

НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК УКРАИНЫ
ГОСУДАРСТВЕННОЕ ВЫСШЕЕ УЧЕБНОЕ ЗАВЕДЕНИЕ
“УКРАИНСКАЯ АКАДЕМИЯ БАНКОВСКОГО ДЕЛА
НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА УКРАИНЫ”

На правах рукописи

ЛУНЯКОВ ОЛЕГ ВЛАДИМИРОВИЧ

УДК 336.7+336.11 (043.5)

**ФОРМИРОВАНИЕ, АНАЛИЗ И РЕГУЛИРОВАНИЕ ДИСБАЛАНСОВ
В ФИНАНСОВОМ СЕКТОРЕ ЭКОНОМИКИ УКРАИНЫ**

08.00.08 – Деньги, финансы и кредит

Диссертация на получение научной степени
доктора экономических наук

Научный консультант:

Васильева Татьяна Анатольевна
доктор экономических наук, профессор



Сумы – 2013

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	5
РАЗДЕЛ 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ И ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПРИРОДА ФОРМИРОВАНИЯ ДИСБАЛАНСОВ В ФИНАНСОВОМ СЕКТОРЕ ЭКОНОМИКИ УКРАИНЫ.....	18
1.1 Обобщение и развитие методологической базы исследования финансового сектора экономики.....	18
1.2 Обоснование категориально-понятийного аппарата исследования дисбалансов в финансовом секторе экономики...	43
1.3 Экономическая природа формирования дисбалансов в финансовом секторе экономики: теоретические обобщения и опыт Украины.....	67
Выводы к первому разделу.....	91
РАЗДЕЛ 2. РАЗВИТИЕ МЕТОДОЛОГИ ВЫЯВЛЕНИЯ И ОЦЕНИВАНИЯ ДИСБАЛАНСОВ В ФИНАНСОВОМ СЕКТОРЕ ЭКОНОМИКИ УКРАИНЫ.....	93
2.1 Систематизация мирового и отечественного опыта выявления и оценивания финансовых диспропорций в развитии экономики.....	93
2.2 Развитие научно-методических основ выявления дисбалансов на отдельных стадиях цикла развития финансовых отношений..	137
2.3 Использование факторного анализа для интегрального оценивания уровня разбалансированности в развитии финансового сектора экономики.....	155
Выводы ко второму разделу.....	170
РАЗДЕЛ 3. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИССЛЕДОВАНИЯ ВЛИЯНИЯ ДИСБАЛАНСОВ В ФИНАНСОВОМ СЕКТОРЕ ЭКОНОМИКИ НА МАКРОЭКОНОМИЧЕСКУЮ ДИНАМИКУ.....	173

3.1	Исследование синхронности изменения индикаторов дисбалансов в финансовом секторе экономики и индикаторов экономического развития.....	173
3.2	Анализ влияния кредитных дисбалансов на макроэкономическую динамику в Украине и странах СНГ.....	187
3.3	Формализация влияния диспропорций в развитии финансового сектора экономики на темпы экономического роста.....	199
	Выводы к третьему разделу.....	210
	РАЗДЕЛ 4. КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ ДИСБАЛАНСОВ В ФИНАНСОВОМ СЕКТОРЕ ЭКОНОМИКИ УКРАИНЫ.....	212
4.1	Синтез инструментов, политик и организационных моделей регулирования дисбалансов в финансовом секторе экономики....	212
4.2	Обобщение международного и отечественного опыта пруденциального надзора за финансовым сектором экономики...	234
4.3	Сущность и анализ эффективности каналов монетарной трансмиссии в Украине в периоды накопления финансовых диспропорций.....	260
4.4	Анализ альтернативных научных подходов к определению роли цен активов в процессах регулирования финансовых диспропорций.....	279
	Выводы к четвертому разделу.....	298
	РАЗДЕЛ 5. МОНЕТАРНЫЕ И МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ ДИСБАЛАНСОВ В ФИНАНСОВОМ СЕКТОРЕ ЭКОНОМИКИ УКРАИНЫ.....	300
5.1	Анализ результативности монетарных инструментов в период формирования дисбалансов в финансовом секторе национальной экономики.....	300

5.2	Обзор и анализ денежных правил (на примере правила Тэйлора) реализации денежно-кредитной политики.....	313
5.3	Разработка имплицитного правила таргетирования для экономики Украины.....	343
5.4	Обобщение релевантных макропруденциальных инструментов регулирования дисбалансов в финансовом секторе экономики....	360
5.5	Разработка правила формирования антициклического буфера капитала на основе интегрального подхода.....	378
	Выводы к пятому разделу.....	397
	ВЫВОДЫ.....	399
	СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ.....	405
	ПРИЛОЖЕНИЯ.....	457



Державний вищий навчальний заклад
 «УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
 НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ»

State Higher Educational Institution
 "UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING"
 OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. Стабильное функционирование финансового сектора экономики (ФСЭ) играет ключевую роль в реализации конкурентных преимуществ национальных экономик, обеспечивает более широкие возможности в стимулировании экономического роста. Вместе с тем, мировой финансово-экономический кризис 2008-2009 гг. выявил недостаточную эффективность системы раннего оповещения и механизмов предупреждения финансовых стрессов, а также отсутствие действенной методологии выявления и регулирования дисбалансов в финансовом секторе экономики (ДФСЭ) на ранних этапах их формирования. Отечественный опыт показал, что ориентация регуляторов ФСЭ Украины преимущественно на поддержание ценовой стабильности и активное применение инструментария стресс-тестирования устойчивости финансовых институтов к внешним шокам, часто не учитывает эндогенную природу накопления ДФСЭ на соответствующих фазах экономического цикла.

Фундаментальные основы выявления и устранения финансовых диспропорций заложены в научных трудах У. Аллена, Г. Балакришнан, М. Бордо, К. Борио, Ч. Гудхарта, Э. Демиргук-Кунт, О. Иссинга, Д. Кейнса, М. Дремана, С. Классенса, Ч. Киндлбергера, Х. Мински, Э. Мендозы, Ф. Мишкина, Дж. Тейлора, И. Фишера, Г. Шинази и др. Значительные научные наработки по исследуемой проблематике имеют российские экономисты, в частности: Л.И. Абалкин, В. К. Бурлачков, М.Ю. Головнин, Я.М. Миркин, С.Р. Моисеев, В.К. Сенчагов и др. Ряд предложений по поиску эффективных механизмов обеспечения стабильности ФСЭ изложены также и в трудах отечественных ученых. Следует отметить труды А.И. Барановского, А.П. Вожжова, А.В. Дзюблюка, Т.А. Васильевой, Ж.Н. Довгань, В.В. Корнеева, А.Я. Кузнецовой, В.М. Опарина, С.В. Леонова, М.И. Макаренко, А.И. Петрика, Т.Г. Савченко, А.В. Сомик, В.Н. Шелудько, И.А. Школьник, Т.Е. Унковскую, В.М. Федосова и др.

Вместе с тем, несмотря на значительное количество работ зарубежных и отечественных ученых по исследуемой проблематике, нерешенными окончательно остается ряд ключевых теоретических и практических вопросов. В частности, это относится к пониманию экономической сущности ДФСЭ, решения общеметодических противоречий относительно определения природы их возникновения и причинно-следственных связей с общими параметрами макроэкономической динамики, разработки аналитического инструментария их поэлементной и интегральной оценки, применения контрциклического инструментария реализации регуляторной политики в ФСЭ (в частности, через макропруденциальную и монетарную политику). Логическая незавершенность формирования целостного представления о природе возникновения, инструментарии идентификации, анализа и регулирования ДФСЭ обусловило актуальность исследования, его цель, задачи и содержание.

Связь работы с научными программами, планами, темами. Диссертационная работа выполнена в соответствии с приоритетными направлениями реализации научно-исследовательских программ общегосударственного значения. В частности, при работе над темой “Діагностика системної стабільності на основі макроекономічних та пруденційних показників” (номер гос. регистрации 0113U002195) в Харьковском институте банковского дела Университета банковского дела Национального банка Украины диссертантом формализованы инструменты регулирования ДФСЭ Украины. Отдельные научные результаты диссертанта учтены и при работе над научно-исследовательскими темами в ГВУЗ “Українська академія банківського дела Національного банку України”. Так, в частности, в рамках темы “Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні” (номер гос. регистрации 0103U006965) диссертантом разработаны концептуальные модели формирования, анализа ДФСЭ; темы “Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів” (номер гос. регистрации 0109U006782) – предложения по

корректировке инструментария регулирования ДФСЭ в Украине; темы “Конкурентоспроможність національної економіки в умовах євроінтеграції” (номер гос. регистрации 0111U009459) – научно-методический подход для интегральной оценки уровня разбалансированности в развитии ФСЭ Украины.

Цель и задачи исследования. Целью исследования является разработка теоретико-методологических основ обоснования экономической природы формирования ДФСЭ, углубление методического инструментария их анализа, развитие методологии и практических механизмов их регулирования в Украине.

Поставленная цель обусловила необходимость решения следующих задач:

- обобщить методологическую базу исследования ФСЭ, обосновать механизм его самоорганизации с позиции адаптации к экзогенным и эндогенным шокам;
- предложить группировки научных теорий и школ по сущности представлений детерминант и экономической природы возникновения нестабильности в ФСЭ;
- обосновать сущность понятия “дисбаланс в финансовом секторе экономики”, определить отличия от финансового дисбаланса;
- обосновать взаимосвязи и различия между финансовой стабильностью, финансовой устойчивостью, финансовой хрупкостью, финансовой нестабильностью;
- разработать дескриптивную модель циклического развития ФСЭ, обосновать на ее основе природу формирования ДФСЭ Украины;
- систематизировать мировой и отечественный опыт выявления и оценки финансовых диспропорций в развитии экономики;
- углубить научно-методические основы выявления дисбалансов на отдельных стадиях цикла развития финансовых отношений;

- разработать научно-методический подход для поэлементной и интегральной оценки ДФСЭ на отдельных стадиях цикла развития финансовых отношений;
- проанализировать процессы формирования и накопления ДФСЭ Украины;
- углубить методические основы оценки синхронности изменений индикаторов ДФСЭ и индикаторов экономического развития;
- формализовать и оценить влияние ДФСЭ на макроэкономическую динамику в Украине и странах СНГ;
- обобщить мировой и отечественный опыт (на уровне политик, инструментов, организационных моделей) по регулированию ФСЭ;
- формализовать концептуальную модель взаимодействия макропруденциальных и монетарных инструментов в периоды формирования ДФСЭ;
- проанализировать результативность использования монетарных инструментов и оценить соответствие процентной политики монетарному правилу Тейлера в период формирования ДФСЭ Украины;
- разработать научно-методический подход формирования имплицитного правила таргетирования для экономики Украины с учетом ДФСЭ;
- обобщить релевантные макропруденциальные инструменты регулирования ДФСЭ и углубить методические основы по формулированию правил их использования.

Объектом исследования является экономические отношения, возникающие между институтами ФСЭ, нефинансовыми корпорациями, домохозяйствами и государственными регуляторами в процессе кругооборота финансовых ресурсов на различных этапах экономического цикла.

Предметом исследования являются научно-методологические основы и практический инструментарий обоснования природы возникновения ДФСЭ,

анализа их величины, влияния на развитие финансового и реального секторов экономики, а также реализации регуляторной политики по снижению их негативных последствий.

Методы исследования. Методологическую основу диссертационного исследования составляют фундаментальные положения экономической теории, теории финансов, финансовых рынков, денег и кредита, государственного регулирования экономики, научные труды отечественных и зарубежных ученых в области анализа и регулирования финансовых диспропорций в процессе развития ФСЭ.

В работе в соответствии с поставленными задачами использованы следующие методы исследования: научная абстракция (при обосновании категориально-понятийного аппарата исследования ДФСЭ); логико-исторический и диалектический (при группировке теорий и научных школ); системный (при рассмотрении механизма самоорганизации ФСЭ); анализ и синтез, индукция и дедукция (при выявлении закономерностей формирования и регулирования ДФСЭ); факторный анализ (при разработке подхода к интегральной оценке уровня ДФСЭ); методы математической статистики (при оценке степени вероятности финансовых стрессов зависимости от уровня накопленных ДФСЭ); корреляционный и регрессионный анализ (при установлении количественных взаимосвязей между ДФСЭ и индикаторами макроэкономической динамики развития экономики Украины); имитационное моделирование (при оценке параметров имплицитного правила таргетирования); компаративный метод и метод аналогий (при обобщении мирового опыта регулирования ФСЭ).

Информационно-фактологической базой исследования являются: законы Украины, указы Президента Украины, нормативные акты Кабинета Министров Украины, постановления и отчетные данные Национального банка Украины, аналитические материалы Министерства финансов Украины и Министерства экономического развития и торговли Украины; статистическая информация Государственной службы статистики Украины и

Межгосударственного статистического комитета стран СНГ, аналитические отчеты Национальной комиссии, осуществляющей государственное регулирование в сфере рынков финансовых услуг, Национальной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку, Европейского центрального банка, Международного валютного фонда, Европейского совета по системным рискам, Банка международных расчетов, Мирового банка, Федеральной резервной системы США и других международных финансовых организаций, результаты научных исследований зарубежных и отечественных ученых в сфере анализа и регулирования диспропорций в ФСЭ

Научная новизна полученных результатов заключается в решении научной проблемы развития теоретико-методологических основ выявления экономической природы формирования ДФСЭ, углубления методического инструментария их анализа, обоснования методологии и практических механизмов их регулирования в Украине.

Наиболее весомыми научными результатами диссертационного исследования являются:

впервые:

- введен в терминологический оборот понятие “дисбаланс в финансовом секторе экономики”, под которым предлагается понимать обусловленную экзогенными (регуляторными, технологическими, рыночными и т.п.) и / или эндогенными (процессами самоорганизации и самоусложнения ФСЭ) импульсами диспропорцию относительно объемов, сроков, источников привлечения / размещения финансовых ресурсов, что приводит к спекулятивному росту цен активов и уровню системных финансовых рисков. Разграничены понятия “дисбаланс в финансовом секторе экономики” и “финансовый дисбаланс” по критериям: причины формирования, сфера возникновения, учет ценовых диспропорций, инструментарий снижения.
- разработана дескриптивная модель циклического развития ФСЭ, которая: 1) выделяет континуумы финансовой стабильности и

нестабильности, а также моменты и условия перехода между ними, 2) формализует причины и катализаторы возникновения ДФСЭ на каждом этапе цикла развития ФСЭ. Ее применение позволило опровергнуть гипотезу о справедливости теории эффективных рынков и доказать эндогенно-кредитную природу формирования ДФСЭ в экономике Украины;

- предложен научно-методический подход к расчету интегрального показателя ДФСЭ Украины, который системно объединяет индикаторы выявления и поэлементного оценивания отдельных типов дисбалансов: кредитного дисбаланса (как отношение совокупного объема кредитов (финансовых кредитов) и займов в экономике к величине ВВП), дисбаланса стратегической ликвидности (как отношение объема кредитов (финансовых кредитов) и займов к депозитам (привлеченным средствам), дисбаланса долгосрочной ликвидности (как отношение объема долгосрочных кредитов к депозитам), валютного (как отношение объема кредитов к депозитам в иностранной валюте), макроэкономического (как отношение объема кредитов, предоставленных домохозяйствам к уровню номинальных доходов населения). Он достаточно информативно позволяет оценить общий уровень накопленных ДФСЭ, нивелировать разновекторность траекторий динамики формирования отдельных типов ДФСЭ, и рекомендован в качестве объекта мониторинга в пределах пруденциального надзора за ФСЭ Украины;
- разработан матричный подход для диагностики склонности ФСЭ к финансовой нестабильности путем построения матрицы ISD (“дисбалансы-устойчивость-развитие”) в координатах: “интегральный показатель финансовой устойчивости ФСЭ” – “интегральный показатель ДФСЭ” – “индекс финансового развития страны”, что позволило выделить закономерности между этими показателями и размером экономических потерь (изменением ВВП на душу населения) в периоды финансовых стрессов;

- разработан научно-методический подход формирования имплицитного правила таргетирования для экономики Украины, который в отличие от существующих подходов (в частности, применения эксплицитных правил) основывается на оценке статистических взаимосвязей между интегральным показателем ДФСЭ Украины (*IIFSI*) и тактическими, стратегическими таргетами Национального банка. На основе апробации данного подхода доказано, что включение в правила таргетирования интегрального показателя ДФСЭ позволяет объяснить усиление волатильности макроэкономической динамики в период финансовых стрессов, и рекомендовано для имплементации в процессе калибровки монетарных инструментов;

усовершенствовано:

- система раннего оповещения наступления финансовых стрессов путем разработки интегрального индикатора финансовой устойчивости ФСЭ (*FSII*) и индикатора общего риска потери устойчивости в ФСЭ (*RLFS_{FSE}*), которые построены на основе метода главных компонент и с использованием научных положений портфельной теории (индикатор *RLFS_{FSE}*), позволяющей количественно оценить возможные кросс-эффекты между динамикой финансовой устойчивости банковского сектора и сектора небанковских финансовых учреждений;
- методические основы для оценки угрозы кредитного сжатия в периодах чрезвычайно высоких темпов роста объемов кредитования в экономике (наличия кредитных бумов), которые существенно опережают изменения (увеличение) в реальном ВВП, что было осуществлено на основе построенной многофакторной регрессионной пробит-модели с использованием консолидированной статистики экономического развития стран СНГ в период до и во время финансово-экономического кризиса 2008-2009 гг. Это позволило оценить вероятность кредитного сжатия заблаговременно возможным финансовым стрессам в экономике;

- научно-методические подходы регулирования ДФСЭ путем формализации взаимодействия политик (монетарной, макропруденциальных), инструментов (контрциклические буфера капитала, налога за риск ликвидности) и правил их имплементации на основе предложенного интегрального подхода для оценки ДФСЭ, что соответствует принципу “движение против ДФСЭ” и предоставляет возможность достичь положительных экстерналий в процессе имплементации политик, уменьшить негативные эффекты, которые проявляются в случае их независимого применения;
- научно-методические основы определения правил для макропруденциальных динамических инструментов путем реализации интегрального подхода к оценке ДФСЭ, что в отличие от существующих подходов, является комплексным по учету выявленных дисбалансов в ФСЭ Украины (кредитного, ликвидности, валютного, макроэкономического) и их изменений на соответствующих фазах циклического развития ФСЭ;
получили дальнейшее развитие:
- обоснование механизмов самоорганизации и самоусложнения ФСЭ, что, в отличие от существующих подходов, осуществлено с позиции выявления причин снижения финансовой устойчивости ФСЭ. Это позволило обосновать дуалистический характер финансового инжиниринга и конвергенции финансовых услуг / рынков: с одной стороны – они являются ключевыми драйверами адаптации ФСЭ влиянию экзогенных и эндогенных шоков, а с другой – детерминантами распространения диспропорций в развитии ФСЭ;
- научные основы группировки научных теорий и школ по сущности взглядов на нестабильность в ФСЭ, что, в отличие от существующих подходов, осуществлено по критериям: понимание ее природы, источников возникновения и причин процикличности в развитии ФСЭ, целостность описания механизма нестабильности и учета асимметрии

информации на финансовых рынках. Это позволило выделить прототеории (заложили основы для понимания экономической природы процикличности ФСЭ), проциклические теории (описывают механизм эндогенного накопления диспропорций в ФСЭ), адаптивные теории (раскрывают экзогенную природу финансовой нестабильности), а также утверждать о генезисе научной мысли от прототеорий через проциклическую теории к адаптивным теориям;

- применение научных положений портфельной теории для оценки риска потери устойчивости в ФСЭ с учетом доли активов банковского сектора и сектора небанковских финансовых институций в совокупных активах ФСЭ, а также волатильности интегральных показателей финансовой устойчивости этих секторов по фазам циклического развития ФСЭ;
- методические подходы для определения синхронности флуктуаций индикаторов ДФСЭ (объем кредитов, предоставленных в экономику, значение фондового индекса, реальный эффективный обменный курс) и макроэкономической динамики (реальный ВВП) по выделенным периодам развития ФСЭ (отсутствие существенных ДФСЭ, существенные ДФСЭ, снижение ДФСЭ в период финансового кризиса). Это позволило выявить характерные закономерности во взаимосвязях этих показателей на разных фазах циклического развития финансовых отношений в Украине;
- применение научных положений теории финансовой нестабильности Х. Мински путем использования коэффициента обеспеченности финансирования (покрытия), который предложено рассчитывать для нефинансового сектора, что позволило выделить периоды необеспеченного финансирования на соответствующих фазах циклического развития финансовых отношений в Украине.

Практическое значение полученных результатов заключается в том, что основные научные положения диссертационного исследования доведены до уровня методических разработок и практических рекомендаций.

Предложения автора по разработке имплицитных правил таргетирования и корректировки макропруденциальных инструментов в контексте предупреждения возникновения и уменьшения негативных последствий ДФСЭ могут быть использованы в текущей деятельности Национального банка Украины для повышения адекватности решений, связанных с обеспечением ценовой и финансовой стабильности в национальной экономике. Разработанный инструментарий выявления и анализа ДФСЭ Украины может использоваться и другими регуляторами ФСЭ в процессе реализации мероприятий пруденциального надзора.

Результаты исследования автора по разработке теоретико-методологических основ регулирования ДФСЭ Украины учитываются в деятельности Аппарата Совета Национального банка Украины (справка от **xx.xx.2013** г. №). Выводы и рекомендации относительно осуществления интегральной оценки устойчивости ФСЭ учитываются в деятельности Национальной комиссии, осуществляющей государственное регулирование в сфере рынков финансовых услуг (справка от 10.09.2013 г. №6653/09-10); относительно интегральной оценки ДФСЭ Украины – в практической деятельности Фонда гарантирования вкладов физических лиц (справка от 18.09.2013 г. № 12-5758/13); относительно оценки синхронности изменений в динамике объемов кредита и реального ВВП на различных фазах циклического развития ФСЭ – в деятельности Управления экономического развития Севастопольской городской государственной администрации (справка от 19.08.2013 № 633).

Материалы диссертационного исследования используются в учебном процессе ГВУЗ “Украинская академия банковского дела Национального банка Украины” при преподавании дисциплин “Государственное управление экономикой”, “Финансы” (акт от **xx.xx.2013** г.), а также Севастопольского института банковского дела Университета банковского дела Национального банка Украины при преподавании дисциплин “Финансовый рынок” и “Финансы различных форм бизнеса” (справка от 06.09.2013 г.).

Личный вклад соискателя. Диссертационная работа является законченным научным исследованием. Научные положения, разработки, результаты, выводы и рекомендации, выносимые на защиту, получены автором самостоятельно. Личный вклад в трудах, опубликованных в соавторстве, указано в списке публикаций.

