс скоригована вартість неліквідних активів і мінус зобов'язання). Зменшення власного капіталу призводить до необхідності в залученні додаткових зовнішніх позикових коштів і відповідно збільшення витрат на фінансування. Інакше кажучи, чим багатший позичальник, тим більше і дешевше банки готові його кредитувати, при зменшенні багатства позичальника для нього не тільки зменшується розмір кредиту, але й збільшується його вартість.

По-друге, це – нездатність позичальників повністю і своєчасно збирати заборгованості третіх осіб, що веде до збільшення потреби в кредитуванні. Для забезпечення кредиту позичальник надає заставу. Будь-яке зниження вартості активів позичальника, використаних в якості застави, веде до необхідності або додаткової застави, або зменшення обсягу кредитування, що в свою чергу призводить до зниження обороту або зменшення виробництва, збільшення витрат і зниження цін на активи в подальшому. Таким чином, зміна в структурі балансу позичальника призводить до зниження його платоспроможності та, в свою чергу, до неповернення позикових коштів. Обидва ці самопосилюючі механізми були названі Б. Бернанке, М. Гертлером і С. Гілкрістом – фінансовий акселератор [2, с.1–15]. Однак дослідження, що були проведені цими науковцями на прикладі США, не включали зовнішню складову в модель фінансового акселератора.

У 2005 році Моді Ашока і Марк П. Тейлор у роботі «Міжнародний фінансовий акселератор: дані по Північній Америці і Європі» вивчили на прикладі 4 країн (США, Канада, Німеччина і Франція) вплив зовнішньої складової на стан фінансового акселератора за період з 1973 по 2001 рік. У результаті було виявлено вплив кредитів домогосподарств на динаміку реального ВВП, а також наявність спільного міжнародного тренда [3, с.373–402].

У 2007 році Карстен Валгрін у своїй роботі «Глобальний фінансовий акселератор і роль рейтингових агентств» розглянув роботу фінансового акселератора в умовах глобальної фінансової системи на прикладі Ісландії та Латвії, які, маючи відкриту фінансову систему, опинилися в залежності від міжнародного фінансового акселератора. На ВВП цих країн значно вплинули зовнішні запозичення, таким чином вони виявилися не готові до значної кредитної експансії з боку світових фінансових ринків [4, с.17]. Україна в період з 2004 по 2008 рік також піддалася кредитній експансії, як Ісландія та Латвія. Це підтверджують наведені на рис. 1 дані щодо порівняння динаміки зміни ВВП, іноземних кредитів та рахунка поточних операцій України за період з 1998 по 2010 роки. Як видно з наведених даних, саме за 2004 рік спостерігається різке прискорення динаміки ВВП, що співпадає з різким зростанням від'ємного сальдо рахунку поточних операцій України, яке компенсувалося кредитними операціями. З даних, наведених на рис. 1, видна дуже тісна кореляція між зростанням ВВП та ростом зовнішніх запозичень у період за 2003–2007 роки. На жаль, відсутні дані щодо зміни вартості активів у цей період, які були прийняті у заставу задля забезпечення цього обсягу іноземних кредитів, але за даними МВФ саме з 2004 року відбувається значне зростання цін на нерухомість в Україні та продовжується воно до 2008 року, тобто до початку фінансової кризи в Україні, що співпадає з динамікою обсягів зовнішнього кредитування [5, с.6].

У процесі вивчення механізму функціонування трансмісійного каналу балансу позичальника були проведені дослідження кореляції між зміною вартості активів підприємств та домогосподарств і економічної активності. Так, у 2003 році Моді Ашока і Марк П. Тейлор у роботі «Високий рівень спреду як провісник зниження економічної активності:

дані по США» провели аналіз між додатковою премією, яка виникає як різниця між рівнем ставок по облігаціях звичайних підприємств і підприємств рейтингу AAA або державним облігаціям і рівнем економічної активності в 60-ті, 70-ті, 80-ті та 90-ті роки. У результаті дослідження було виявлено закономірність у вигляді збільшення різниці у вартості облігацій звичайних підприємств на вторинному ринку і вартості підприємств рейтингу AAA або державних облігацій як передвісника прийдешньої економічної кризи [3, с.373–402]. Однак зазначена і подібні наукові роботи мали тільки один фактор-індикатор майбутньої кризи – кредитний спред, варіюючи різні його види за термінами обігу і ступенем надійності, не розглядаючи інших факторів, що впливають на розглянуті емпіричні величини.