Апробация результатов исследования. Основные положения диссертационной работы докладывались, обсуждались и получили положительную оценку на международных научно-практических конференциях, в том числе: “Фінансова система України: проблеми та перспективи розвитку в умовах трансформації соціально-економічних відносин” (г. Севастополь, 2013 г.); “Фінансово-кредитний механізм в соціально-економічному розвитку країни” (г. Макіївка, 2013 г.); “Політичні, правові та фінансово-економічні пріоритети розвитку економіки України: стратегія і перспективи” (г. Умань, 2013 г.); “Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика” (г. Сумы, 2012 г.); “Aplikované vědecké novinky - 2012” (г. Прага, Чешская Республика, 2012 г.); “Nauka: teoria i praktyka – 2012” (г. Пшемьсль, Республика Польша, 2012 г.); “Новини на научения прогрес – 2012” (г. София, Болгария, 2012 г.); “Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків” (г. Черкасы, 2012 г.); “Стан і проблеми обліку, контролю і аналізу в умовах транзитивної економіки” (г. Донецк, 2010 г.) та ін.

Кроме того, научные результаты автора опубликованы и получили одобрение на Всеукраинских научно-практических конференциях, в частности: “Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України” (г. Сумы, 2012 г.); “Методи та моделі фінансового забезпечення стійкого економічного розвитку” (г. Севастополь, 2012 г.); “Сучасна економічна наука: теорія та практика” (г. Полтава, 2012 г.); “Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України в умовах фінансової нестабільності” (г. Тернополь, 2012 г.) и др.

Публикации. Основные научные результаты исследования опубликованы в 47 научных работах общим объемом 34,46 печ. лист., из которых лично

автору принадлежит 32,74 печ. лист., в том числе 1 единоличная монография, главы в 3 коллективных монографиях, 25 статей в научных профессиональных изданиях Украины по экономике (из них 6 – в изданиях, включенных в международные наукометрические базы, 4 – в электронных профессиональных изданиях), 4 статьи в научных изданиях иностранных государств, 15 – в сборниках тезисов докладов на научных конференциях.

Структура и содержание работы. Диссертация состоит из введения, пяти разделов, заключения, списка использованных источников и приложений. Полный объем диссертации составляет 484 страницы, в т.ч. на 178 страницах размещено 30 таблиц 62 рисунка, 14 приложений и список литературы из 455 наименований.

РАЗДЕЛ 1

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ И ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПРИРОДА ФОРМИРОВАНИЯ ДИСБАЛАНСОВ В ФИНАНСОВОМ СЕКТОРЕ ЭКОНОМИКИ УКРАИНЫ

1.1 Обобщение и развитие методологической базы исследования
финансового сектора экономики

Термин “финансовый сектор” используется зарубежными и отечественными учеными при описании национальных финансовых систем. В то же самое время необходимо обратить внимание на то, что понятие в экономической литературе понятие “финансовый сектор” часто

отождествляется с понятием “финансовая система”, что, по мнению ряда ученых (Ю. Коваленко [1], И. Лютого, С. Мищенко [2-4], С. Науменкова [5-6]), формирует неоднозначность в толковании данных финансовых категорий и усложняет их практическое использование и согласование с основными требованиями финансового права развитых стран [2, с.14]. В работе С. Левочкина, В. Опарина, Ф. Федосова [7, с. 61] также указывается на то, что такие экономические дефиниции, как “финансовая система”, “финансовый сектор” тесно взаимосвязаны, хотя и не являются четко субординированными. Имея много общего, они пересекаются между собой, но только в определенном сегменте. В связи с неоднозначностью толкований указанных выше экономических дефиниций, проведем систематизацию категориально-понятийного аппарата и формализуем понятие “финансовый сектор” как подсистему экономики, которая, с одной стороны, постоянно находится в развитии, а с другой, - самоусложняется через призму эволюции институций, финансовых инструментов и интернационализации финансовых рынков.

В целом, таксономия финансовых понятий “финансовая система”, “финансовый сектор” приведена в работах зарубежных ученых, среди которых можно выделить Д. Блэкуэла, Р. Габбарда, З. Боди, Д. Кидуэлла, Р. Мертон, Х. Мински, Ф. Мишкина, Н. Мэнкью, Р. Петерсона, П. Роуза, Д. Фрейзера. Среди отечественных ученых следует обратить внимание на работы Ю. Дяченко, В. Зимовец, Ю. Коваленко, Л. Лазебник, С. Левочкина, И. Лютого, С. Мищенко, С. Науменковой, В. Опарина, С. Рибак, А. Семенов, В. Федосова, С. Шклярчук, И. Школьник.

Анализ зарубежной литературы позволяет сделать вывод о превалировании институционального подхода к определению “финансовая система”, которая, с точки зрения институциональной структуры, отождествляется с “финансовым сектором” [2, 5, 8]. Так, по мнению профессора экономики Гарвардского университета Н. Грегори Мэнкью, финансовая система представляет собой “совокупность экономических

институтов, помогающих направить ресурсы лиц, желающих осуществить сбережения, к тем, кто нуждается в заемных средствах, в форме инвестиций” [9, с. 537]. К финансовым посредникам Н. Мэнкью относит “финансовые институты, при посредничестве которых средства, направленные на сбережения, попадают к заемщикам” [9, с. 540], а именно, банки, взаимные (паевые) фонды, рынки акций и облигаций, пенсионные фонды, кредитные союзы, страховые компании и обыкновенные ростовщики. Подобную институциональную точку зрения разделяют и другие зарубежные ученые (Р. Габбард [10], Х. Мински [11], Ф. Мишкин [12], Ж. Боди и Р. Мертон [13], Д. Кидуэлл, Р. Петерсон, Д. Блэкуэлл [14]). С. Шклярчук считает, что финансовая система – это “система разнообразных финансовых рынков и разнообразных институтов, которые сформировались и функционируют под влиянием государственной политики конкретной страны и интернационализации хозяйственных связей с использованием разнообразных инструментов и способов регулирования” [15, с. 10].

В то же самое время, необходимо отметить работу Питера Роуза и Дональда Фрейзера, в которой ученые дают трактование категории “финансовая система” достаточно в широком смысле. К финансовому сектору они относят комплекс финансовых рынков, финансовых институций, предпринимательских структур, финансы домохозяйств и правительства [16, с.6; 7, с. 62].

В. Опарин раскрывает “финансовую систему” в разрезе внутренней и организационной структуры. С позиции внутренней (содержательной) структуры, “финансовая система – это совокупность относительно обособленных взаимосвязанных сфер”... (финансы субъектов хозяйствования, государственные финансы, международные финансы, финансовый рынок) “...и уровней...” (например, финансовый рынок охватывает кредитный рынок, рынком ценных бумаг) “..., которые отображают специфические формы и методы финансовых отношений” [17, с. 23; 18, с. 39; 19]. Со стороны организационного подхода, “финансовая

система – это совокупность финансовых органов и институций, которые управляют денежными потоками” [17, с. 23].

Отсутствие четкого разграничения между понятием “финансовая система” и “финансовый сектор” также прослеживается и в методических пояснениях Международного валютного фонда (МВФ), обсуждение которых нашло отображение в трудах отечественных ученых И. Лютого, С. Мищенко, С. Науменковой, И. Школьник [2, 5, 8]. Так, в соответствии с подходом МВФ, “финансовая система” представляет собой деятельность финансовых институтов, согласующаяся со сбором и консолидацией статистических, денежно-кредитных, и финансовых данных в процессе агрегирования и обобщения информации относительно динамики финансового сектора, в состав которого входят: банковская система и небанковские финансовые учреждения (пенсионные фонды, страховые компании, взаимные фонды, кредитные союзы) [2, с.16; 5, с. 49; 8, с. 48-49]. Финансовый сектор, в свою очередь, предоставляет посреднические услуги и включает организации, главной деятельностью которых является финансовое посредничество. Схема структурных элементов финансовой инфраструктуры экономики, предложенная И. Лютым [2], представлена в Приложении А.

Для понимания экономического содержания понятий “финансовая система” и “финансовый сектор” предлагаем проанализировать институциональную структуру хозяйствующих субъектов. В качестве основы для их описания рассмотрим Классификацию институциональных секторов экономики Украины (КИСЭ) [20]. В соответствии с КИСЭ институциональные единицы (хозяйствующие субъекты) в Украине группируются по пяти институциональным секторам экономики: нефинансовые корпорации; финансовые корпорации; сектор органов государственного управления; домашние хозяйства; некоммерческие организации, обслуживающие домашние хозяйства.

Группирование различных видов финансовых корпораций представлено на рисунке 1.1. Финансовые корпорации включают в себя все корпорации,

специализирующиеся на финансовых услугах или вспомогательной финансовой деятельности. Финансовые корпорации формируют финансовый сектор экономики, которые в процессе общественного производства оказывают услуги и создают добавочную стоимость в экономике. По мнению И. Лютого, в этом контексте финансовый сектор является подсистемой в рамках экономической системы государства и его можно интерпретировать гораздо шире, чем просто финансы [2, с.64].

С институциональной точки зрения, наряду с финансовым рынком и системой обеспечения (финансового, торгового и информационно-сетевого) финансовой системы финансовый сектор рассматривается, как подсистема в рамках финансовой системы.



Рисунок 1.1 – Институциональная структура финансовых корпораций в соответствии с КИСЕ Украины

Источник: разработано на основе [20].

В утратившем силу Постановлении Кабинета министров Украины “О Координационном совете по вопросам политики финансового сектора” [21] финансовый сектор включал фондовый рынок, банковский сектор, небанковские финансовые учреждения. Вместе с тем следует отметить, что по экономической сущности и институциональной нагрузке понятие “финансовый рынок” шире понятия “финансовый сектор” [2, с. 64].

Место финансового сектора в кругообороте финансовых ресурсов экономической системы (рис. 1.2).



Рисунок 1.2 – Кругооборот финансовых ресурсов в экономике
Источник: [24, с. 99].

В зарубежной научной литературе понятие “финансовая система” на институциональном уровне близка понятию “финансовый сектор”. Анализ исследований отечественных ученых, чью точку зрения мы также разделяем, свидетельствует о том, что финансовую систему только в узком смысле можно отождествлять с системой финансового посредничества.

С учетом научных работ [22-28], мы придерживаемся более широкого понимания “финансовой системы”, интегральная формулировка которой представлена в диссертационном исследовании А. Семеног [28]: финансовая система представляет собой “динамическую многоаспектную структуру в единстве взаимосвязанных сфер и уровней финансов, взаимодействие между которыми обеспечивается финансовыми учреждениями, которые функционируют на определенных организационно-правовых основах, и оказывают влияние на экономическое развитие страны” [28, с. 16].

Во многих литературных источниках прослеживается общий взгляд на финансовый сектор экономики (ФСЭ) как комплексной подсистемы в механизме финансового посредничества [1, с. 80]. В частности, МВФ трактует ФСЭ, как сектор, который: “обеспечивает экономику посредническими услугами и охватывает все организации, главной деятельностью которых является финансовое посредничество (банковская система и другие финансовые учреждения, включая пенсионные фонды, страховые компании, взаимные фонды, кредитные союзы)” [29, с. 2].

В. Федосов приводит определение финансового сектора в широком и узком смысле. В широком смысле ФСЭ рассматривается как “финансовая система – которая содержит...составляющие: финансы субъектов предпринимательской деятельности, государственные финансы, финансовый рынок, страхование, международные финансы”. В узком смысле: “он

означает совокупность разных финансовых институций, которые участвуют в создании национального продукта. Это та продуктивная часть финансовой системы, которая обеспечивает мобилизацию и размещение финансовых ресурсов, чем собственно, и делает свой вклад в производство национального продукта” [30, с. 62].

По мнению В. Зимовец, ФСЭ представляет собой: “институциональное группирование, деятельность субъектов которого лежит в опосредовании взаимоотношений относительно движения свободных финансовых ресурсов между субъектами других секторов” [31, с. 75].

С. Науменкова и С. Мищенко формулируют ФСЭ, как “часть экономики, которая связана с деятельностью финансовых институтов”, [5, с.49].

И. Лютый [32, с.88] предлагает рассматривать ФСЭ, как составляющую “часть финансовой системы, институциональные единицы которой участвуют в процессах перемещения денежных ресурсов между сберегателями и заемщиками”.

И. Левина понимает ФСЭ, как “совокупность механизмов, которые опосредуют функционирование реального сектора, и элементов, которые обслуживают интересы капитала” [32, с. 87].

В соответствии с Проектом “Стратегии развития финансового сектора Украины до 2015 г.” категория ФСЭ связывается со сферой национальной экономики: “где происходит формирование и распределение финансовых ресурсов и, связан с деятельностью финансовых учреждений”...“под финансовым сектором понимается финансовый рынок” [33, с. 3] (денежно-кредитный рынок, страховой рынок, фондовый, рынок услуг совместного инвестирования, негосударственных пенсионных услуг и другие рынки финансовых услуг).

Ю. Дяченко сформулировала ФСЭ как “целенаправленную самоорганизующуюся подсистему финансовой системы, который включает “совокупность финансовых институтов, осуществляющих определенные операции по предоставлению финансовых услуг и связанных друг с другом

финансовыми отношениями” [34, с. 9; 35, с. 113].

С учетом работ А. Семенов и Ю. Дяченко мы понимаем ФСЭ как самоорганизующуюся подсистему финансовой системы с совокупностью финансовых институтов, связанных друг с другом финансовыми отношениями.

В работах В. Макаренко [36], И. Макаренко [37] используется системный подход для описания финансовой системы Украины и понимания финансового рынка как сложной самоорганизующейся системы. С учетом наработок данных ученых и исследований [20, 29] предлагаем описать ФСЭ (ФСЭ) как целостное образование в составе финансовой системы, которому, по нашему мнению, присущи основные особенности “системы” [36, с. 34; 37, с. 205-206]:

– целостность – функционирование институций ФСЭ обеспечивается наличием целостных взаимосвязей и финансовых взаимоотношений друг с другом в процессе перераспределения денежных средств от сберегателей к заемщикам;

– структурированность – ФСЭ имеет упорядоченную структуру институций, которые могут быть сгруппированы по различным критериям (организационному, инструментальному, типу контроля);

– эмерджентность (неаддитивность) – интеграция финансовых институций, разработка новых “сложных” финансовых продуктов позволяет получить синергетический эффект, связанный со снижением транзакционных затрат, затрат на поиск информации, асимметрии информации;

– иерархичность – на институциональном уровне ФСЭ имеет сложившуюся соподчиненность отдельных институций в рамках отдельных подсекторов ФСЭ (например, иерархическая организационная структура банка, страховой компании и т.п.);

– динамичность – сегменты ФСЭ, финансовые инструменты, финансовые рынки постоянно эволюционируют в условиях конкуренции и воздействия внешних факторов (технологических, экономических, политических и др.);

– коммуникативность – ФСЭ имеет различные каналы и регламенты для информирования общественности, правительства, клиентов относительно его состояния;

– целенаправленность – изначально появление и развитие ФСЭ было направлено на обеспечение денежными ресурсами реального сектора экономики, в то же самое время, сегодня ФСЭ все в большей степени функционирует в удовлетворении интересов капитала;

– функциональность – в процессе реализации своей миссии ФСЭ выполняет ряд базовых функций: (расчетно-платежной, распределительной, информационной, управления финансовыми рисками, контрольной и др. [2, с. 18; 13, с. 27-32; 38, с. 3-4; 39, с. 869];

– ФСЭ в процессе своего саморазвития (эволюции институтов, инструментов, рынков) на принципах рыночного саморегулирования имеет тенденцию к достижению наиболее эффективной структуры, обеспечивающей достижение целей участников финансовых отношений. При этом, динамика процессов, происходящих в ФСЭ, на соответствующих финансовых рынках формирует новые вызовы для менее инертной системы его регулирования;

– устойчивость – ФСЭ постоянно адаптируется к воздействию эндогенных и экзогенных факторов (шоков), стремясь сохранить выполнение своих базовых функций.

Рассмотрим процессы самоорганизации и самоусложнения ФСЭ в контексте накопления финансовых диспропорций и снижения финансовой устойчивости ФСЭ к шокам. Принимая во внимание результаты исследований [4, 5, 38], рассмотрим фазы эволюции ФСЭ (рис. 1.3).

Анализ эволюции ФСЭ экономики позволил охарактеризовать основные этапы в его развитии. Появление и развитие ФСЭ связано с определенным этапом развития реального сектора национальных экономик, когда были сформированы объективные предпосылки для обеспечения непрерывности процесса воспроизводства реальных благ и для поддержания связей

“производитель-потребитель”, “сбережения-инвестиции” [40, с. 86].

Вместе с этим, как отмечают И. Левина, Л. Даниленко [30, 40], функционирование ФСЭ лишь опосредует реальный сектор экономики. Двойственный характер ФСЭ заключается в том, что он напрямую обслуживает еще и владельцев капитала. По-сути, он играет роль “невидимой руки Смита” [41].



Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

State Higher Educational Institution
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”

ФАЗЫ	Деньги	Кредит	Расширение рынка капитала	Дифференциация ФСЭ	Интеграционные процессы ФСЭ	
<i>Интервал времени</i>	до XIX ст.	до нач. XX ст. (индустриализация)	нач. XX ст. - 70-е гг. XX ст.	70-80-е гг. XX ст.	80-е гг. XX ст. – нач. XXI ст.	
<i>Группы стран¹</i>	с низким уровнем дохода	со средним уровнем дохода	со средним уровнем дохода	с высоким уровнем дохода	с высоким уровнем дохода	
<i>Центральные банки (ЦБ)</i>	развитие ЦБ	коммерческие банки вытесняют ЦБ из потребительского сегмента	доля в финансовых активах снижается	доля в финансовых активах снижается	доля в финансовых активах снижается	
<i>Коммерческие банки</i>	становление	экспансия	насыщение	снижение доли на рынке финансовых услуг	снижение доли на рынке финансовых услуг	интеграция финансовых институций (финансовые конгломераты) через слияния и поглощения (M&A)
<i>Небанковские финансовые институции</i>	рудиментарное состояние	рудиментарное состояние	становятся все более значимыми; стремительный рост	увеличение доли на рынке финансовых услуг	увеличение доли на рынке финансовых услуг	
<i>Рынки ценных бумаг</i>	рудиментарное состояние	слаборазвитое состояние	становятся все более значимыми	увеличение роли в распределении денежных ресурсов; высокие обороты (объемы сделок); использование деривативов в управлении рисками	увеличение роли в распределении денежных ресурсов; использование сложных финансовых инструментов (структурированных, комбинированных, гибридных ценных бумаг)	

¹В соответствии с принятой Мировым банком классификацией стран по уровню дохода на душу населения

Рисунок 1.3 – Фазы эволюционного развития ФСЭ

Источник: составлено с учетом [38]



В условиях рыночной экономики, построенной на неолиберальных принципах саморегулирования рынков (Ф. Хайека, М. Фридмена, В. Ойкена, Л. Ерхарда, М. Алле), основанной на теории всеобщего равновесия Л. Вальраса, ФСЭ функционирует на принципах саморегулирования и движется к состоянию полного равновесия [42, с.50; 43, с. 21]. Поэтому принцип дерегулирования ФСЭ лег в основу Вашингтонского консенсуса, который был принят в 90-е гг. XX ст. [44]. В процессе своего функционирования ФСЭ непрерывно самоорганизуется, т.е. имеет тенденцию к достижению наиболее эффективной структуры, обеспечивающей достижение целей участников финансовых отношений. Это самоорганизация проявляется в адаптации ФСЭ к новым условиям экономики (формированию новых финансовых продуктов, новых сегментов финансового рынка, к интеграционным процессам среди финансовых институтов и рынков).

Следует отметить, что вопросы развития ФСЭ как экономической подсистемы многими учеными рассматривается в привязке к динамике реального сектора экономики. В частности, И. Левина, Л. Даниленко указывают на тот факт, что по мере самоорганизации ФСЭ трансформировался характер его взаимоотношений с реальным сектором экономики [32, 40]. ФСЭ из обслуживающей инфраструктурной составляющей экономики превращается, в определенной мере, в самодостаточную систему со своей логикой развития, в структуре капитала которой все в большей степени преобладают спекулятивные элементы [2, 45-55]. Обратим внимание, что финансовые спекуляции представляют собой средство получения прибыли, образующейся на разнице ценовых колебаний стоимости финансовых и материальных активов без создания дополнительной стоимости в процессе их кругооборота [50, с. 26]. Как отмечает В. Корнеев, финансовые спекуляции формируют иллюзию стоимости в отрыве от реальности цен, что провоцирует создание

“макропузырей” (дисбалансов). При этом, традиционная формула кругооборота денежного (финансового) капитала Γ - T - Γ' [56] в условиях турбулентного развития ФСЭ трансформируется в Γ - T - Γ' - Γ'' - Γ''' [50, с. 27].

Автономность саморазвития и самоорганизации ФСЭ в отрыве от функционирования реального сектора экономики получило название “гипотезы декаплинга” (*decoupling hypothesis*), и была сформулирована Л. Менкоффом и Н. Тольксдорфом [38], которые подтвердили основные постулаты концепции опережающего роста ФСЭ [57; 58, с. 54]. В своих исследованиях ученые неоднократно подчеркивали, что сам реальный сектор начинает адаптироваться к опережающему развитию ФСЭ. И. Лютый и С. Мищенко [2, с. 17] на основе анализа работы Э. Берглофа и П. Болтона [54] приводят следующие симптомы самостоятельного развития ФСЭ экономики:

- доминирование краткосрочных форм инвестирования, которые часто имеют спекулятивное финансирование,
- стремительный рост активов финансовых институций по сравнению с реальным сектором;
- разъединение потоков капитала от потоков товаров и услуг;
- изменение структуры финансовых инструментов;
- неопределенность функционирования ФСЭ, сложность контроля и регулирования;
- количественное и качественное доминирование спекулятивных составляющих в структуре ФСЭ, что провоцирует реализацию “оффшорной” модели ФСЭ;
- перелив (“оттягивание”) инвестиций и отток ресурсов (в т.ч. квалифицированных специалистов) из реального сектора в финансовый.

Функции ФСЭ (распределительная, управление рисками, консолидационная, расчетно-платежная, уменьшение асимметрии информации) расширились по мере развития его институций. Среди

основных детерминант этих процессов выделяют развитие технологий, инновации, конкуренцию [2, с. 18; 59]. В частности, В. Зимовцем отмечается, что благодаря внедрению современных технологий по работе с клиентами в режиме “on-line” через Интернет, технические транзакционные издержки сократились в 100 раз [47, с. 19].

Зарубежные ученые Б. Боссон, Дж. Ли [60] на основе исследования банковского сектора сформулировали и эмпирически доказали гипотезу “системного эффекта экономии от масштаба” (“*systemic scale economies*” (*SSE*) *hypothesis*), в соответствии с которой институциональное расширение и самоорганизация финансового посредничества происходит по вполне объясняемым экономическим причинам. Интеграционные процессы, которые свойственны современному этапу развития финансовых институций формирует новую более сложную финансовую инфраструктуру экономики, при которой достигается снижение издержек (транзакционных, издержек на обработку и обобщение информации) финансовых посредников. Кроме этого, в процессе самоорганизации ФСЭ непрерывно самоусложняется, т.е. в нем происходит эволюционный переход от простых форм финансового посредничества к интеграционным. Тем самым, если ранее процесс трансформации сбережений в инвестиции состоял из двух этапов, то сегодня это уже многоэтапный процесс. В него вовлекается все большее количество участников, в результате чего усложняется сама структура финансовых отношений [60].

И. Школьник и А. Семенов, анализируя развитие теорий финансового посредничества, указывают, что ФСЭ представляет собой сложную многофункциональную систему, современным трендами которого является: существенное увеличение эмиссии ценных бумаг, наращивание позиций пассивных и инвестиционных фондов, формирование вторичного рынка кредитов и увеличение объемов секьюритизации, быстрая универсализация банков, создание финансовых супермаркетов [61, с. 84, с. 87].

Далее предлагаем рассмотреть вопросы самоорганизации и самоусложнения ФСЭ через призму эволюции финансовых инноваций (в частности, финансовых инструментов) и эволюции финансовых институций.

I. Финансовые инновации в процессах самоорганизации и самоусложнения ФСЭ. Особое место в самоорганизации и самоусложнении ФСЭ занимают финансовые инновации, которые представляют собой совокупность финансовых инструментов и финансовых технологий. Обратим внимание, что понятие “финансовые инновации” тесно связано с качественным этапом развития ФСЭ [62, с. 112]. Р. Мертоном даже выделяется такое понятие, как “финансовая инновационная спираль”, отражающая градиентное развитие ФСЭ через разработку новых финансовых инструментов и формирование новых рынков с целью минимизации транзакционных затрат [63, с. 369]. Финансовые институции в этих условиях адаптируются к нововведениям. Так, М. Головнин делает вывод о том, что развитие межбанковского денежного рынка привело к образованию на нем новых сегментов – РЕПО и рынка валютных свопов, что способствовало уменьшению зависимости банков от центрального банка в решении проблем ликвидности [64, с. 24]. Данный факт свидетельствует о самоорганизации и адаптируемости ФСЭ к внешней среде.

Внутренняя природа ФСЭ предполагает постоянный поиск и разработку финансовых инноваций в условиях усиливающейся внутрисекторальной конкуренции. В Украине увеличение количества финансовых институтов и профессиональных участников рынка, по мнению В. Корнеева, отражает диверсификацию спектра финансовых услуг, которые становятся все более сегментированными, а сам финансовый рынок структурируется через множественность взаимных секторов (субрынков) [65, с. 23].

В современных условиях, финансовый инструментарий, как впрочем, и финансовые технологии, развиваются высокими темпами [5, с. 53; 66, с. 8]. И. Школьник выделяет тенденцию “перепроизводства” финансовых активов вследствие масштабной секьюритизации активов и роста рынка производных

финансовых инструментов, где центральное место занимают деривативы (перевернутая “пирамида ликвидности”) [67, с. 3-4]. С одной стороны, развитие ФСЭ и финансовых рынков происходит через развитие финансовых инструментов. Но, как показал мировой кризис 2007-2008 годов, появление и развитие сложных финансовых инструментов (структурированных, комбинированных, гибридных ценных бумаг [68]) сопряжено с ростом хрупкости ФСЭ экономики, когда процессы хеджирования по соответствующим инструментам привели вместо диверсификации рисков к их ускоренному накоплению и последующей материализации в рамках всей финансовой системы. При этом ситуацию усугубило наличие асимметрии информации: финансовые инструменты оказались сложными, непрозрачными, как для регуляторов, так и для рейтинговых агентств, которые переоценили их стоимость [38; 45, с. 30; 69]. И. Школьник отмечает, что государственное и рыночное регулирование рынка финансовых деривативов запаздывало в реагировании на появление новых производных ценных бумаг. Заметим, что оценка рисков, связанных с появлением новых финансовых инструментов на рынке была и остается не тривиальной задачей, (рис. 1.4).

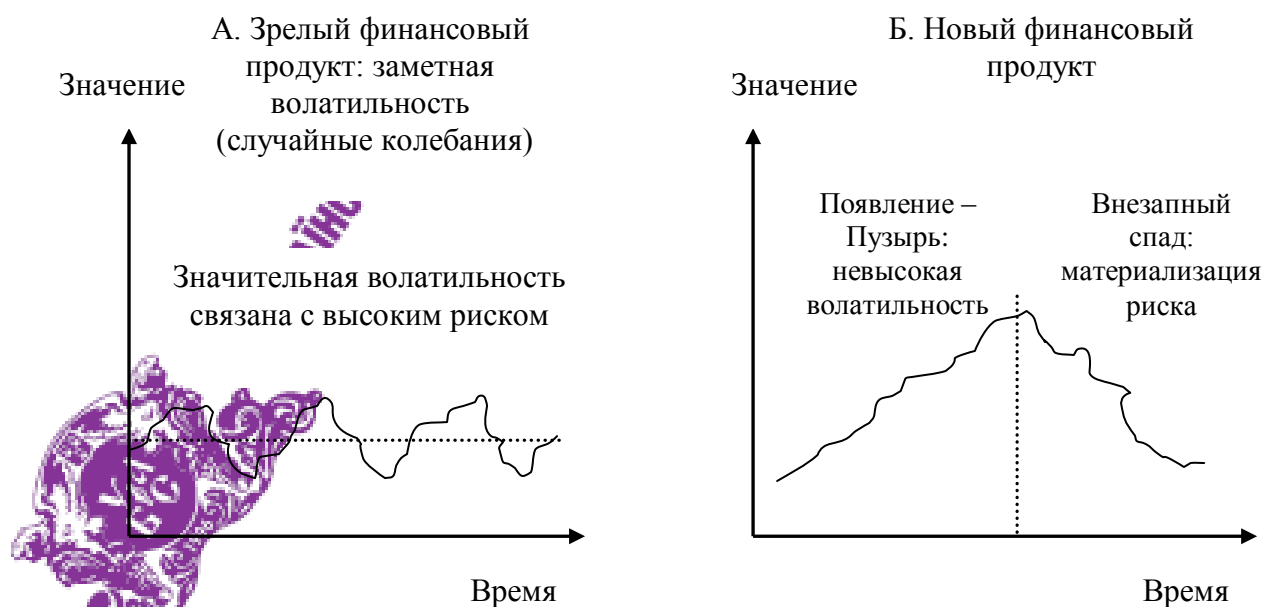


Рисунок 1.4 – Зрелый и новый финансовый продукт: оценка риска

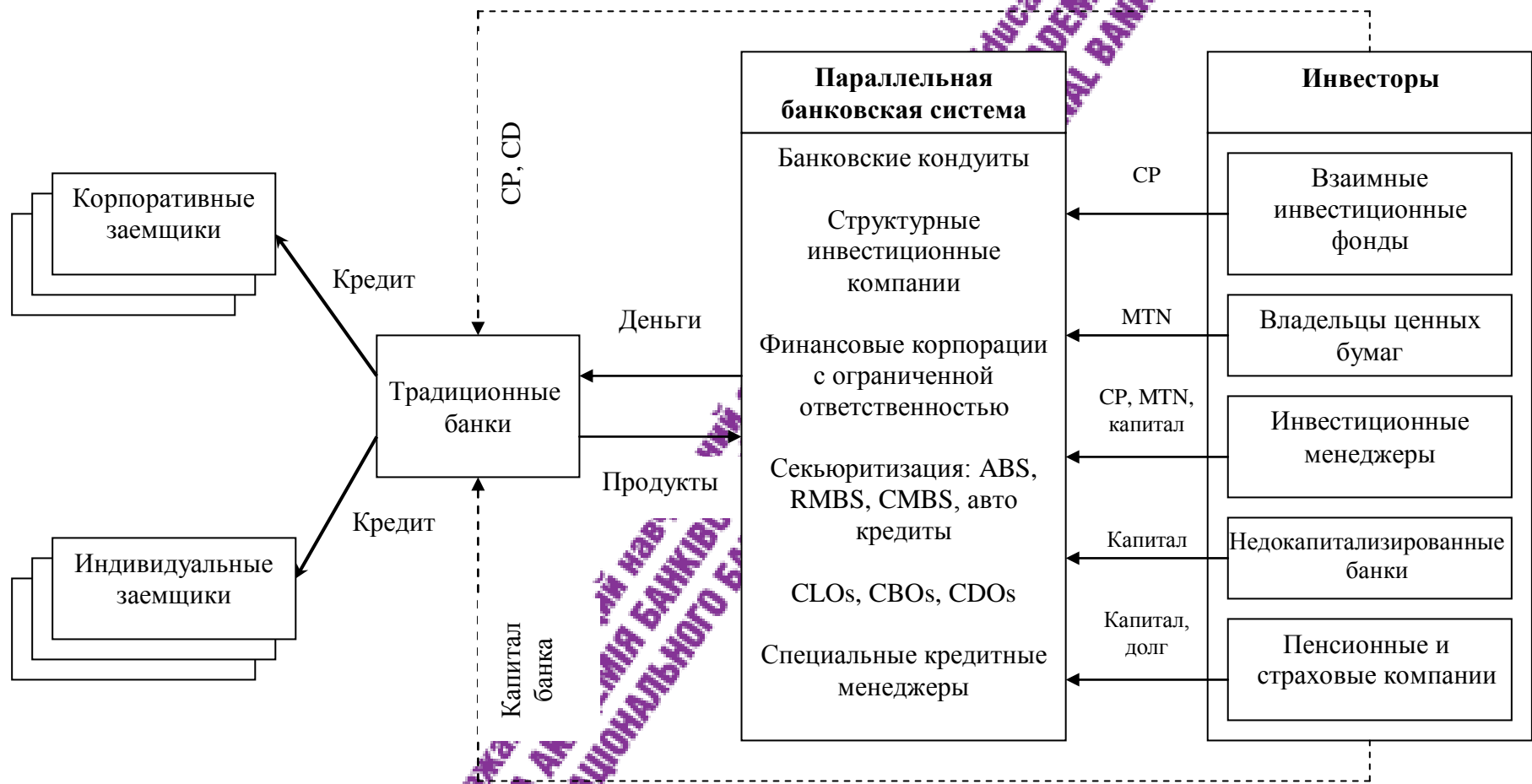
Источник: составлено на основе [70, с. 34].

Анализ рисунка 1.4 показал, что оценка риска по новым финансовым продуктам (например, по производным ценным бумагам) усложняется из-за отсутствия “опыта”, или, другими словами, отсутствия по этим продуктам достаточной информации для принятия взвешенного управленческого решения. Эволюция производных финансовых инструментов и рынков, на которых они обращаются, привела к тому, что в развитых странах появилась новая система обеспечения ликвидности (рис. 1.5), которая развивалась параллельно с банковским сектором, – “теневая” банковская система (“shadow banking system”).

Как отмечает в своем диссертационном исследовании И. Макаренко, эта система развивалась в стороне от легального надзора и контроля, в обход разрозненных и непонятным для участников рынка законодательных норм [73, с. 167]. Появление и развитие “теневой” банковской системы также подтверждает тезис о самоусложнении ФСЭ. Подчеркнем, что быстрое и устойчивое развитие параллельной банковской системы было связано с непрозрачностью и слабой регулируемостью внебиржевых оборотов, с финансовым инжинирингом на основе секьюритизации и использования деривативов, а также переносом рисков за баланс банков [74-76].

II. Эволюция финансовых институций в процессах самоорганизации и самоусложнения ФСЭ. Вопросы эволюции финансовых институций на современном этапе рассматриваются с позиции интегрирования и сближения различных сегментов ФСЭ в разрезе спектра предоставляемых им услуг.

Основной формой интегрирования в этих процессах являются процессы слияний и поглощений (*Mergers & Acquisitions*, далее – М&А-процессы), содержательное исследование которых представлено в работах В. Андрийчука, О. Билорус, И. Бураковского, А. Гальчинського, В. Геца, Б. Губского, А. Кредисова, Д. Лукьяненко, Ю. Макогона, С. Мочерного, О. Мозгового, Е. Панченко, Ю. Пахомова, Л. Руденко, М. Рубцова, А. Румянцева, Е. Савельева, С. Сиденко, Н. Татаренко, А. Филиппенко и др.



CP – коммерческие бумаги; CD – депозитные сертификаты; RMBS – Residential Mortgage Backed Security – ценные бумаги, обеспеченные пулом недвижимости; ABS – обеспеченные ценные бумаги; CMBS – ценные бумаги, обеспеченные пулом коммерческой недвижимости или многосемейных домов; CLOs – облигации, обеспеченные займами; CBOs – облигация, обеспеченная пулом других облигаций; CDOs – облигации, обеспеченные долговыми обязательствами; MTN – среднесрочные обязательства

Рисунок 1.5 – Традиционное банковское финансирование через параллельную банковскую систему

Источники: составлено на основе [71, с. 10; 72].

Научное исследование интеграционных процессов, как в банковской деятельности (концентрация банковского капитала), так и в межсекторальных интеграционных процессах в Украине представлено в работах Л. Алешиной [77], А. Барановского [78], Т. Васильевой [79-82], О. Дзюблюка [83-84], Н. Кириченко [85], О. Козьменко [86], С. Козьменко [87-89], В. Кремень [90-95], Т. Кубах [96-97], Н. Кузнецовой [98], О. Лилик [99], И. Медведевой [100], Р. Пикус [101], С. Реверчук [102], И. Сало [103], Н. Шелудько [104], И. Школьник [105-106] и др.

Отличительной чертой современной самоорганизации ФСЭ являются происходящие в нем процессы финансовых конвергенций и финансовых интеграций через M&A-процессы, как превалирующей формы расширения этих процессов. Формы финансовых конвергенций и интеграций представлено в Приложении Б. Как отмечают В. Кремень [95, с. 45], И. Школьник и др. [106, с. 32] финансовая интеграция основана на принципе “гомогенности” и отображает объединение однородных субъектов (институций ФСЭ) финансового рынка: банков, страховых компаний, инвестиционных и пенсионных фондов. В свою очередь, финансовая конвергенция базируется на принципе “гетерогенности”, который предполагает взаимное проникновение и ассимилирование неоднородных финансовых институций, для достижения синергетического эффекта, заключающийся, по мнению Т. Кубах [97, с. 263] в следующем: объединение финансового потока; комбинация взаимодополняющих ресурсов; диверсификация производства; эффект масштаба; налоговые льготы; экономия средств за счет снижения транзакционных издержек; укрепление конкурентоспособности (мотив монополии); сотрудничество и экономия на НИОКР.

При этом, как отмечает В. Кремень, наиболее распространенной и активной формой трансформации финансовых отношений среди финансовых институций, является финансовая интеграция и конвергенция банковских учреждений и страховых компаний, которые базируются на концепции

общих финансов (“*bancassurance*”) [95, с. 31]. В качестве основных детерминант финансовой интеграции и конвергенции И. Школьник [105, с. 32] выделяет:

– снижение, а иногда, и ликвидация определенных регуляторных норм со стороны государства, что дало возможность банковскому сектору расширить свое поле деятельности. Примером, может служить принятие в США закона Грэмма-Лича-Блайли, сменивший закон Гласса-Стигала, позволивший банковским холдингам преобразовываться в финансовые холдинговые компании, которые могли иметь в собственности коммерческие и инвестиционные банки, а также страховые компании [107];

– рассредоточение банков и совершенствование рынков капитала в мировом пространстве расширило возможности корпорации аккумулировать средства с помощью эмиссии акций и облигаций, что, в условиях нарастающей конкуренции между профессиональными участниками, подтолкнуло банки осваивать новые сегменты ФСЭ.

Не смотря на комплементарность сегментов финансового рынка, по мнению С. Козьменко, С. Леонова [108, с. 3], В. Корнеева [109, с. 84], между банковским и небанковским сегментами ФСЭ существует сильная конкуренция за возможность привлечения свободных денежных средств потенциальных клиентов-партнеров и управления ими.

В условиях усиления конкуренции и либерализации финансового законодательства, самоорганизация ФСЭ, сопровождаемая усложнением структуры финансовых отношений, привела к появлению крупных интеграционных объединений, которые получили название финансовые конгломераты. По-сути, они представляет собой новую организационно-экономическую форму консолидации банковского и небанковского бизнеса, продвигающие комплексные финансовые продукты. В целом, эти процессы еще в большей степени повышают автономность ФСЭ от динамики реального сектора экономики [106, с. 32].

Кроме этого, образование финансовых конгломератов свидетельствует об усилении процессов самоусложнения ФСЭ. Рядом специалистов из числа Совета по финансовой стабильности, сформированного ведущей двадцаткой индустриальных стран (G-20), а также специалистами МВФ и Банка международных расчетов (*Bank for International Settlements* – *BIS*), сформулировано понятие “сложная/комплексная институция” (*complex institution*) [110, с. 13], под которой понимают институцию или финансовую группу, которая:

- функционирует в различных сегментах ФСЭ через группу юридических лиц (например, одновременно имеет дочерние компании / подразделения в банковском секторе, страховом, на фондовом рынке);
- функционирует, как на национальном, так и на международных рынках с централизованным управлением капиталом и ликвидностью (в отличие от простой национальной филиальной сети);
- и/или имеет возможность тестировать новые и сложные финансовые продукты на рынках.

Специалистами подчеркивается, что “сложность” новых интеграционных финансовых институций сама по себе не является достаточным условием для потенциальных системных (негативных) воздействий на устойчивость финансовой системы государства. В то же самое время, “сложность” может рассматриваться, как источник уязвимости, если она связана:

- с недостаточной прозрачностью институциональной структуры интеграционных финансовых институций, низким уровнем их информационной прозрачности;
- со сложностью понимания горизонтов потенциальных воздействий на рынок со стороны комплексных финансовых институций;
- с потенциальным увеличением асимметрии информации в процессе функционирования комплексных финансовых институций.

На основе результатов исследований по сетевому моделированию взаимосвязанных на балансовом уровне задолженностей между финансовыми институтами [111-115], можно сделать вывод об усложнении (многомерности) финансовых взаимосвязей между институтами ФСЭ, что предъявляет более высокие требования к регуляторным органам в процессе пруденциального надзора. Процесс самоорганизации и самоусложнения ФСЭ как подсистемы экономики представлен на рисунке 1.6. Анализ графического материала позволил выделить следующие особенности эволюционного развития ФСЭ [116]:

1. ФСЭ постоянно находится под влиянием факторов, которые оказывают прямое влияние на его функционирование: регуляторных, технологических и экономических. К регуляторным факторам относятся: наличие действующих и разработка новых нормативных документов (положений, стандартов, инструкций), регламентирующих и регулирующих функционирование институций ФСЭ. Разработка этих документов является прерогативой контролирующих и регулирующих органов. В соответствии с Законом Украины “О финансовых услугах и государственном регулировании рынков финансовых услуг” від 12.07.2001 р. № 2664-III В [117], надзор за институциями ФСЭ в Украине осуществляют: Национальный банк Украины (НБУ), Национальная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку (НКЦБФР), Национальная комиссия по государственному регулированию рынка финансовых услуг (кроме рынка банковских услуг, рынков ценных бумаг, производных ценных бумаг [118] - Нацкомфинуслуг).

К технологическим факторам относится совершенствование и разработка новых информационных технологий и систем, которые оказывают влияние на систему финансового обеспечения (платежную, учетную, расчетную) и информационные системы и сети (торговые системы, информационно-вычислительные сети передачи информации).

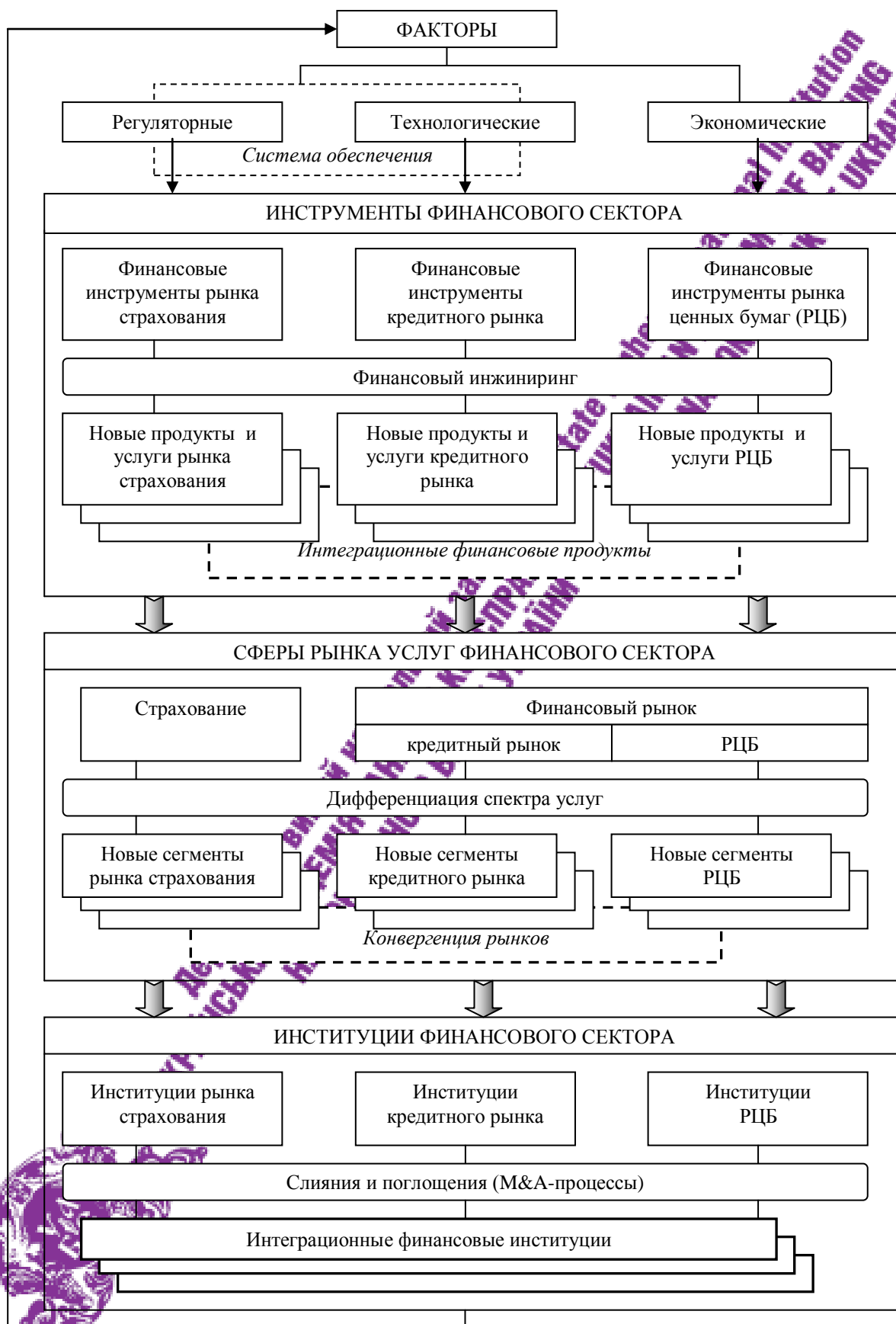


Рисунок 1.6 – Самоорганизация и самоусложнение ФСЭ
 Источник: разработано автором

К экономическим факторам можно отнести: международную, межсекторальную и межинституциональную конкуренцию, общую экономическую конъюнктуру национальных и международных рынков и т.п. В целом, регуляторные и технологические факторы представляют собой систему обеспечения функционирования ФСЭ.