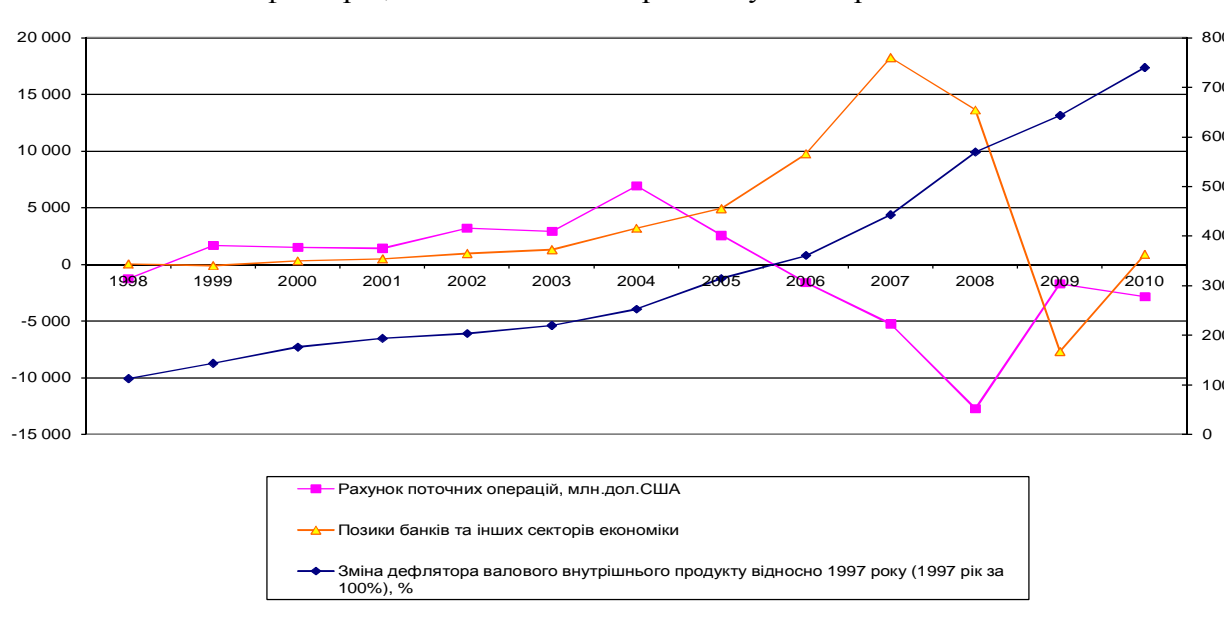


Рис.1. Динаміка зміни ВВП, іноземних кредитів та рахунка поточних операцій України за період з 1998 по 2010 рік

У 2009 році Симон Гілкріст, Володимир Янков, Егон Закрачек у роботі «Шоки кредитних ринків і економічні коливання: дані ринку корпоративних зобов'язань і ринку акцій», відзначаючи ігнорування іншими дослідниками впливу вартості інших фінансових активів на діяльність реального сектору економіки, провели дослідження кореляції спреду між вартістю несек'юритизованих боргів майже 900 американських корпорацій за період 1990-2008 рр. та державних цінних паперів з діяльністю реального сектора економіки [6, с.50].