2. Факторы постоянно оказывают влияние на функционирование институций ФСЭ. В свою очередь, финансовые институты, адаптируясь к изменениям во внешней среде постоянно, заняты поиском новых финансовых продуктов, которые позволили бы усилить их конкурентные преимущества на рынке. Происходит развитие финансовых инструментов, спектра оказываемых услуг и соответствующих сегментов рынков.

3. Общей тенденцией в процессе эволюции ФСЭ является то, что в процессе своей самоорганизации, ФСЭ постепенно усложняется:

3.1. В процессе финансового инжиниринга появляются новые (комплексные/более “сложные”) финансовые продукты и услуги, обладающие различными сегментными качествами [119]. В качестве примера можно привести банковские карточки со встроенными страховыми услугами, которые имеют как банковские (инвестиционные, сберегательные, накопительные и др. финансовые качества), так и страховые (покрытие по рискам) характеристики. В ряде случаев степень интегрированности финансовых услуг является настолько сильным, что их нельзя разделить на страховые и банковские [120].

3.2. В связи с изменением финансовых продуктов и услуг формируются новые сегменты рынков, на которых обращаются продукты и оказываются (комплексные) финансовые услуги. Например, появление и развитие деривативов сформировало в свое время соответствующий сегмент финансового рынка (рынок деривативов). Кроме этого, рынки, относящиеся к сфере услуг ФСЭ, в процессе своей эволюции проходят этап конвергенции (процесс взаимопроникновения): банковский рынок – страховой рынок –

фондовый рынок, или другие их частные вариации [86, с. 172].

3.3. Развитие финансовых инструментов и соответствующих рынков формирует новые вызовы для расширения сферы деятельности финансовых институций. Современными трендами этих процессов является: постепенное увеличение доли небанковских финансовых учреждений в структуре финансовых активов; появление и развитие крупных интеграционных объединений (финансовых конгломератов), которые функционируют как минимум на двух из трех сегментах финансового рынка и разрабатывают клиент-интегрированный финансовый продукт [95, с. 18-19; 106, с. 36].

4. Самоорганизация и самоусложнение ФСЭ имеет обратную связь с факторами, которые оказывают воздействие на него. Процесс адаптации ФСЭ к влиянию шоков носит непрерывный характер, а способность ФСЭ адаптироваться (через инструменты, рынки и институции) к изменению внешней среды, формирует объективную необходимость совершенствования регуляторной системы, которая должна учитывать трансформационные изменения, происходящие в ФСЭ.

Таким образом, учитывая выделенные особенности эволюции ФСЭ, мы предлагаем рассматривать ФСЭ также с позиции его динамики. В этом контексте ФСЭ можно раскрыть как самоорганизующуюся и самоусложняющуюся подсистему экономики, которая включает совокупность финансовых институтов, финансовых рынков и инструментов, обеспечивающие движение денежных средств от сберегателей к заемщикам. Такое понимание ФСЭ экономики формирует предпосылки для разработки действенной методологии поддержания стабильности в процессе его эволюции. Как отмечает Г. Шинази [121-122], *в силу динамического развития самоусложняющейся финансовой системы, наличия в ней интеграционных процессов и развития финансовых инструментов, контролирующим органам необходимо разработать адекватный механизм регулирования дисбалансов в ФСЭ (ДФСЭ).*

1.2 Обоснование категориально-понятийного аппарата исследования дисбалансов в финансовом секторе экономики

Для понимания экономических процессов, которые тесно связаны с формированием ДФСЭ, формализуем категориально-понятийный аппарат исследования. Прежде чем дать определение ДФСЭ, выделим и охарактеризуем понятия, которые тесно с ним связаны: “финансовая стабильность”, “финансовая нестабильность”, “финансовая устойчивость” и “финансовая хрупкость” (рис. 1.7).

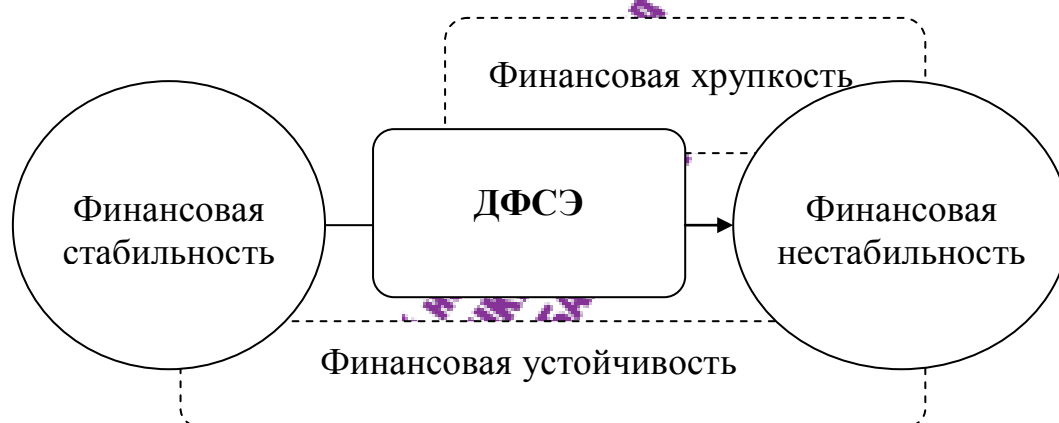


Рисунок 1.7 – ДФСЭ в системе взаимосвязанных экономических категорий

Источник: собственная разработка.

Обращаем внимание на то, что в научной литературе имеются различные точки зрения относительно толкования данных экономических категорий. В связи с этим, предлагаем провести систематизацию научных подходов и сформировать тезаурус исследования, то есть раскроем сущность ДФСЭ через призму связанных экономических категорий.

Проблема определения основных детерминант и природы возникновения нестабильности в ФСЭ рассматривалась в рамках различных теорий и

научных школ. Изучение фундаментальных наработок экономической научной мысли по их общности взглядов на детерминанты и экономическую природу возникновения финансовой нестабильности позволило произвести их группировку (табл. 1.1) на: прототеории (заложили основы для понимания экономической природы процикличности ФСЭ), проциклические теории (описывают механизм эндогенного накопления диспропорций в ФСЭ), адаптивные теории (раскрывают экзогенную природу финансовой нестабильности) по ряду критериев.

Таблица 1.1 – Классификация научных теорий и школ по сути взглядов на основные детерминанты и природу возникновения нестабильности в ФСЭ

Критерий классификации	Прототеории (Дж. Кейнс, И. Фишер)	Проциклические теории (Х. Мински)	Адаптивные теории (Дж. Стиглиц, Э. Вейс и др.)
Природа нестабильности в ФСЭ	Закономерное состояние (как один из этапов развития ФСЭ)		Случайное явление (как результат несовершенства финансовых рынков)
Источники возникновения нестабильности в ФСЭ	Внутренние		Внешние
Целостность описания механизма возникновения нестабильности в ФСЭ	Частично описан	Полностью описан	
Причины проциклическости развития ФСЭ	1. Эндогенное расширение денежной массы в экономике. 2. Накопление чрезмерных кредитных долгов	Распространение спекулятивных инструментов финансирования на разных стадиях экономического цикла обуславливает неадекватное принятие финансовых рисков и накопления необеспеченных долгов в экономике	Влияние экзогенных шоков
Учет асимметрии информации на финансовых рынках	Не учитывается		Учитывается

Источник: собственная разработка.

В целом, фундаментальными научными работами, которые заложили основу концепции “финансовой нестабильности”, являются работы Ирвинга Фишера и Джона Кейнса (рис. 1.8). В частности, Ирвинг Фишер раскрыл механизм влияния долговой зависимости экономических агентов на стоимость имеющихся в их распоряжении активов.

Соответственно, при неблагоприятных условиях, накопленные долги могут привести к депрессии целой экономики (теория “долговой дефляции”). Ирвинг Фишер указал о неизбежности периодов “нестабильности” в экономике после достижения всеобщего равновесия в силу чрезмерной заемной политики, проводимой экономическими агентами: “чрезмерные инвестиции и чрезмерные спекуляции часто играют важную роль; но они не были бы столь разрушительными, если не были связаны с заемными средствами” [123, с. 341].

Джон Кейнс раскрыл механизм поведения инвесторов в условиях неопределенности: “...страх и неуверенность в будущем, которые сопутствуют резкому падению предельной эффективности капитала, порождают, естественно, стремительный рост предпочтения ликвидности, а следовательно, и рост нормы процента, крах предельной эффективности капитала, имеющий тенденцию сопровождаться ростом нормы процента, способен серьезно усилить падение объема инвестиций” [124]. Концепция мультипликатора инвестиций Джона Кейнса является, по сути, одним из способов объяснения нестабильности рыночной экономики. Ученый отмечал, что в условиях развитой финансовой системы в кругообороте капитала участвует намного больше финансовых инструментов, изменение стоимости которых может привести к неадекватному объему и типу инвестиций. Поэтому, как считал, Джон Кейнс, важной задачей экономической политики является обеспечение контроля над всеми каналами эндогенной кредитной экспансии [125].

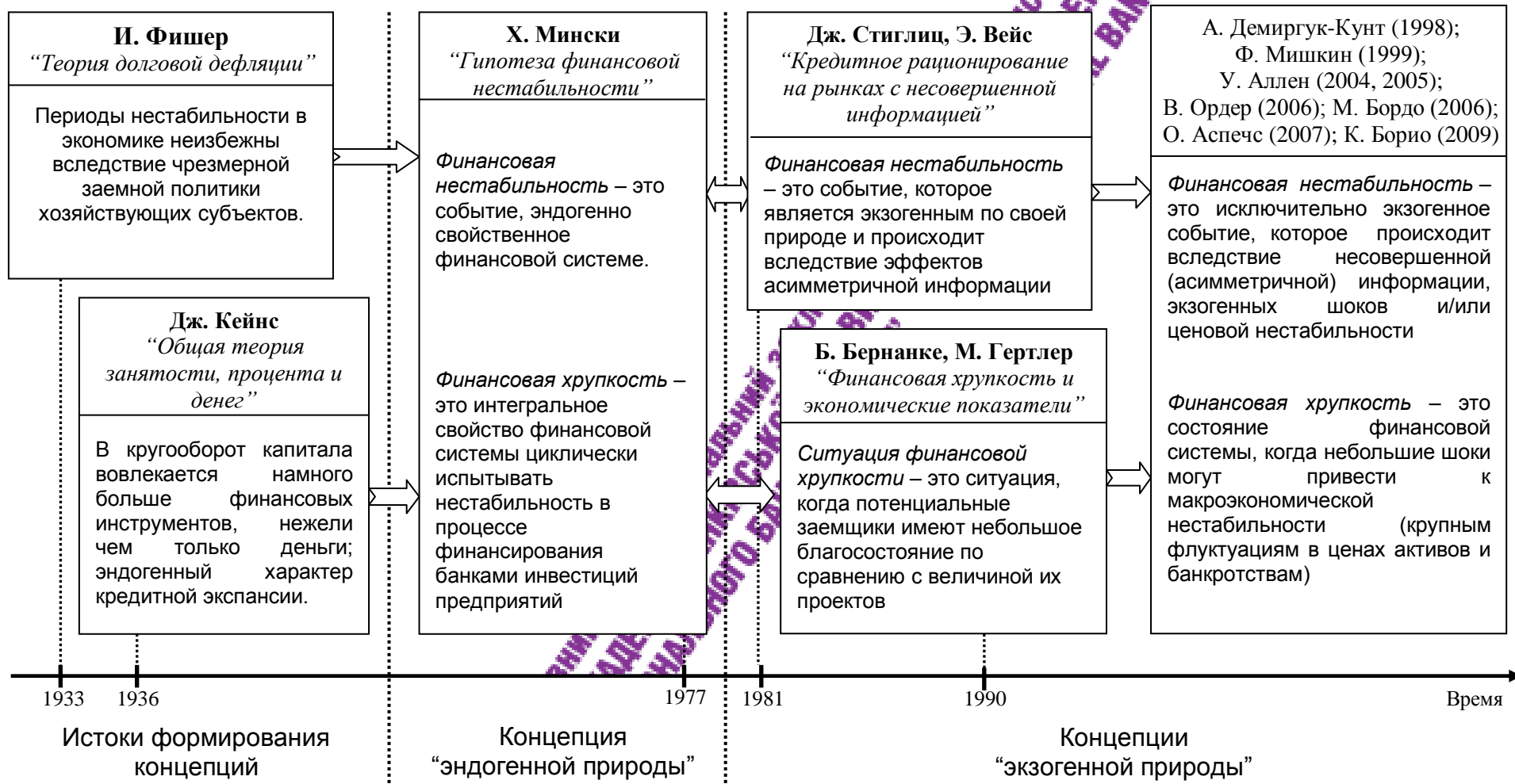


Рисунок 1.8 – Эволюция концепций “финансовая нестабильность” и “финансовая хрупкость”

Источник: собственная разработка.

Научные наработки Ирвинга Фишера и Джона Кейнса легли в основу “гипотезы финансовой нестабильности” Хаймана Мински, которая представляет собой теорию, объясняющую эндогенную природу финансовой нестабильности [11, 126]. По мнению Хаймана Мински, рыночная экономика эндогенно порождает финансовую структуру, которая, по своей природе подвержена финансовой нестабильности и финансовым кризисам. Развивая теорию Джона Кейнса относительно эндогенной природы денежной массы, Хайман Мински формализовал механизмы создания новых финансовых инструментов (операции РЕПО, секьюритизация и т.п. [127]) в процессе инвестиционной деятельности экономических агентов, т.е. акцентировал внимание на спекулятивных источниках в обеспечении растущей кредитной задолженности. Чем больше участников финансовых отношений, используют дополнительные заемные средства для рефинансирования своей деятельности в условиях снижения своей платежеспособности, тем выше вероятность наступления финансового кризиса и глубже его разрушительные эффекты. В то же самое время, эндогенное расширение “денег” в экономике снижает действенность денежно-кредитной политики центрального банка [128].

Анализируя последние научные исследования зарубежных ученых относительно интерпретации экономических категорий “финансовая стабильность” и “финансовая нестабильность”, можно выделить два научных подхода в их толковании:

а) ученые, которые формулируют и преимущественно используют в своих исследованиях категорию “финансовая нестабильность”;

б) ученые, которые формулируют и преимущественно используют в своих исследованиях категорию “финансовая стабильность”.

1. Определения финансовой нестабильности.

Американский экономист, профессор Фредерик Мишкин в работе “Глобальная финансовая нестабильность: структура, события, исходы” [129] показал, что *финансовая нестабильность происходит тогда, когда шоки и*

существующая асимметрия информации приводят к неспособности финансовой системы выполнять свою главную функцию трансформации сбережений в инвестиции. Особое место в данном определении отводится асимметрии информации, которая является, по мнению ученого, имманентным свойством функционирования финансовой системы [130]. Она проявляется в неполноте, неточности информации, которой владеют экономические агенты, и несет в себе моральный риск и риск неблагоприятного отбора (например, риск неблагоприятного отбора заемщика) [131-135].

Э. Дэвис определяет финансовую нестабильность как “повышенный риск финансового кризиса”, раскрывающийся в сбоях непрерывных процессов платежей и кредитования продуктивных инвестиций [136].

Р. Фергюсон описывает финансовую нестабильность, как “ситуацию, которая характеризуется:

- сильным отклонением цен финансовых активов от их реальной стоимости в отсутствие на то фундаментальных условий и/или

- существенной деформацией финансовых рынков, последующим кредитным сжатием на отечественном и, возможно, на международных рынках, что приводит:

- к значительному росту совокупных расходов относительно потенциального уровня производства” [137].

Точка зрения Р. Фергюсона в отношении процесса финансовой нестабильности отличается от вышерассмотренных точек зрения (Э. Дэвиса и Ф. Мишкина). Р. Фергюсон включает в понятие “финансовая нестабильность” отклонение цен по финансовым активам, а также наличие негативного эффекта, которую проецирует финансовая нестабильность на макроэкономические условия. Вместе с этим, данный ученый разделяет мнение Ф. Мишкина о наличии несовершенств на рынках, которые проявляются в наличии асимметрии информации, накопление которой приводит к неадекватной оценке

рисков, принятию неэффективных решений, сильному кредитному “плечу”, надуванию “пузырей”.

Д. Чант определяет финансовую нестабильность, как “условия, складывающиеся на финансовых рынках, которые через финансовую систему передают негативный импульс на производительность экономики” [138]. По мнению ученого, финансовая нестабильность может усиливаться через внутренние (присущие финансовой системе) и внешние шоки, которые усиливаются самой финансовой системой. Причем, экономическая категория “финансовая нестабильность” инкапсулирует ряд нестабильностей, варьируясь от банковских кризисов до сокращений на рынке капиталов. Соответственно, различные формы нестабильности воздействуют на различные элементы финансовой системы и отличаются по последствиям своего проявления. Точку зрения Д. Чанта разделяют А. Херреро и Р. Рио [139], связывая с финансовой нестабильностью банковские кризисы.

Ученые У. Аллен и Д. Вуд [140] интерпретируют финансовую нестабильность, как эпизодическое явление, когда множество участников рынка (домохозяйства, компании, правительство), имевшие ранее успешное развитие, непредвиденно испытывают финансовый кризис в силу наличия в экономике обратных негативных эффектов финансовой акселерации. Ученые называют этих участников “невинные свидетели”, хотя, в то же самое время, нельзя исключать того, что часть из них могли провоцировать усиление финансовых стрессов. Вместе с тем, в отличие от Д. Чанта ученые У. Аллен и Д. Вуд не рассматривают процессы формирования “пузырей” на активы.

II. Определения финансовой стабильности.

Известный британский банкир Эндрю Крокет [141] сформулировал финансовую стабильность, как “отсутствие нестабильности”, т.е. ситуацию, при которой функционирование экономики не сопровождается флуктуацией цен финансовых активов, а финансовые институты выполняют свои договорные обязательства. Исходя из этого, сильная волатильность цен финансовых

активов может рассматриваться как признак нестабильности. Также ученый утверждал, что признаком финансовой стабильности является устойчивое функционирование финансовой системы, которая не требует “посторонней помощи”.

В соответствии с подходом М. Фута [142], финансовая стабильность наблюдается тогда, когда:

- экономика характеризуется наличием монетарной стабильности (стабильности стоимости денег, поддержание инфляции на приемлемом уровне);
- в экономике формируется близкий к “природному” уровень занятости;
- в экономике есть доверие к операциям ключевых финансовых институций и рынков;
- в экономике отсутствуют относительные изменения цен реальных или финансовых активов, которые бы нарушили первые два условия.

Заметим, что данный подход к пониманию финансовой стабильности подчеркивает наличие монетарной стабильности как важной составляющей финансовой стабильности.

Т. Падо-Шиопа [143] формулируют финансовую стабильность как режим функционирования, когда финансовая система может противостоять шокам, абсорбируя при этом кумулятивные процессы, негативно воздействующие на трансформацию сбережений в инвестиции и осуществления платежей в экономике. Тем самым, Т. Падо-Шиопа указывает на способность финансовой системы “поглощать” шоки, в процессе реализации своих базовых функций в экономике.

Г. Шинази [121-122] акцентирует внимание на том, что финансовая стабильность связана не только с отсутствием кризисов. Финансовая система является стабильной, если она:

- облегчает эффективное распределение экономических ресурсов в пространстве и во времени, а также другие финансово-экономические процессы

(сбережение и инвестирование средств, кредитование и заимствование, образование и распределение ликвидности, формирование цен активов и, в конечном итоге, накопление богатства и рост производства);

- позволяет оценивать, котировать и распределять финансовые риски, осуществлять управление рисками;
- сохраняет способность выполнять эти важные функции даже перед лицом внешних потрясений или при усилении финансовых дисбалансов.

По мнению Г. Шинази, в силу постоянной динамики развития финансовой системы, что характерно и для ФСЭ, финансовая стабильность представляет собой не статическое состояние системы, а некий диапазон или континуум возможных переходов [121, с. 15]. На рис. 1.9 нами предложена интерпретация континуума финансовой стабильности Г. Шинази.



Рисунок 1.9 – Континуум финансовой стабильности

Источник: собственная разработка.

ФСЭ в процессе своего развития может переходить из состояния финансовой стабильности к нестабильному положению. Основными причинами этих переходов является накопление в ФСЭ финансовых дисбалансов и проявление экзогенных шоков. Как саморегулирующая система ФСЭ способен до некоторого уровня (критического порога) нейтрализовать (абсорбировать) эти дисбалансы и шоки. Вместе с этим, если величина накопленных ДФСЭ велика, то небольшой шок может вызвать дестабилизацию и вывести ФСЭ в поле нестабильности, в котором материализуются скрытые накопленные системные риски и резко возрастает вероятность проявления финансовых стрессов (кризисов).

К эндогенным причинам финансовой нестабильности Г. Шинази относит:

- для финансовых институций: финансовый риск, операционный, риск для правовой системы (целостности рынка), риск репутации, риск, связанный с деловой стратегией, риск, связанный с концентрацией активов, риск недостаточности капитала;
- для рынков: риск невыполнения обязательств контрагентами, несоответствие в ценах на активы, массовые сокращения на рынках (кредитов, ликвидности), эффект цепной реакции;
- для финансовой инфраструктуры: риск для систем расчетов и платежей, уязвимость (правовой системы, системы регулирования, системы бухгалтерского учета, системы надзора), подрыв доверия, эффект “домино”.

К экзогенным причинам финансовой нестабильности Г. Шинази относит макроэкономические нарушения (риск, связанный с экономической средой, диспропорции в политике), и события (стихийные бедствия, политические события, банкротство крупных предприятий).

С. Серна [144], как и Т. Падо-Шиопа, связывает финансовую стабильность с характеристикой финансовой системы, которая способна противостоять к неожиданным внутренним и внешним шокам.

Европейский центральный банк (ЕЦБ) [145] определяет финансовую стабильность: “как режим функционирования, при котором финансовая система, представляемая финансовыми посредниками, способна противостоять шокам и финансовым дисбалансам, тем самым снижая вероятность сбоев в процессах финансового посредничества, которые могут быть достаточно серьезными для того, чтобы значительно ухудшить распределение сбережений в инвестиции”.

Проанализировав существующие подходы, выделим функциональные различия в толковании экономических категорий “финансовая стабильность” и “финансовая нестабильность”. Учитывая тот факт, что понятие “финансовая стабильность” рассматривалась как противоположность дефиниции “финансовой нестабильности”, покажем функциональные различия на примере финансовой стабильности (рис. 1.10).



Рисунок 1.10 – Научные подходы в толковании экономической категории “финансовая стабильность”

Источник: собственная разработка.

В научных работах отечественных ученых категории “финансовая стабильность” и “финансовая нестабильность” также находят свое выражение. В частности, А. Барановский [151, с. 78] определяет стабильность банковской системы, “как способность... противостоять внешним и внутренним воздействиям, сохраняя устойчивое равновесие и надежность”

По мнению Т. Унковской, “финансовая стабильность... – это такой режим функционирования экономики, когда а) она пребывает в динамическом состоянии равновесия или б) в случае экзогенных или эндогенных шоков ее отклонение от равновесия находится в заданных границах, и она способна вернуться в режим финансового равновесия” [152, с. 73]

О. Снижко [153], придерживаясь точки зрения ряда зарубежных ученых (А. Хоубен и др. [146], С. Остерло [153]), как и Г. Шинази выражает финансовую нестабильность через континуум ее возможных переходов: колебания в сбалансированной финансовой системе, локальная нестабильность, системная финансовая нестабильность, системный финансовый кризис.

В финансово-экономическом словаре А. Загороднего, Г. Вознюка финансовая стабильность интерпретируется, как “устойчивое динамичное развитие финансово-кредитной системы государства при отсутствии значительных финансовых диспропорций”, характерными признаками которой являются: доверие граждан к финансово-кредитной системе; устойчивость национальной валюты; упорядоченность государственных финансов при отсутствии бюджетного дефицита (или с незначительным его уровнем); низкий уровень инфляции; незначительные объемы оттока капитала за границу; благоприятный инвестиционный климат и другие [155].

В. Коваленко дает определение финансовой стабильности банковской системы, под которой понимает “меру полноты и качества решения задачи, поставленной перед банковской системой, выполнения ей своей миссии, что обеспечивает достижение позитивного финансового результата” [156, с. 4].

Представитель Национального банка Беларуси, П. Каллуар, рассматривает категорию “финансовая стабильность”, как “стабильность банков и небанковских финансовых посредников, финансовых рынков и платежной инфраструктуры, то есть всей финансовой системы государства”. Ученый отмечает, что “это не одномоментное состояние финансовой системы, а характеристика ее способностей эффективно функционировать на протяжении длительного времени, поддерживая равновесие и сохраняя свою структуру” [157, с. 4].

Российский экономист Я. Миркин рассматривает финансовую стабильность, как “отсутствие резко выраженных финансовых диспропорций, финансовых шоков и паник в финансово-банковской сфере при динамичном финансовом развитии. Финансовая стабильность характеризуется доверием публики к финансово-банковской системе, устойчивостью национальной валюты, хорошим состоянием государственных финансов, отсутствием значительных утечек капитала в другие страны (бегство капитала из страны), эффективным перераспределением свободных финансовых ресурсов на производительные цели через динамично развивающуюся систему финансовых рынков” [158, с. 179].

Такие ученые, как А. Баходдин [159], Л. Стрельбицкая [160], В. Козюк [161], Ц. Огонь [162] интерпретируют экономическую категорию “финансовая стабильность” через призму детерминант финансовой стабильности. Кроме этого, заслуживают внимания ряд работ отечественных ученых, в которых проведена систематизация научно-методических подходов в толковании экономических категорий “финансовая стабильность” и “финансовая нестабильность” [163-166].

Таким образом, отечественные ученые в интерпретации финансовой стабильности близки системному подходу. Во многих работах указывается, что понятие “финансовая стабильность” связана со способностью финансовой системы (в частности, группы финансовых институций, рынков) сохранять

динамическое равновесие, противостоять финансовым дисбалансам и шокам. На основе вышеизложенного мы предлагаем рассматривать *финансовую стабильность ФСЭ как такое состояние, которое позволяет ФСЭ непрерывно в течение определенного периода реализовывать свои основные функции: распределительную, информационную, расчетно-платежную, управления риском (в данном случае ФСЭ находится в состоянии динамического равновесия).*

По нашему мнению, наряду с понятием “финансовая нестабильность” дефиниция “финансовые дисбалансы” тесно связана с такими экономическими категориями как “финансовая устойчивость” и “финансовая хрупкость”.

Среди научных работ зарубежных ученых используется понятие “устойчивость финансовой системы” (*“financial system soundness”*), которое употребляется чисто в практических целях, а именно, для количественной оценки устойчивости функционирования ФСЭ [150, с. 7]. В связи с этим, под эгидой Международного валютного фонда (МВФ) и Мирового банка (МБ) с 1999 года реализуется совместная с национальными регуляторами развитых и развивающихся стран программа оценки ФСЭ (*“Financial System Assessment Programm” – “FSAP”*). В ней предлагается национальным регуляторам периодически оценивать устойчивость ФСЭ с использованием индикаторов финансовой устойчивости (*“Financial Soundness Indicators” – “FSI”*) [4].

Обратим внимание, что в научных работах отечественных ученых, понятие “финансовая устойчивость” используется достаточно часто, но при этом, существуют различные точки зрения в отношении его сущности. В частности, С. Мищенко указывает на дуализм в использовании термина “устойчивость”. Понятие “устойчивость” может относиться, как к микроуровню (для анализа отдельных элементов финансовой системы / финансовых институций), так и к макроуровню (для анализа ФСЭ в целом) [167].

В то же самое время, в коллективной работе специалистов Центра национальных исследований НБУ “Организационно-методические подходы

внедрения НБУ системы оценки устойчивости финансовой системы” [168] различие между понятием “финансовая стабильность” и “финансовая устойчивость” не производится. Взамен этого, в процедуре расчета индикаторов финансовой устойчивости предлагается использовать данные экономические категории как синонимы [168, с. 6].

В. Зинченко связывает понятие “устойчивость” непосредственно с функционированием банковской системы. Под устойчивостью ученый предлагает понимать состояние банковской системы, при котором реализуется сущность, роль, основные ее функции и способность банковской системы восстанавливаться после финансовых стрессов [169, с. 86].

Ж. Довгань, системно исследуя устойчивость банковской системы, подчеркивает, что “финансово устойчивой может считаться только та банковская система, которая в полном объеме выполняет все свои функции без исключения и благоприятствует при этом повышению эффективности экономики [170, с. 12].

И. Ларионова разделяет точку зрения Ю. Даса, М. Квинтина и К. Шенар на предмет того, что понятие “стабильность” по смыслу шире понятия “устойчивости” [171]. Г. Мельник рассматривает “устойчивость”, как “способность удерживать равновесие...и как стабильность, то есть способность не изменяться или поддерживать определенные (устойчивые) темпы движения (развития)” [172, с. 413]. И. Макаренко, отмечает, что “устойчивость” определяется, в первую очередь, внутренними факторами, а “стабильность” - внешними [37, с. 6].

По мнению Е. Крухмаль, “устойчивость является понятием, которое обращено не на статику, а на движение, развитие. Устойчивость как основа развития базируется на стабильности, способности противостоять внутреннему и внешнему влиянию” [173, с.21].

Т. Ткаченко, исследуя устойчивость и стабильность страхового сектора, рассматривает финансовую устойчивость как некоторое состояние (в

краткосрочном периоде времени) участника экономических отношений, которое обеспечивает стабильность развития. Понятие же “финансовая стабильность”, по мнению ученого, предполагает “стабильность, устойчивость функционирования страховой компании на протяжении продолжительного периода времени в условиях постоянно изменяющихся...реальных состояний, для каждого из которых характерен определенный уровень финансовой устойчивости” [174, с. 210].

Помимо рассмотренных точек зрения в отношении сущности категории “финансовая устойчивость”, заслуживают внимания работы отечественных ученых, в которых данная категория использовалась в практической плоскости [175-179].

Обобщая вышесказанное, необходимо подчеркнуть то, что прослеживается, практически, во всех работах *квинтэссенцией финансовой устойчивости является способность ФСЭ противостоять эндогенным и экзогенным шокам (ФСЭ стремится к равновесию).*

В зарубежной научной литературе, наряду с широким употреблением понятий “финансовая стабильность” и “финансовая нестабильность” используется также категория “финансовая хрупкость”, которая также тесно связана с экономической категорией “финансовые дисбалансы”. Дело в том, что накопление финансовых дисбалансов может вызвать в экономике системную финансовую хрупкость. Наиболее распространенные подходы в толковании финансовой хрупкости представлены в таблице 1.2.

Анализ научных подходов позволил выделить ряд особенностей категории “финансовая хрупкость”:

1. Финансовая хрупкость – это имманентная характеристика функционирования ФСЭ (как подсистемы экономики), проявляющаяся в период значительных финансовых диспропорций, когда совокупность финансовых институций, имеют существенные экспозиции к материализации (системных) рисков.

Таблица 1.2 – Толкования понятия “финансовая хрупкость”

Финансовая хрупкость как экономическая категория	Автор (год)
Финансовая хрупкость – это ситуация, в которой потенциальные заемщики (имеющие большой доступ к продуктивным инвестиционным проектам или которые имеют превосходные предпринимательские способности) имеют низкий уровень благосостояния по отношению к размерам своих проектов	Б. Бернанке, М. Гертлер (1990) [180]
Финансовая хрупкость связана с уязвимостью (или вероятностью) кризиса в банковском секторе	А. Демгук-Кунт, Э. Детреджиеч (1998) [181]
Равновесие в экономике хрупко: небольшое изменение параметра ... может оказать непропорционально большое влияние на процентные ставки и рыночную структуру	В. Одер (2006) [182]
Финансовая хрупкость – это вероятность банковского кризиса или вероятность существенной финансовой волатильности	Н. Лоэйза, Р. Рэнкир (2006) [183]
Финансовая хрупкость – это ситуации, когда финансовая система имеет значительные экспозиции (подвергается) вероятным (возможным) рискам.	М. Кихек (2006) [184]
Финансовая хрупкость – это форма финансовой нестабильности, которая характеризуется комбинацией вероятности дефолтов и низкими доходами домохозяйств-заемщиков и банков	О. Аспечс, Ч. Гудхарт, Д. Цомокос, Л. Зиккино (2007) [185]

Источник: составлено автором.

2. По экономическому содержанию категория “финансовая хрупкость” близко к категории “финансовая устойчивость”: на каждом временном интервале функционирования ФСЭ низкая степень финансовой хрупкости повышает устойчивость ФСЭ к шокам.

3. Финансовая хрупкость, как и финансовая устойчивость, может быть количественно оценена. Например, в случае, если стресс-тестирование ФСЭ по индикаторам финансовой устойчивости выявит значительную экспозицию ФСЭ к рискам, то это будет свидетельствовать о его высокой финансовой хрупкости.

4. ФСЭ в определенный момент времени может быть охарактеризован как финансово хрупкий, однако, это не является достаточным условием для наступления финансового кризиса. Чем выше степень финансовой хрупкости, тем более высокие экспозиции ФСЭ имеет к внутренним и внешним

воздействиям. Если эти шоки будут незначительными (некритическими и кратковременными), то ФСЭ может продолжать функционировать без сильных финансовых стрессов. В связи с этими обстоятельствами повышается роль национальных регуляторов, которые в процессе мониторинга ФСЭ должны оперативно реагировать на существенные снижения его финансовой устойчивости (увеличение финансовой хрупкости).

Подытоживая вышесказанное, отметим, что *финансовая хрупкость ФСЭ - это его имманентное свойство дестабилизироваться (ФСЭ имеет потенциальную склонность к выходу из состояния динамического равновесия).*

В соответствии с научным подходом Г. Шинази переход ФСЭ из стабильного состояния (динамического равновесия) к нестабильному происходит в силу эндогенного накопления финансовых диспропорций и влияния экзогенных шоков. При этом, как это было отмечено ранее, в процессе накопления финансовых диспропорций увеличиваются экспозиции ФСЭ к материализации системных финансовых рисков.

В финансово-экономическом словаре А. Загороднего, Г. Вознюка понятие “дисбаланс” (от лат. префикса “dis” - потеря, лишение и франц. “balance” - весы, равновесие) раскрывается как несбалансированность, неуравновешенность [155]. В англо-украинском словаре Н. Балла “дисбаланс” также определяется как 1) отсутствие равновесия; неустойчивость, непостоянство; 2) несоответствие; 3) нарушение равновесия [186].

Драйвером перехода из состояния финансовой стабильности в континуум финансовой нестабильности является *дисбаланс в финансовом секторе экономики (ДФСЕ), который предлагаем понимать, как обусловленную экзогенными (регуляторными, технологическими, рыночными и т.п.) и / или эндогенными (процессами самоорганизации и самоусложнение ФСЭ) импульсами диспропорцию по объемам, срокам, источникам привлечения / размещения финансовых ресурсов, которая приводит к спекулятивному росту цен активов и уровня системных финансовых рисков.*

Необходимо отметить, что в зарубежных научных исследованиях широкое распространение получило понятие “финансовые дисбалансы” (*financial imbalances*). К. Борио и У. Уайт интерпретируют “финансовые дисбалансы” как “перенапряжение” (“overextension”) в балансовых отчетах в период бумов в результате (существенного) изменения цен активов и внешнего финансирования, что может привести к снижению устойчивости экономического роста [187, с. 1].

В то же самое время, ученые обращают внимание на употребление более узкого по смысловому значению понятия “пузырь” (*bubble*), который представляет собой существенное отклонение цен активов от их фундаментальной стоимости [188]. Категория “финансовый дисбаланс” в этом аспекте шире по экономическому содержанию понятия “пузырь” в виду того, что финансовые дисбалансы тесно связаны с реальной экономикой.

Мы предлагаем выделить отличия между понятием “дисбаланс в финансовом секторе экономики” и “финансовый дисбаланс” по целому ряду критериев:

- причины формирования: для финансового дисбаланса – преимущественно экзогенные шоки, для ДФСЭ – экзогенные и эндогенные шоки;
- сфера возникновения: для финансового дисбаланса – отдельная финансовое учреждение, совокупность финансовых институтов, государственные финансы, финансовая система и т.д., а для ДФСЭ – ФСЭ;
- учет ценовых диспропорций: при трактовке финансовых дисбалансов – учет диспропорций цен на реальные и финансовые активы, а при определении ДФСЭ – на финансовые активы;
- средства уменьшения: для финансового дисбаланса – все инструменты государственного регулирования экономики, а для ДФСЭ – преимущественно инструментарий монетарного и макропруденциальных регулирования.

Одной из фундаментальных теорий, раскрывающей процесс “перенапряжения” балансов и увеличения финансовой хрупкости, по нашему мнению, остается теория финансовой нестабильности Хаймана Мински. В соответствии с положениями теории хозяйствующие субъекты в процессе своей деятельности финансируют инвестиции за счет внутренних и внешних источников. При этом, приток и отток денежных средств, связанный с финансированием деятельности и обслуживания кредитной задолженности, можно показать в виде балансового уравнения, (рис. 1.12).

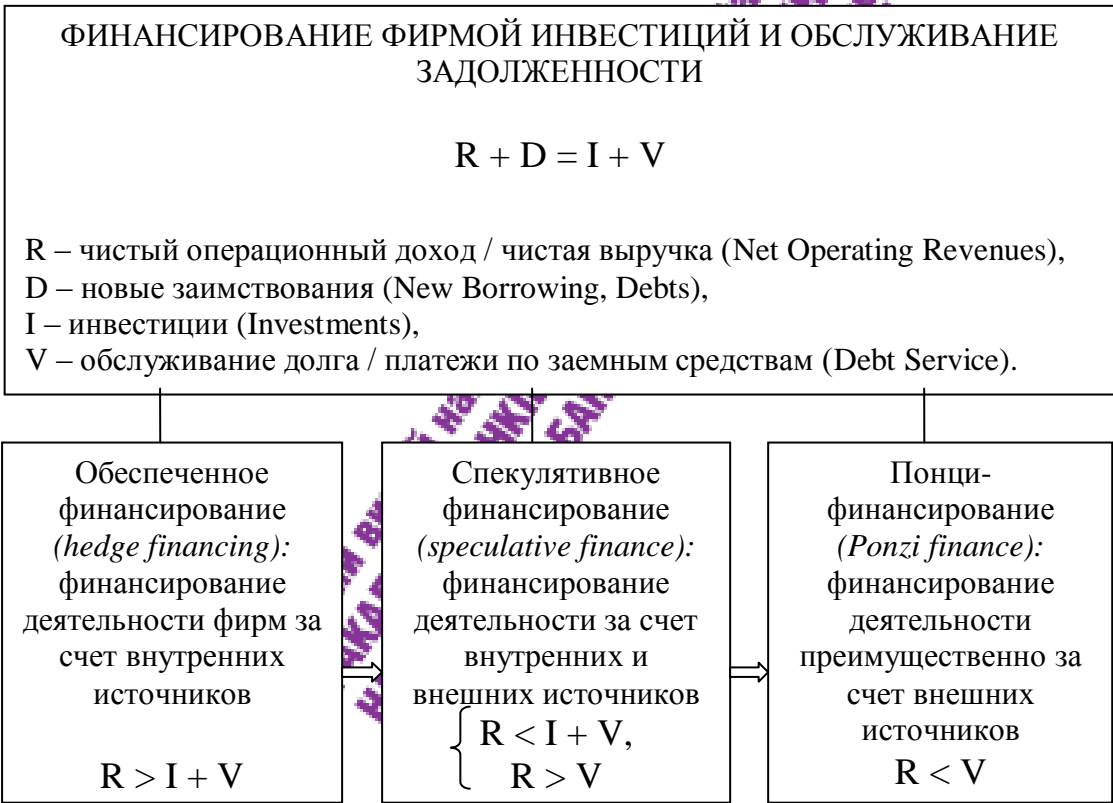


Рисунок 1.11 – Режимы финансирования фирмой инвестиций

Источник: разработано на основе [189].

Системное увеличение финансовых диспропорций связано у Хаймана Мински с увеличением в экономике финансового рычага и роста доли экономических агентов, которые все в меньшей степени могут обслуживать

свою кредитную задолженность. В связи с этим, ученый выделил три режима финансирования инвестиций:

1) “Обеспеченное” финансирование (“*hedge financing*”). При обеспеченном финансировании фирмы обслуживают свою задолженность и проценты преимущественно за счет внутренних финансовых ресурсов, главным образом, за счет валового дохода. Такая финансовая политика обычно производится на фазе оживления экономики и объясняется тем, что “в памяти” экономических субъектов еще свежи воспоминания о недавней депрессии, то есть риски кредитоспособности заемщиков для банков остаются пока еще высокими.

2) “Спекулятивное” финансирование (“*speculative finance*”). Со временем, на фазе экономического роста, восприятие рисков по отношению к кредитоспособности заемщиков снижаются, и финансовые институции (у Мински, это, главным образом, банки) начинают кредитовать фирмы, увеличивая постепенно в экономике кредитное “плечо”. На фазе стабилизации экономического роста и в условиях сильной конкуренции на рынке, дальнейшее расширение деловой активности фирм требует новых финансовых вливаний капитала. При этом, в условиях замедления и/или падения операционной прибыли фирмы сталкиваются с проблемой сохранения своих рыночных позиций. Операционной прибыли хватает, лишь, на обслуживание своей кредитной задолженности. Однако, в условиях всеобщей “эйфории” экономического роста, увеличения рыночной стоимости активов, часть из которых представляют собой объекты кредитного обеспечения (залога), банки находят возможности дополнительно прокредитовать такие фирмы, продвигая на рынок финансовые инновации (кредитные линии, овердрафты, операции РЕПО, секьюритизация активов и т.п.).

3) “Понци-финансирование” (“*Ponzi finance*”). В условиях дальнейшей стабилизации цен, все большее количество экономических агентов может сталкиваться с проблемой ликвидности, когда операционного дохода не хватает на обслуживание кредитной задолженности и расширения производства.

Фирмы, имеющие высокую кредитную задолженность, продолжают изыскивать возможности в рефинансировании, но уже под более высокие банковские проценты. В экономике увеличивается финансовый леверидж, что повышает эластичность фирм к колебанию процентных ставок. В этом случае, дефицит денежных покрывается ликвидацией рыночных позиций, что выражается в продаже активов. Это, в свою очередь, приводит к долговой дефляции и к снижению чистой стоимости фирм. Если количество фирм с высокой долей необеспеченного финансирования увеличивается, то в ФСЭ возрастает финансовая хрупкость, формируются условия для возникновения финансовых кризисов. Чем больше накопленные финансовые диспропорции, тем выше финансовая хрупкость (подверженность ФСЭ к материализации системных рисков) и тем выше вероятность того, что в случае неблагоприятного влияния шока (например, оттока капитала из страны), финансовая система испытает серьезный кризис.

Среди отечественных ученых, интерпретация экономической категории “финансовые дисбалансы” близка по смысловому значению к подходам зарубежных ученых. В частности, В. Козюк определяет “финансовые дисбалансы” как существенное отклонение динамики финансовых агрегатов (капитализация рынка различных финансовых инструментов) от их исторической траектории [161, с. 38; 190, с. 331]. О. Снижко характеризует “финансовые дисбалансы” как процессы “перепроизводства или недопроизводства финансовых инструментов и услуг на отдельных рыночных сегментах, завышения оценки балансов участников финансовой системы, случаях роста волатильности на отдельных финансовых рынках (ценовые “пузыри”) и т.д.” [154, с. 31].

В коллективной монографии “Устойчивость финансовых рынков Украины и механизмы ее обеспечения” под общей редакцией А. Барановского [191], формализованы дисбалансы банковского сектора Украины в докризисный период времени, которые, по мнению авторов, проявились [191, с. 231-232]:

- в разрывах между обязательствами и кредитной базой банков;
- в превалировании краткосрочных обязательств в структуре ресурсной базы и долгосрочных кредитов в структуре активов;
- в валютных дисбалансах, в частности, в соотношениях кредитов и депозитов в иностранной валюте;
- в существенных разрывах между приростом кредитования и изменением реального ВВП;
- в несоответствиях между динамикой предоставленных кредитов и уровнем номинального дохода населения;
- в высоких темпах ежегодного прироста кредитования частного сектора экономики.

Принимая во внимание вышеописанные процессы, которые формализуют ДФСЭ [192-193] и учитывая тот факт, что финансовая система Украины имеет банкоцентричный характер [194], мы предлагаем следующую классификацию ДФСЭ (рис. 1.12). Анализируя экономическую сущность ДФСЭ, проявляющуюся через разрывы в привлекаемых и размещаемых финансовых ресурсах, сформулируем ряд замечаний:

1) Для разграничения типов дисбалансов ликвидности (их коэффициентной расчетной базы) выделим их подвиды: *дисбаланс стратегической ликвидности* (разрывы между величиной предоставленных кредитов и объемами привлеченных депозитов) и *дисбаланс долгосрочной ликвидности* (разрывы между величиной предоставленных долгосрочных кредитов и величиной долгосрочных депозитов).