У результаті дослідження зроблено висновок щодо наявності більш тісного взаємозв'язку ринку боргових зобов'язань з активністю в економіці, що дало змогу надати два пояснення. По-перше, основними споживачами ринку боргових паперів є фінансові посередники (банки, страхові компанії та т.д.), тому збільшення виплат по облігаціях є збільшенням премії за ризик утримання даних паперів у активах цих фінансових установ. По-друге, компанії, що випускають боргові зобов'язання, безпосередньо залежать від банківського кредитування. Відповідно скорочення банківського кредитування призводить до зниження здатності компанії обслуговувати свої борги і до зростання виплат за цими борговими зобов'язаннями [6, с.50]. У 2009 році С. В. Кульпинський у статті «Крива прибутковості процентних ставок банків України як показник очікуваної економічної динаміки» провів аналіз динаміки процентних ставок банків України за кредитами 3 місяці, 6 місяців і 11 місяців за період з січня 2005 по вересень 2008 року та дослідив їхню кореляцію з ВВП. У результаті було виявлено, що зростання спреду кривої прибутковості на 1 процентний пункт веде до 16% зростання номінального значення річного ВВП (кумулятивного) з лагом в три місяці. Відповідно, скорочення спреду і навіть його від'ємне значення веде до номінального скорочення ВВП [7, с.58–63].

Через відсутність достовірних даних щодо динаміки вартості фінансових активів підприємств України автором розглянуто спред між ставками по депозитах, як фінансових

активів підприємств з мінімальним рівнем прибутковості, та ставок за кредитами депозитних установ України. На рис. 2 наведено динаміку спреду між ставками по депозитах і по кредитах за період з березня 2006 по квітень 2011 року, що розрахована як різниця середнього геометричного інтегральних ставок за кредитами і депозитами за даними банківської статистики України.



Рис. 2. Динаміка спреду між ставками по депозитам та по кредитам за період з березня 2006 по квітень 2011 року

Дані, які наведені на рис. 2, свідчать, що динаміка спреду не носить прогностичного характеру, тобто зростання дійсно відбулося, але воно майже одночасно співпало з початком активної фази фінансової кризи в Україні у вересні 2008 року.

Висновки і перспективи подальших розробок. Проведені дослідження надали змогу, з одного боку, встановити правильність гіпотези фінансового акселератора для економіки України та виявити його іноземне походження. З другого боку, отримані висновки не підтвердили гіпотезу щодо прогностичного характеру спреду між депозитними та кредитними ставками (на основі гіпотези М. Ашока і М. П. Тейлора). Для більш точного виявлення існуючої кореляції та часових лагів необхідно провести дослідження з використанням векторних авторегресій та розглянути застосування інших фінансових активів у якості прогностичних даних.

Список використаної літератури

1. Transmission channels between the financial and real sectors: a critical survey of the literature [Електронний ресурс]. – Режим доступу http://www.bis.org/publ/bcbs_wp18.pdf.
2. Bernanke B. S. The financial accelerator and the flight to quality / B. S. Bernanke, M. Gertler, S. Gilchrist // Review of Economics and Statistics. – 1996. – Vol. 78. – No 1. – P. 1–15.
3. Mody A. The high yield spread as a predictor of real economic activity: evidence of a financial accelerator for the United States / A. Mody, M. P. Taylor // International Monetary Fund Staff Papers. – 2003. – Vol. 50. – P. 373–402.
4. The Global Financial Accelerator and the role of International Credit Agencies: materials of Carsten Valgreen International Conference of Commercial Bank Economists (Madrid, July 2007). – Madrid, 2007. – P. 17.
5. Stepanyan V. House Price Determinants in Selected Countries of the Former Soviet Union / V. Stepanyan, T. Poghosyan, A. Bibolov // IMF Working paper. – 2010. – WP/10/104. – P. 6.
6. Gilchrist S. Credit Market Shocks and Economic Fluctuations: Evidence from Corporate Bond and Stock Markets / S. Gilchrist, V. Yankov, E. Zakrajsek // NBER Working Paper. – 2009. – No 14863 (April). – P. 50.
7. Кульпинский С. В. Кривая доходности процентных ставок банков Украины как показатель ожидаемой экономической динамики / С. В. Кульпинский // БизнесИнформ. – 2009. – № 7. – С. 58–63.

Прийнято до друку 06.07.2011