2) В виду отсутствия наличия статистики по небанковским финансовым учреждениям по *финансовым кредитам, займам и привлеченным средствам* с детализацией по срокам, произведем консолидацию имеющихся статистических данных, а также агрегируем их на уровне дисбаланса стратегической ликвидности и кредитного дисбаланса (рис. 1.12).



*для банков – объем депозитов, для финансовых компаний – привлекаемых средств учредителей управления имуществом с целью финансирования строительства жилья; для кредитных союзов – взносы членов кредитных союзов на депозитные счета; для ломбардов – величина средств, принятых под залог.

**величина банковских кредитов и финансовых кредитов и займов небанковских финансовых учреждений.

Рисунок 1.12 – Классификация ДФСЭ

Источник: собственная разработка.

Поддержание финансовой стабильности в национальной экономике формирует объективные условия для имплементации постоянного мониторинга за процессами накопления ДФСЭ, что, в свою очередь, предполагает разработку эффективной системы их выявления и регулирования на основе научно обоснованных принципах.

1.3 Экономическая природа формирования дисбалансов в финансовом секторе экономики: теоретические обобщения и опыт Украины

Мировой финансово-экономический кризис 2007-2008 гг. свидетельствует о том, что самоорганизующийся ФСЭ способен усиливать экономические колебания и может выводить экономику из состояния динамического равновесия, вызывая системные кризисы. Достижение же ценовой и финансовой стабильности в экономике предполагает разработку адекватных инструментов регулирования ДФСЭ. По мнению ряда зарубежных ученых (А. Муеллера [195], К. Борио [196-197], Д. Джердесмейера [198], Д. Хардинга [199], С. Классенса [200]), ДФСЭ формируются и проявляются с периодичностью, которая соизмерима с периодичностью финансовых циклов. Понимание сущности финансовых циклов, по нашему мнению, позволит разработать соответствующий инструментарий выявления, анализа и ДФСЭ Украины.

В первую очередь, необходимо обратить внимание на то, что в научном сообществе отсутствует консенсус относительно подхода к определению финансового цикла и его детерминант. В основном, понятие финансового цикла связывается с популярной концепцией “процикличности” финансовой системы. По мнению заместителя директора монетарно-экономического департамента Банка международных расчетов Клаудио Борио [197], финансовый цикл представляет собой последовательное быстрое расширение объемов кредитования и повышения цен активов, часто сопровождающиеся более мягкими условиями (ценовыми и неценовыми) для внешнего финансирования предприятий, которое через определенное время сменяется кредитным сжатием и падением цен на активы с продуцированием финансовых стрессов. Данный подход к определению финансового цикла вполне соответствует концепции финансовых дисбалансов. [197, с. 5] и понятию ДФСЭ. Можно сформулировать, что финансовый цикл – это самопродуцирующиеся

взаимосвязи наших представлений о ценности активов, рисках, финансовых ограничениях, которые приводят к буму, а затем к падению рынков [201, с. 8].

Следует подчеркнуть, что каждой фазе финансового цикла (начало роста, расширение (экспансия), бум, спад) у участников финансовых отношений меняется склонность к рискам: на фазе экспансии и бума риски, как правило, недооценены, а в период спадов и возобновления роста – переоценены. Такое положение вещей формирует неравномерность распределения этих рисков во времени, по финансовым операциям, по контрагентам и может приводить к накоплению дисбалансов и материализации системных финансовых рисков.

Для лучшего понимания природы ДФСЭ, рассмотрим на реальных примерах особенности развития финансовых циклов, которые имеют отличительные характеристики.

1. Финансовый цикл, в самой простой форме, выражается в категориях кредита и цен на недвижимость. Кредит и цены на недвижимость тесно взаимосвязаны между собой в виду того, что, как правило, финансирование строительства и приобретение имущества осуществляется с привлечением кредитных средств. В связи с этим обстоятельством, кредит и цены на недвижимость имеют схожую динамику флуктуаций. Причем, их колебания отличаются большей синхронностью по сравнению с динамикой цен акций.

Вместе с тем, необходимо указать на наличие в экономической литературе альтернативных подходов к определению финансового цикла:

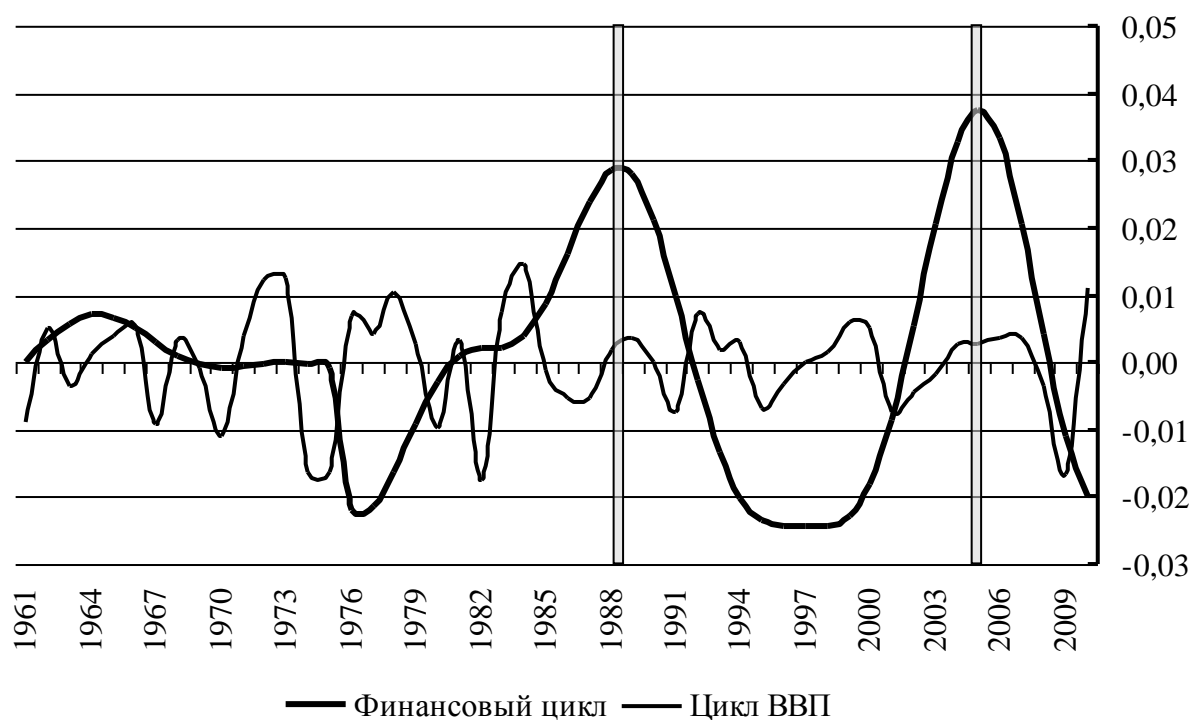
– финансовый цикл рассматривается только через призму кредитного цикла (М. Шуларик и др. [202], Д. Айкман и др. [203], О. Хорда и др. [204]);

– финансовый цикл рассматривается через комплекс финансовых переменных: процентные ставки, волатильность, премия за риск, уровень дефолтов, неработающие кредиты и т.п. (В. Инглиш и др. [205], Т. Нг [206]);

– финансовый цикл описывается кредитным циклом и ценами активов (С. Клаессенс и др. [200]).

II. Финансовый цикл имеет намного меньшую частоту колебаний по сравнению с экономическим циклом. Так, в работе Матиаса Дремана [207], была проанализирована экономика ряда промышленно развитых стран (Австралии, Германии, Великобритании, Японии, Норвегии, Швеции, США) за последние 50 лет. По результатам анализа было выявлено, что продолжительность экономического цикла варьируется, в среднем, от 1 года до 8 лет, а дюрация финансового цикла составляет, примерно, 16 лет.

Основываясь на научном подходе Матиаса Дремана [207] мы провели расчет экономического и финансового цикла для экономики США (рис. 1.13).



Примечания: Серыми вертикальными полосами показаны пиковые (максимальные) значения финансового цикла.

Рисунок 1.13 – Финансовый и экономический цикл в США

Источник: собственные расчеты на основе [207]

Методические аспекты выделения финансового цикла заключались в выполнении следующих операций:

1. Были подготовлены статистические данные по показателям-измерителям финансового цикла: темпу роста кредита, предоставленного в частный сектор экономики (*“credit ratio”*), соотношению “Кредиты/ВВП” (*“credit-to-GDP”*), индексу цен на жилую недвижимость (*“property price index”*). Все статистические данные, участвующие в расчете данных показателей были логарифмированы и взяты в реальном выражении (использовался дефлятор ВВП).

2. Выделены циклические составляющие по выше указанным кредитным агрегатам и индексу цен активов на основе применения частотного фильтра Кристиано-Фицджеральдо (*“Christiano-Fitzgerald filter”*) с фиксированным диапазоном дюрации (от 8 до 30 лет).

3. Рассчитаны временные серии финансового цикла как средняя величина от значений циклических составляющих кредитных агрегатов и индекса цен активов.

Аналогичные операции были проведены и по показателю динамики ВВП, за исключением третьего этапа. На третьем этапе циклическая составляющая в динамике реального ВВП была выделена с использованием частотного фильтра с фиксацией его дюрации от 1 до 8 лет.

Анализ графического материала позволяет визуально выделить четкие различия между дюрацией финансового цикла и дюрацией экономического цикла. Несмотря на то, что финансовый цикл со временем “сжимается”, его частота колебаний остается меньшей частоты колебаний экономического цикла: фаза сокращения в экономическом цикле занимает около года, а в финансовом – она длится несколько лет.

В таблице 1.3 эта асинхронность показана через среднюю амплитуду и длину рецессий (экономический цикл был оценен на основе метода “поворотных точек” Брай-Бошана [208]) по соответствующим фазам роста и спада финансового цикла.

Анализ таблицы 1.3 позволили сформулировать следующие выводы:

1. Экономика испытывает более глубокие рецессии, когда фазы экономических рецессий совпадают с фазами сокращения финансового цикла. Магнитуда колебаний в эти периоды времени весьма значительная: на фазе спада финансового цикла реальный ВВП испытывает снижение на 50% больше по сравнению с фазой улучшения финансовых условий (-3,4 % против -2,2%). Причем, как показали результаты анализа, продолжительность рецессий в этом случае, в среднем, на один квартал длиннее продолжительности спада финансового цикла.

Таблица 1.3 – Фазы сокращения экономического цикла и фазы финансового цикла

	1960-2011 гг.		До 1985 г.		После 1985 года		Сокращения	
	Рост	Спад	Рост	Спад	Рост	Спад	без кризиса	с кризисом
Амплитуда колебаний реального ВВП (проценты)	-2,2	-3,4	-2,4	-2,5	-1,8	-3,6	-3,0	-3,7
Длина (кварталы)	3,5	4,3	3,5	3,2	3,5	4,6	3,9	4,6
Количество зафиксированных событий	17	21	13	5	4	16	9	12

Источник: составлено на основе [207, с. 26].

2. Финансовая либерализация смягчила экономические спады, приходящиеся на фазу роста финансового цикла, и усилила амплитуду колебаний экономического цикла в период спада финансового цикла. В частности, после 1985 года снижение реального ВВП, приходящееся на фазу роста финансового цикла, сократилось, в среднем, с 2,4% до 1,8%. В то же самое время, при ухудшении финансовых условий, рецессии стали более затяжными (4,6 квартала против 3,2 кварталов) и глубокими (3,6% против 2,4%).

3. Глубина экономических рецессий была обусловлена не только банковскими кризисами, которые, как было показано выше, тесно связаны с достижением пиковых (максимальных) значений финансового цикла. Так, в условиях отсутствия банковских кризисов, на фазе роста финансового цикла темпы снижения реального ВВП увеличилось, в среднем, с 2,2% до 3%. Вместе с тем, когда рецессия накладывалась на фазу спада финансового цикла (с продуцированием банковских кризисов), величина снижения реального ВВП, в среднем, находилась на уже отметке 4%.

III. Пики финансовых циклов ассоциируются с системными банковскими (финансовыми) кризисами. Как было показано на рисунке 1.13 (серые вертикальные полосы), финансовые кризисы следуют после пиковых значений финансового цикла. В таблице 1.4 показаны квартальные расстояния между пиковыми значениями финансового цикла и финансовыми кризисами в привязке к контрольным датам.

Таблица 1.4 – Финансовые кризисы и пики финансовых циклов

Страна	Дата	Время до ближайшего кризиса или пика (кварталы)		Дюрация ² (кварталы)
		кризисы	пик ¹	
Великобритания	2009 г., I квартал	-6	5	72
Швеция	2009 г., I квартал	-2	4	75
США	2007 г., III квартал	0	0	68
Япония	1992 г., II квартал	2	-3	74
Великобритания	1991 г., I квартал	-3	-2	69
Австралия	1990 г., III квартал	-3	-2	-
США	1990 г., III квартал	-2	-5	44
Швеция	1990 г., II квартал	5	3	38
Норвегия	1989 г., II квартал	5	-2	53
Великобритания	1973 г., IV квартал	0	0	-

Примечания: ¹на основе фильтра Кристиано-Фицджеральдо; ²количество кварталов после предыдущего пика финансового цикла.

Источник: [207, с. 23].

Анализ табличных данных подтверждает предположение о том, что пиковые значения финансовых циклов, обычно, предшествуют началу системных банковских (финансовых) кризисов. Особенно четко эта тенденция

прослеживается после финансовой либерализации (после 1985 года). Средняя величина дюрации финансового цикла по всем анализируемым странам, составила, приблизительно, 16 лет (64 квартала). В то же самое время, около четверти из всех пиков финансовых циклов не имело серьезных последствий (банковских кризисов) для финансовой системы таких стран, как Германия (1998 г.), Австралия и Норвегия (2009 г.).

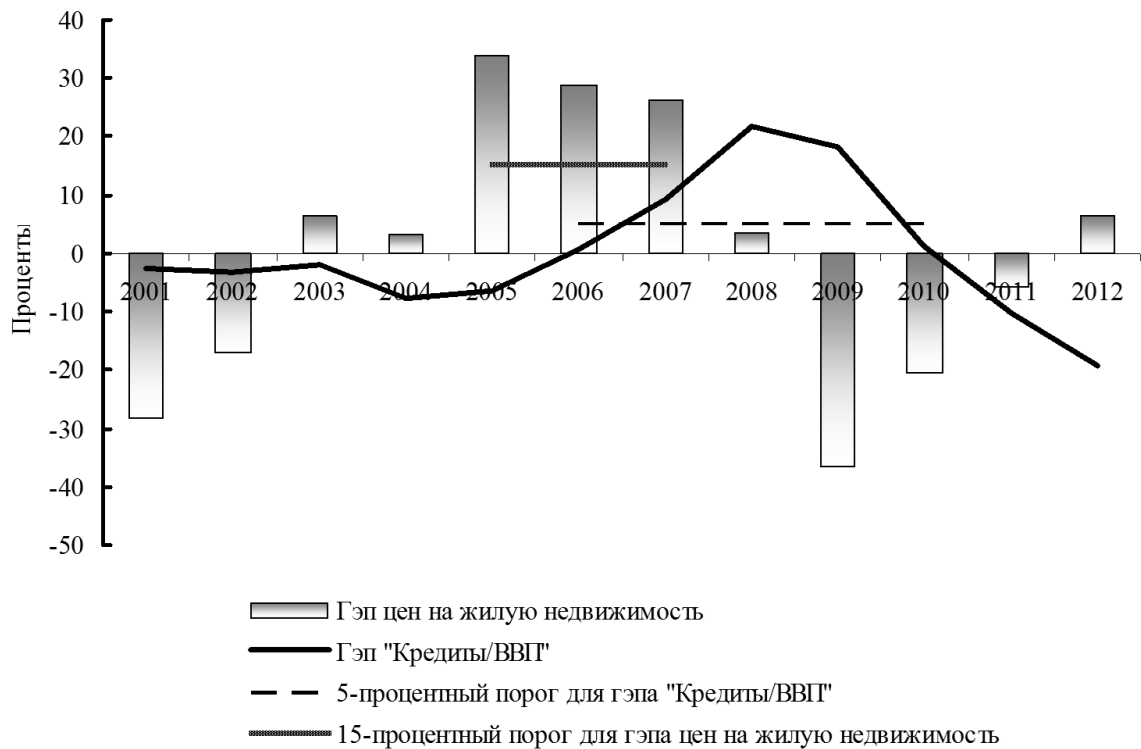
В Германии и Норвегии в эти периоды времени кредитный цикл и динамика цен на недвижимость имели асинхронные флуктуации: изменение цен на недвижимость, как правило, происходило раньше кредитного сжатия. В связи с этим, дюрация между пиком роста кредита и цен на недвижимость была выше, по сравнению с другими анализируемыми странами, и составила, в среднем, 4-5 лет. Отчасти, эти исключения из выявленных закономерных последовательностей “пик-кризис” объясняется тем, что банковская система Германии (с исторически сложившейся системой кооперативных банков) в начале 2000-х годов была под пристальным контролем надзорных органов после момента объединения Восточной и Западной Германии. Власти Норвегии и Австралии в 2009 году предприняли стабилизационные мероприятия. Так, в Норвегии интервенции в капитал 28 крупных банков страны составили 4,1 млрд. крон.

IV. Финансовый цикл позволяет заблаговременно выявлять риски наступления финансовых стрессов. Наиболее устойчивые показатели, информирующие о предстоящих кризисах, являются: соотношение кредитов к ВВП и цены активов (особенно, цены на недвижимость). Считается, что существенное и одновременное отклонение фактических значений по этим двум показателям от их ожидаемых величин повышает вероятность наступления финансовых стрессов.

Для экономики Украины оценить полный финансовый цикл, пока, не представляется возможным в силу недостаточности временных данных. Для выделения циклических составляющих в его показателях необходимо накопить

статистические данные за несколько десятков лет. В то же самое время, определенную информацию о характере его развития для национальной экономики может принести анализ гэпа “Кредиты/ВВП” и гэпа индекса цен на жилую недвижимость (рис. 1.14) [209]:

– амплитуда колебаний цен на недвижимость в Украине была более высокой по сравнению с отклонением кредитного агрегата от своего ожидаемого значения (в 2005 году гэд цен на жилую недвижимость составил более 30%, а в 2009 году, почти 40% со знаком минус)



Примечание: пунктирной линией показаны критические пороговые значения, превышение которых указывает на неординарный рост

Рисунок 1.14 – Ценовой и кредитный гэпы в экономике Украины

Источник: собственные расчеты на основе [210, 211].

– пик накопленной кредитной задолженности пришелся на 2008 год (гэд “Кредиты/ВВП” составил более 20%), в то время как пороговое значение, свидетельствующее о формировании ДФСЭ национальной экономики, был пройден еще в 2006-2007 годах;

- пиковые значения в динамике цен на недвижимость и динамике кредита, выраженном в ВВП страны, разнесены во времени с разрывом, равном, примерно, 3 года;
- сочетание неординарного роста цен на недвижимость и кредита усиливало накопление ДФСЭ экономике, когда рост кредита основывался уже не на фундаментальных условиях;
- анализ графического материала косвенно подтверждает тезис о завершении финансового цикла в Украине в 2009-2010 годах.

V. Длина и амплитуда финансового цикла зависят от режима политики. Необходимо обратить внимание, что параметры финансового цикла во временном континууме не постоянны. Во многом, они являются следствием ряда политик, которые способны оказать решающее воздействие на условия для накопления ДФСЭ. По мнению Клаудио Боржо и Филиппа Лоу [197, 212] в этом аспекте вопроса важными факторами являются: финансовый режим, монетарный режим и режим реальной экономики. В частности, финансовая либерализация ослабляет финансовые ограничения и приводит к самоусиливающимся взаимодействиям стоимости и риска, степени восприятия риска и условий финансирования. Режим монетарной политики узко сфокусирован на таргетировании краткосрочной инфляции, что, в условиях относительной стабильности индекса потребительских цен снимает необходимость с национальных регуляторов проводить ужесточение (рестрикцию) монетарной политики в периоды накопления ДФСЭ. Открытость и глобализация современных экономик выступает акселератором финансовых бумов, происходящих также на фоне невысокой потребительской инфляции (в странах с развитыми финансовыми рынками).

Для разработки действенной системы регулирования ДФСЭ необходимо учитывать следующие аспекты данной проблемы [201, с. 14]:

1. Финансовые бумы, не просто, предшествуют финансовым кризисам, они их вызывают. На фазе финансовых бумов повышается уязвимость ФЭС к

шокам. Другими словами, первопричинами финансовых стрессов являются не сами шоки (не экзогенная природа), а уровень накопленных ДФСЭ (эндогенная природа), которые оказывают влияние на возможности ФСЭ абсорбировать новые шоки без нарушения равновесия на рынке.

2. На протяжении финансового бума кредит способствует снятию финансовых ограничений на приобретение активов, что нередко приводит к нерациональному использованию ресурсов компаний, в том числе их капитала. Эти “перекосы” (дисбалансы) в накопленной совокупной задолженности в экономике проявляются в условиях финансового стресса, когда экономические агенты стремятся сократить свои расходы. Вместе с тем, такие экономисты как Гуати Эггертсон и Пол Кругман [213], отмечают, что дисбалансы следует рассматривать как экзогенные явления, а не как последствия финансовых бумов. Дисбалансы можно интерпретировать как экзогенные сокращения в пределах заимствований средств.

3. Существует отличие между потенциальным объемом производства на не инфляционной основе и устойчивым выпуском. Традиционно считается, что достижение выпуска продукции своего потенциального уровня предполагает достижение природного уровня занятости и отсутствие инфляционного давления. Соответственно, система находится в состоянии равновесия, пока экзогенный шок не “выбьет” ее из равновесного состояния. Инфляция же выступает информативной переменной, сигнализирующей о разрывах между фактической и потенциальной величиной ВВП (гэпах ВВП). Поэтому, достаточно часто, при моделировании гэпа ВВП используется инфляция, оцениваемая на основе кривой Филлипса. Вместе с тем, инфляция может оставаться стабильной в то время, когда выпуск продукции может оказаться достаточно волатильным вследствие накопленных финансовых дисбалансов. Следовательно, устойчивый выпуск и выпуск, основанный на не инфляционной основе, не обязательно должны совпадать.

Для понимания причин и катализаторов возникновения дисбалансов предлагаем разработать дескриптивную модель циклического развития ФСЭ (рис. 1.15 а), которая формализует: границы возникновения континуума финансовой стабильности (абсорбирования незначительных ДФСЭ и шоков); этап приближения к границе финансовой нестабильности (существенное накопление ДФСЭ, абсорбирование растущих ДФСЭ, формирование условий для роста уровня системных финансовых рисков); континуум финансовой нестабильности (невозможность абсорбирования ДФСЭ, материализация системных финансовых рисков).

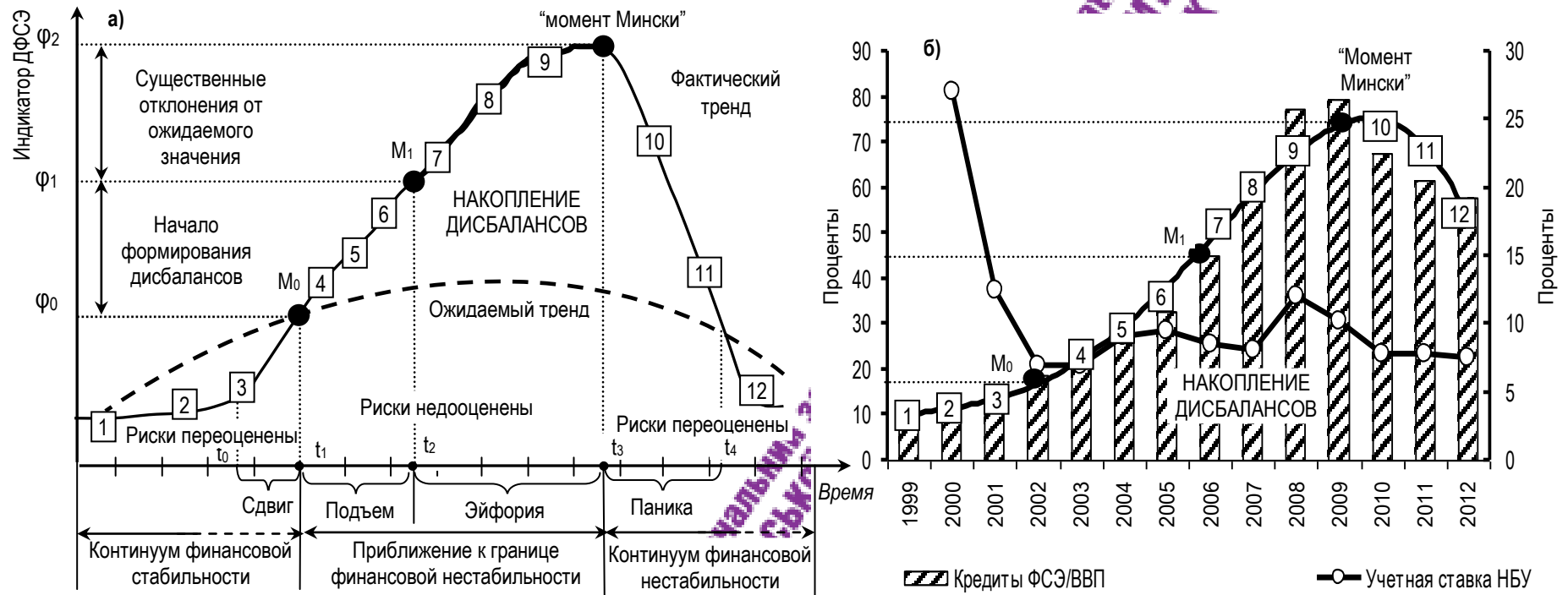
В качестве индикатора ДФСЭ предлагаем рассмотреть отношение кредитов ФСЭ к ВВП, где совокупный объем кредита (финансового кредита) представляет собой сумму кредитов, предоставленных банками, и финансовых кредитов и займов, предоставленных иными финансовыми учреждениями. В Украине среди небанковских финансовых учреждений финансовые кредиты имеют сегодня кредитные союзы, ломбарды, финансовые компании. Условными обозначениями на рис. 1.15 а) обозначены основные процессы, которые имеют место на соответствующих фазах циклического развития ФСЭ:

1 - достижение достаточного уровня ликвидности в ФСЭ, низкое предложение кредитных средств в ФСЭ;

2 - рост доходов реального сектора экономики, невысокая волатильность цен на финансовые активы, динамика изменений на которые в большей степени соответствует росту реального ВВП;

3 - восстановление ликвидности в ФСЭ, смягчение монетарных условий (шок), адекватное изменение денежной массы, реального ВВП и кредитных ресурсов;

4 - начало переоценки финансовых рисков, начало устойчивой кредитной экспансии, заметный рост цен на финансовые активы, увеличение притока иностранного капитала в экономику (для стран с высоким процентным спрэдом);



Примечания: t_0 - момент начала сдвига; t_1 - момент начала накопления существенных дисбалансов; t_2 - момент накопления неординарно высоких дисбалансов; t_3 - “момент Мински”, когда происходит существенное падение на рынке (кризис) после длительного периода спекуляций / неустойчивого роста; t_4 - момент завершения паники; φ_0 , φ_1 , φ_2 - значение индикатора ДФСЭ, соответствующие моментам перехода между стадиями цикла развития ФСЭ; Кредиты ФСЭ – кредиты банков, а также финансовые кредиты кредитных союзов, ломбардов, финансовых компаний.

Рисунок 1.16 - Дескриптивная модель циклического развития ФСЕ (а - общий вид, б - по данным ФСЭ Украины)

Источник: собственная разработка (1.16 а), по статистическим данным [210].



5 - снижение синхронности между динамикой цен на финансовые активы и реальным ВВП, увеличение разрывов между производительностью реального сектора экономики и предложением кредитных средств, дальнейшее укрепление курса национальной валюты;

6 - существенный рост цен на финансовые и реальные активы (формирование “пузырей”), что повышает эффект “богатства” (растет чистая стоимость заемщиков) и усиливает дальнейшее приращение кредитования;

7 - финансовые “пузыри” и наличие положительных процентных спредов стимулируют приток спекулятивного капитала международных рынков, существенные разрывы между изменением в объемах денежной массы, реальным ВВП и имеющимися кредитными ресурсами, дальнейшее укрепление курса национальной валюты;

8 - постепенное стабилизация цен на финансовые активы и снижения цен на реальные активы, высокий уровень цен на активы стимулирует дальнейший рост предложения кредитных средств, наличие высокого удельного веса спекулятивного капитала и “оптового” фондирования в структуре формирования ресурсной базы ФСЭ;

9 - “затухание” кредитного бума, падение цен на финансовые и реальные активы, сокращение объемов притока спекулятивного капитала, девальвация национальной валюты, проявления проблем с ликвидностью, ужесточение монетарных условий;

10 - кризис ликвидности, кредитное сжатие, существенные падения в реальном ВВП, цен на реальные активы, девальвация национальной валюты и постепенное возобновление роста фондовых индексов;

11 - стабилизация курса национальной валюты, незначительные изменения (улучшения) в реальном ВВП, смягчения монетарных условий;

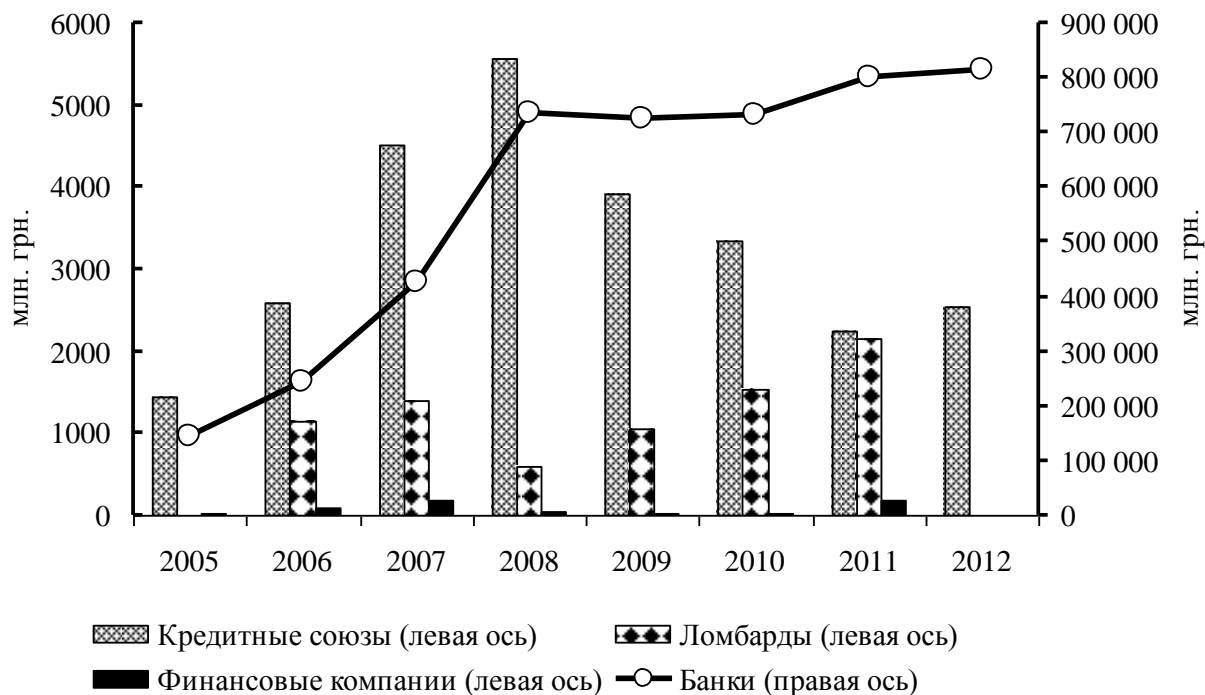
12 - накопление достаточного уровня ликвидности в ФСЭ, медленный рост / отсутствуют существенные изменения в реальном ВВП, что влияет, в т.ч. и на динамику цен на финансовые активы.

Рисунок 1.15 б) демонстрирует специфику развития ФСЕ Украины в 1996-2012 гг. в разрезе показателя “Кредиты ФСЭ / ВВП”. Проанализируем предметно внутренние детерминанты накопления ДФСЭ Украины.

В соответствии с разработанной дескриптивной моделью ДФСЭ (рис. 1.15 а) показано, что накопление ДФСЭ отражают фазу роста финансового цикла (чрезмерная кредитная экспансия, существенные разрывы цен на активы от их фундаментальных составляющих). По мнению А. Дзюбюка, такая трансформация (деформация) “финансового пространства задает новые, по сути, временные параметры и качественные характеристики экономических циклов” [55, с.76]. В этих условиях, перед Национальным банком Украины формализуется нетривиальная задача разработки денежно-кредитной политики адекватной не только фазам экономического цикла и достижения равновесия на денежном рынке [214, с.43], но также и обеспечения стабильности функционирования ФСЭ на всех фазах финансового цикла [184, 215]. По нашему мнению, определенным вкладом в решение этой задачи является исследование эндогенной (внутренней) природы формирования дисбалансов в процессах кредитования экономики институтами ФСЭ Украины, где по объемам кредитования банковский сектор имеет абсолютное превалирование по отношению к финансовым учреждениям небанковского типа (рис. 1.16).

В качестве теоретической основы данного исследования предлагаем использовать гипотезу “финансовой нестабильности” Хаймана Мински [126], в соответствии с которой ФСЭ имеет имманентное свойство периодически (циклически) испытывать нестабильность в условиях, когда финансовые институты через механизмы финансовых инноваций могут эндогенно создавать собственные движущие силы, порождающие кредитную экспансию и стремительный рост цен активов, за которыми следуют кредитное сжатие и обеспечение активов [195, 217-218]. Вместе с этим, существенным ограничением теории Хаймана Мински является рассмотрение экономики изолированно (без учета внешней конъюнктуры). Однако, это ограничение не

является определяющим в исследовании вопросов наличия эндогенной природы формирования ДФСЭ [219].



Примечание: на момент обработки статистических данных информация о величине финансовых кредитов ломбардов (за 2005 г. - 2012 г.), финансовых компаний (за 2012 г.) отсутствовала на сайте Нацкомфинуслуг.

Рисунок 1.16 – Динамика кредитов (финансовых кредитов) в ФСЭ Украины за 2005-2012 гг.

Источник: составлено на основе статистических данных [210, 216].

Импульсом для начала развертывания нового кредитного цикла (расширение предложения кредита) может быть внедрение в производство инновационных технологий или/и монетарные изменения, которые связаны с важным снижением процентных ставок, неожиданный рост курсов акций или облигаций компаний определенного сектора экономики. В частности, импульсом для последнего кредитного цикла в мире послужило снижение процентной ставки в США по федеральным фондам в диапазоне с 6,5% в мае 2000 г. до 1% в июне 2003 г., что вызвало формирование “пузыря” на рынке недвижимости.

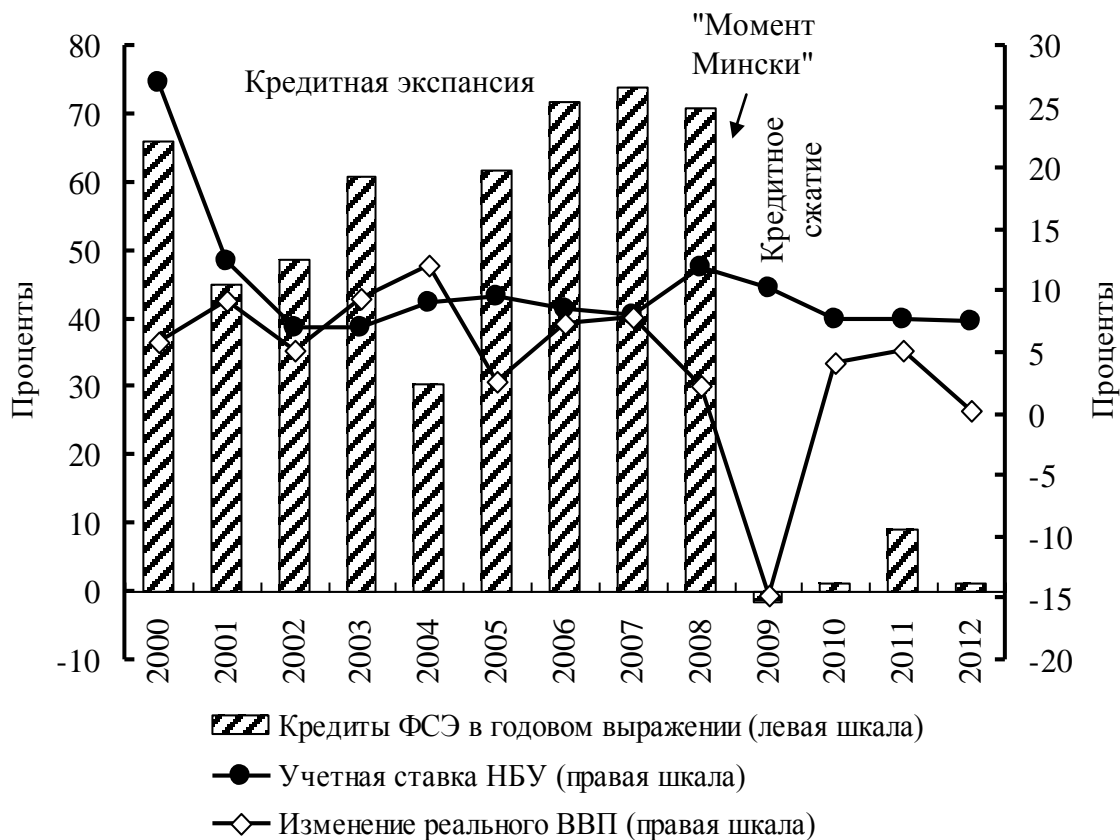
В период экономического роста происходит кредитный “бум”: инвесторы и домохозяйства стремятся в краткосрочном периоде получить быструю прибыль, приобрести спекулятивные активы (акции) и недвижимость для дальнейшей их перепродажи. В этих условиях суживаются инвестиции в реальный сектор и расширяются непроизводительные инвестиции. Основой для расширения кредитной экспансии со стороны банковского сектора является постоянный рост стоимости залогового имущества. Нефинансовые корпорации и домохозяйства получают больший прирост доходности от своих вложений по сравнению с динамикой ставки банковского процента. Некоторое время, пока раздуваются ценовые “пузыри” на акции или/и недвижимость, экономика функционирует в условиях обеспеченного финансирования (“*Hedge financing*”).

Вместе с этим увеличивается количество экономических агентов, у которых прирост операционного дохода (нефинансовые корпорации) или дохода, который остается в распоряжении (домохозяйства), уже не хватает для обслуживания своей задолженности, что вынуждает их обращаться к поиску новых источников финансирования (финансовым инновациям). В ФСЭ накапливаются дисбалансы, усиливающиеся кредитной экспансией и существенным ростом цен на активы.

При этом, может возрастать, как количество, так и разнообразие финансовых инструментов и схем, позволяющие расширять предложение кредита (“теневая” банковская система), что определенным образом, снижает действенность и результативность регуляторных мероприятий центрального банка в контроле эндогенной эмиссии этих “суррогатов”. На фоне общей “эйфории” переход экономики на спекулятивное и необеспеченное финансирование (“*Ponzi-financing*”) формирует объективные условия для снижения устойчивости ФСЭ к возможным шокам, что, в терминологии Хаймана Мински, характеризовалось увеличением его “финансовой хрупкости”. В определенный момент цены на активы стабилизируются. Экономические агенты начинают активней реализовывать активы, получая некоторое время прибыль, что приводит к “взрыву” ценовых “пузырей”.

Эйфория сменяется паникой с последующей дефляцией долга, снижением цен на залоговое имущество и ростом процентных ставок по кредитам, происходит резкое кредитное сжатие (“Момент Мински”) и очередной кредитный цикл завершается.

На рисунке 1.17 представлена динамика учетной ставки НБУ, кредитной задолженности и реального ВВП за период времени с 2000 года по 2011 год.



Примечание: статистические данные по финансовым кредитам, предоставленным небанковскими финансовыми учреждениями, публикуются на сайте Нацкомфинуслуг, начиная с 2005 г. (в частности, по ломбардам – с 2006 г.)

Рисунок 1.17 – Динамика кредитов ФСЭ, реального ВВП и изменение учетной ставки НБУ

Источник: составлено автором на основе [210, 216].

На фоне роста реального ВВП, снижение учетной ставки НБУ почти в четыре раза (с 27% в 2000 г. до 7% в 2002 г.) послужило достаточно сильным монетарным импульсом для увеличения кредитной экспансии, которая в последующем завершилась формированием кредитного “пузыря” и кредитным

сжатием. Причем, в последующие пять лет, с 2003 по 2007 гг., незначительные колебания учетной ставки свидетельствуют о том, что денежно-кредитная политика НБУ была довольно нейтральной по отношению к формирующимся ДФСЭ. Как отмечают банковские специалисты, в частности, О. Шулевская, в 2001-2005 гг. значительную долю в формировании отечественными банками кредитных ресурсов имели доходы реального сектора экономики [220], а в дальнейшем, эта взаимосвязь снижалась [221].

Переход в фазу кредитного бума и эйфории, и соответственно, накопление существенных дисбалансов, было вызвано влиянием ряда факторов. Как отмечает О. Шулевская, в 2006 году в Украине начали проявляться существенные диспропорции между темпом роста реального ВВП, денежной массой, с одной стороны, и объемами банковских ресурсов, с другой [12, с.18] (рис. 1.18).

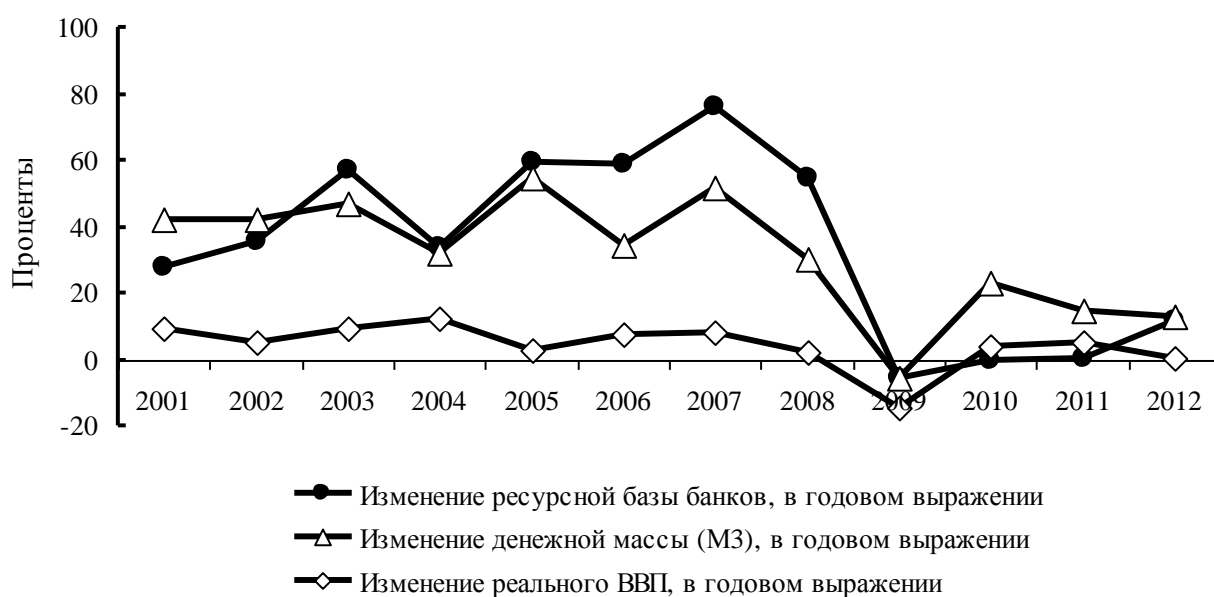


Рисунок 1.18 – Динамика ресурсной базы банков Украины, денежной массы и реального ВВП Украины

Источник: составлено автором на основе [210].

Темпы прироста ресурсной базы банков на протяжении 2006-2008 гг. значительно превысили изменения денежной массы (М3) и изменения реального ВВП, формируя благоприятные условия для накопления риска

глобальной ликвидности. Банковские ресурсы в этот период времени возрастали преимущественно за счет притока краткосрочного спекулятивного капитала с международных рынков.

Важным обстоятельством накопления ДФСЭ, в том числе, через неординарный рост соотношения кредитов к привлеченным средствам, является эффект трансграничных потоков капитала, которые усиливали финансовые бумы в национальной экономике. Причем, кредитование отечественных нефинансовых корпораций зарубежными банками может осуществляться как напрямую, так и косвенно, - через банки-резиденты, которые привлекают средства с международных рынков. За период кредитного бума объемы кредитов, предоставленных депозитными корпорациями в экономику Украины, в годовом выражении, возросли с 30,3% в первом квартале 2005 года до 77,3% в первом квартале 2008 года. Вместе с этим, на протяжении 2005-2008 гг. прирост реального ВВП уменьшился, и уже в 4 квартале 2007 года произошло его снижение на 7,8%. В то же время, объемы денег других банков в структуре обязательств отечественных банков возросли в 2006 году в 2,2 раза (с 76,7 млрд. грн. до 168,6 млрд. грн.). Учитывая тот факт, что отечественная банковская система не смогла разместить в реальном секторе в полном объеме полученные дополнительные ресурсы, эти источники финансирования были направлены на кредитования домохозяйств с перекладыванием на них, в том числе валютных рисков. Причем, несмотря на замедление реального ВВП в 2007 году, банковская система расширяла краткосрочное кредитование в 1 квартале 2008 года, стимулируя рост дисбалансов. На рисунках 1.19 -1.20 представлена структура предоставленных депозитными корпорациями кредитов по целевому назначению.





Рисунок 1.19 – Динамика кредитов, предоставленных нефинансовым корпорациям Украины по целевому использованию
 Источник: составлено автором на основе [223].

За период 2006-2007 гг. нефинансовые корпорации имели существенное увеличение ипотечных кредитов (3,6 раза в 2007 г.) при незначительном финансировании расширения объема основного капитала.



Рисунок 1.20 – Динамика кредитов, предоставленных домохозяйствам Украины по целевому использованию

Источник: составлено автором на основе [210].

Преимущественно кредиты нефинансовому сектору экономики предоставлялись на текущие потребности, а их доля на протяжении всего исследуемого периода составляла не менее 80%. В условиях благоприятной экономической конъюнктуры отечественные предприятия расширяли заимствования. Если проанализировать докризисные тренды в структуре балансовых источников финансирования украинских предприятий, то можно сделать вывод о крайне опасной динамике соотношений собственных и заемных средств [222].

В таблице 1.5 представлена статистика по соотношению собственного капитала к заемному капиталу в экономике Украины за 2000-2009 гг.

Таблица 1.5 – Соотношение собственного и заемного капитала нефинансовых корпораций Украины

Годы	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	9 мес. 2009
Собственный капитал / Заемный капитал	0,54	0,52	0,49	0,47	0,46	0,46	0,44	0,42	0,35	0,36

Источник: составлено на основе [223]

Коэффициент финансовой автономии, показывающий долю собственного капитала в совокупных пассивах предприятия, за период времени с 2000 года по 2007 год поступательно снижался. В 2007 году он составил 0,42, а в 2008 году – уже 0,35.

1. Ухудшение мировой финансовой конъюнктуры и сформированные пессимистические ожидания финансовых институций относительно финансового “здоровья” отечественных предприятий стало катализатором роста процентных ставок по кредитам, предоставленных депозитными корпорациями в национальную экономику [224-227]. На рисунке 1.21 показана динамика финансового результата от обычной деятельности до налогообложения предприятий Украины и изменение средневзвешенной процентной ставке по выданным кредитам.

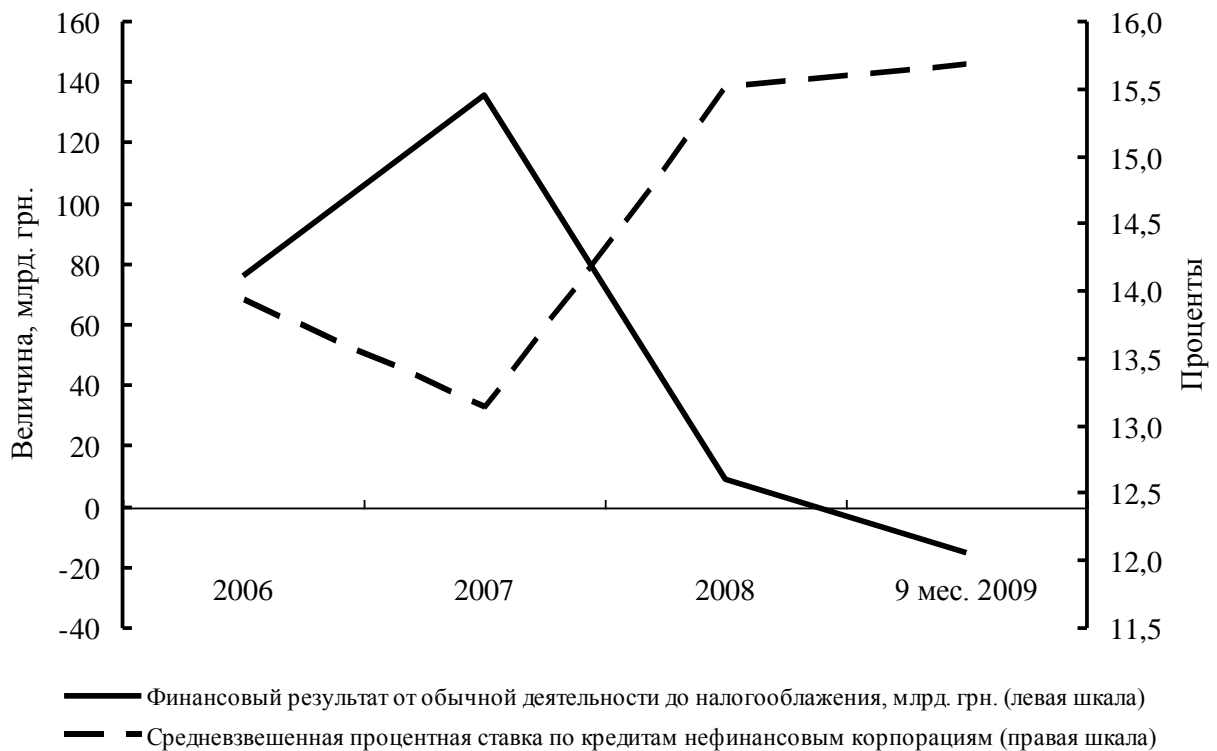


Рисунок 1.21 – Финансовые результаты отечественных предприятий и процентные ставки по кредитам нефинансовым корпорациям за январь 2006-февраль 2010 г.

Источник: составлено автором на основе [210, 223].

Анализ графического материала подтвердил наличие асинхронной взаимосвязи между показателями деятельности отечественных предприятий и процентной ставкой в экономике. Подытоживая вышесказанное, обратим внимание на то, что финансово-экономический кризис 2008-2009 гг. для экономики Украины оказался достаточно тяжелым. И кроме объективных факторов, связанных с ухудшением ситуации на мировых сырьевых рынках, негативные эффекты данного кризиса были усилены накопленными ДФСЭ Украины.

Анализируя же структуру кредитов предоставленных домохозяйствам, можно отметить, что в докризисный период времени, как и в случае с нефинансовыми корпорациями, имел место существенный прирост ипотечного

кредитования (доля ипотечных кредитов в 2007 г. возросла по сравнению с аналогичным периодом 2006 года в 2,7 раза).

В соответствии с теорией Хаймана Мински дополнительным фактором расширения / сжатия кредитного предложения выступает динамика цен на базовые и финансовые активы. Дело в том, что кредитный бум оказывает стимулирующее воздействие на изменения фондовых индексов с дальнейшим возможным формированием ценовых пузырей на активы, а в последующем – уже неординарный рост фондовых индексов стимулирует рост кредита. Рассмотрим динамику индекса ПФТС на рынке ценных бумаг Украины (рис. 1.22).

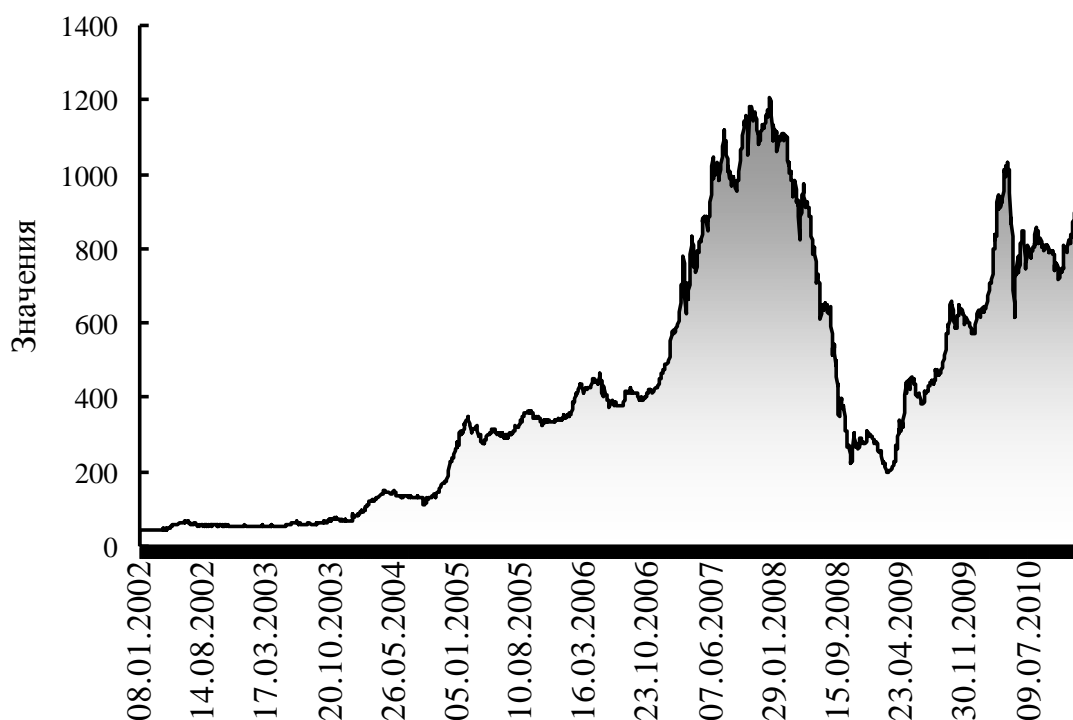


Рисунок 2.18 – Динамика индекса ПФТС

Источник: составлено автором на основе [228].

Нелинейный характер индекса ПФТС за период 2004-2007 гг. свидетельствует о формировании фондового “пузыря”. В середине января 2008 года индекс ПФТС составил около 1208 пунктов (прирост по сравнению с предыдущим годом – на 120%). В этот период времени стоимость активов в экономике возрастала высокими темпами, что, в свою очередь, стимулировало

дальнейшее кредитное расширение. В дальнейшем, со второй половины 2007 г. по март 2008 г., значение индекса ПФТС стабилизировалось, в то время как предложение кредита все еще расширялось.

Среди важнейших факторов, оказавших негативное влияние на последующую динамику фондового рынка Украины, А. Барановский выделяет [191, с. 344-346]:

- 1) мировой финансово-экономический кризис (степень влияния – 50%);
- 2) отток частного иностранного инвестиционного капитала (степень влияния – 25%);
- 3) штучный перегрев фондового рынка в 2007 г. (степень влияния – 25%).

В целом, на фоне девальвации национальной валюты и соответствующего снижения интереса со стороны инвесторов-нерезидентов к инструментам отечественного фондового рынка, в условиях потери ликвидности национальным банковским сектором и паническом настроении населения, фондовый индекс ПФТС снизился с 2008 г. по март 2009 г. в 6 раз [191, с. 343]. После падения фондового индекса последовало и кредитное сжатие, - кредитный цикл в Украине завершился.

Накопление дисбалансов в условиях кредитной экспансии и роста цен на активы приводит к уменьшению устойчивости (увеличению финансовой хрупкости) ФСЭ, к возможным шокам, которые могут выступать “спусковым” механизмом сжатия кредитного предложения и замедления темпов экономического развития государства. Своевременная идентификация фазы сокращения кредита и осуществление необходимых коррекций со стороны регулятора, направленных на снижение накапливаемых дисбалансов позволит, как предполагается, сгладить сильные колебания на кредитном рынке и улучшить общую макроэкономическую конъюнктуру национальной экономики.



Выводы к первому разделу

1. ФСЭ постоянно находится под воздействием факторов внешней среды (регуляторных, технологических, рыночных и др.) и адаптируется к ним через механизмы самоорганизации и самоусложнения (финансового инжиниринга, конвергенции финансовых услуг / рынков). Влияние финансового инжиниринга и конвергенции финансовых услуг / рынков предложено рассматривать с дуалистической точки зрения: с одной стороны - они являются ключевыми драйверами адаптации ФСЭ к влиянию экзогенных и эндогенных факторов, а с другой - они являются катализаторами распространения возможных диспропорций в процессе развития ФСЭ, что снижает его эластичность к регулятивным воздействиям.

2. Изучение научных теорий и школ относительно сущности представлений о детерминантах и экономической природе возникновения нестабильности в ФСЭ позволило сгруппировать и выделить их генезис: прототеории (заложили основы для понимания экономической природы процикличности ФСЭ), проциклические теории (раскрывают механизм эндогенного накопления диспропорций в ФСЭ) и адаптивные теории (рассматривают экзогенную природу финансовой нестабильности).

3. ДФСЭ предложено трактовать как обусловленное экзогенными (регуляторными, технологическими, рыночными и т.п.) и / или эндогенными (процессами самоорганизации и самоусложнения ФСЭ) импульсами диспропорцию относительно объемов, сроков, источников привлечения / размещения финансовых ресурсов, что приводит к спекулятивному росту цен активов и уровню системных финансовых рисков. Обосновано разграничивать понятия “дисбаланс в ФСЭ” и понятие “финансовый дисбаланс”.

4. Обоснованы взаимосвязи и различия между финансовой стабильностью, финансовой устойчивостью, финансовой хрупкостью, финансовой нестабильностью. Разработана дескриптивная модель циклического развития ФСЭ, что позволило формализовать пределы

континуума финансовой стабильности (абсорбирования незначительных ДФСЭ и шоков), приближение к границе финансовой нестабильности (существенное накопление ДФСЭ, абсорбирование растущих ДФСЭ, формирование условий для роста уровня системных финансовых рисков), континуума финансовой нестабильности (невозможность абсорбирования ДФСЭ, материализация системных финансовых рисков), а также причины и катализаторы возникновения дисбалансов на каждом этапе цикла. Практические расчеты на базе данной модели для ФСЭ Украины показали, что природа формирования ДФСЭ в отечественной экономике имеет эндогенно-кредитный характер.

Основные результаты первого раздела опубликованы в научных работах [59, 116, 127, 128, 135, 192-194, 219, 221, 222, 224-227].

РАЗДЕЛ 2

РАЗВИТИЕ МЕТОДОЛОГИ ВЫЯВЛЕНИЯ И ОЦЕНИВАНИЯ ДИСБАЛАНСОВ В ФИНАНСОВОМ СЕКТОРЕ ЭКОНОМИКИ УКРАИНЫ

2.1 Систематизация мирового и отечественного опыта выявления и оценивания финансовых диспропорций в развитии экономики

В течение последних десятилетий сильные флуктуации цен на рынках активов (финансовых, реальных) часто предшествовали последующим финансовым стрессам в экономике многих стран мира. Очередной мировой финансово-экономический кризис 2008-2009 годов еще раз заставил задуматься теоретиков и практиков над вопросом определения роли и места центральных банков (национальных регуляторов) в содействии устойчивого экономического роста [198, с. 5].

Денежно-кредитная политика все чаще рассматривается с дуалистической точки зрения: с одной стороны, как стимул бумов цен активов и формирования соответствующих финансовых дисбалансов, а, с другой, - как система взаимосвязанных мероприятий и инструментов, которые позволяют нейтрализовать негативные эффекты ценовых бумов до того момента времени, когда они окажут необратимое воздействие на общую макроэкономическую стабильность.

В связи с этими обстоятельствами многие ученые, специалисты центральных банков исследуют вопросы, связанные с потенциальными монетарными и макропруденциальными решениями, которые способны создать (или погасить) импульс формирования ценовых бумов в экономике, что неразрывно связано с формированием дисбалансом в ФСЭ.

В этой ситуации центральные банки сталкиваются с непростой задачей: с одной стороны, им необходимо понять основные источники роста цен активов (фундаментальные или спекулятивные) для того, чтобы откалибровать ответные действия. С другой стороны, на практике, определение природы волатильности цен активов в режиме реального времени усложняется наличием высокой степени неопределенности, связанной с оценкой равновесного значения цен активов.

Несмотря на эти обстоятельства, центральные банки должны иметь в своем распоряжении индикаторы, которые позволили бы оценивать последствия конъюнктурных шоков в экономике и выявлять процессы накопления

существенных финансовых диспропорций на ранних стадиях их формирования. Среди ученых, системно занимающихся научными исследованиями в этом направлении можно выделить К. Борио, Н. Кеннеди, С. Проуз, Ф. Лоу, Т. Хелбинга, М. Терронса, К. Деткена, Х. Мачадо, Д. Соуза, Р. Адалила, Ч. Гудхарта, Б. Хофмана, Л. Алесси, Д. Джердесмейера, М. Сробона.

Анализируя результаты научных исследований в области изучения причинно-следственных взаимосвязей между монетарными решениями и динамикой цен активов, в научном сообществе прорабатывается уже достаточно длительное время.

В частности, Ирвинг Фишер еще в 1932 году исследуя причины различных бумов и депрессий, выделил причинно-следственные связи между изменением структуры долга, покупкой спекулятивных активов за счет новых заимствований для последующей перепродажи, и финансовой нестабильностью. Кроме этого, ученый подчеркнул роль монетарных факторов в стимулировании ценовых бумов, указывая на тот факт, что, практически во всех случаях, реальные процентные ставки центральных банков отличались низкими значениями и послужили факторами “разжигания огня” [198, с. 8].

В 1978 году Чарльз Киндлбергер [229] представил результаты системных исследований в области финансовых кризисов и выделил детерминанты кризисов, которые выступали связующими элементами общей турбулентности развития мировой экономики на протяжении более двух столетий. Анализируя бумы и спады на рынках активов, он показал устойчивые причинно-следственные связи между неординарным ростом цен активов и монетарными воздействиями, усиливающими роль кредитных агрегатов в формировании финансовых диспропорций и проявлении финансовых кризисов.

Специалистами монетарно-экономического департамента Банка международных расчетов Клаудио Борио, Нилом Кеннеди и Стивеном Проуз в 1994 году [230] была проверена гипотеза относительно того, что кредитные агрегаты могут содержать полезную информацию для денежных властей в периоды резких колебаний цен активов.

Принимая во внимание различные исторические факты, указывающие на причинно-следственные связи между неординарным ростом цен активов и финансовыми кризисами, и в частности, приводя в качестве примера тот факт, что за два года до падения мировых фондовых индексов в октябре 1987 года (19 октября 1987 года – “черный понедельник”) предшествовало падение цен на недвижимость, ученые предложили в качестве индикатора конъюнктурных шоков, использовать агрегированный индекс цен активов (*AAPI* – *aggregate asset price index*). Данный индекс отражает изменения в ценах жилой, коммерческой недвижимости, а также в ценах акций.

На основе анализа индекса “*AAPI*” по статистическим данным 13 развитых стран мира за период времени с 1970-х по 1980-е годы ученые исследовали факторы ценовых бумов (“*bums*”) и падений (“*busts*”), и научно обосновали, что более “крутой” подъем в ценах активов наблюдался в тех странах, где отношение величины кредитов к ВВП было сравнительно высокое.

Статистически было показано, что на денежную массу в экономике оказывают влияние не только краткосрочные и долгосрочные процентные ставки, но и цены активов. Импульсом же для кредитной экспансии в анализируемом периоде времени стала достаточно “мягкая” денежно-кредитная политика, низкие реальные процентные ставки и снижение кредитных ограничений в процессе финансовой либерализации. Далее ученые делают вывод о том, что последующие падения в ценах финансовых, а затем и реальных активов были усилены предшествующей кредитной экспансией.

Кроме этого, в работе акцентируется внимание на сложности в решении вопроса своевременного реагирования центральными банками на ценовую динамику активов, которая связана, в аспекте изучаемой нами проблемы, с формирующимися финансовыми дисбалансами.

Классическим примером этой дилеммы является Японский кризис 1990-х годов, когда в предкризисный период времени наблюдался бум цен на реальные и финансовые активы при относительно невысокой и стабильной потребительской инфляции. Последовавшая запоздалая реакция центрального

банка Японии в виде повышения процентной ставки, когда “пузыри” уж были на пике, ускорила падение фондового рынка. Япония столкнулась с дефляцией, которая растянулась на многие годы (“потерянное десятилетие”).

По нашему мнению, своевременная реакция денежных властей на начало спекулятивного повышения цен активов (как финансовых, так и реальных) при отсутствии фундаментальных причин этого роста необходима. Борьба с уже надутыми “пузырями” и накопленными ДФСЭ, скорее всего, не даст желаемых результатов.

Поэтому такие индикаторы как агрегированный индекс цен “AAPI”, предложенный Клаудио Борио и другими учеными, может быть объектом детального анализа в вопросе поиска устойчивых индикаторов формирования ДФСЭ. Возможно, своевременное реагирование денежных властей на неординарно высокие значения такого ценового агрегата позволит избежать “перенапряженности” балансов финансовых кредитных учреждений и других участников рынка, которые способны формировать спекулятивную составляющую ценовой динамики активов.

В начале 2000-х годов различные ученые (Беннет МакКаллум, Аллан Мельтцер, Отмар Иссинг) проанализировали ряд эпизодов ценовых бумов и спадов и выявили существенное влияние денежно-кредитной политики на флуктуацию цен активов. Ученые отметили высокую степень связи между кредитными агрегатами и “перекосами” (“*misalignment*”) в ценах на активы. Корреляция денежных агрегатов с ценами на активы была меньшей. Последующие исследования в этом направлении можно связать с работой Клаудио Борио и Филиппа Лоу [231], которые системно исследовали “перекосы” в ценах и финансовые кризисы с целью обобщения стилизованных фактов и выделения индикаторов финансовых диспропорций, накопление которых усиливало финансовые стрессы в экономике.

Для дальнейшего изложения результатов исследований обратим внимание на тех методах, которые уже стали традиционными в процессах выявления “перекосов” цен, сопровождающиеся финансовыми стрессами. На рисунке 2.1

эти методы показаны в разрезе соответствующей методологии, сигнала и выборочных исследований.

Методология “сигнального” метода была предложена Кармен Рейнхарт, Грасиэла Камински и Саул Лизондо [197] в 1998 году для оповещения о предстоящих валютных кризисах. Суть данного метода заключается в установлении пороговых значений для индикаторных переменных, превышение которых будет сигнализировать о предстоящих финансовых стрессах. Эффективность установленных пороговых значений оценивается с точки зрения отношения “сигнал/шум”.

В таблице 2.1 представлена структура возможных вариантов сигналов, как ложных (“шум”), так и верных по отношению к финансовым кризисам с различной временной амплитудой. Графы таблицы 2.1 состоят, из так называемых, горизонтов сигнализирования (кризисных “окошек”).



Рисунок 2.1 – Обнаружение “перекосов” в ценах активов в моделях системы раннего оповещения

Источник: [232, с. 7]

Элементы таблицы представляют собой накопленные частоты (A, B, C, D), где символом “A” обозначено количество финансовых кризисов, которые происходили в пределах соответствующего горизонта сигнализации при условии, что значение одного из индикаторов (или все вместе, взятые) превысил некоторое пороговое значение (γ).

Таблица 2.1 – Структура возможных экономических исходов

	Кризис в ближайший год (2 года / 3 года)	Отсутствие кризиса в ближайший год (2 года / 3 года)
Индикаторы сигнализируют (“сигнал”)	A	B
Индикаторы не сигнализируют	C	D

Источник: составлено на основе [205]

Вариант “B” показывает количество “ложных” сигналов, когда индикатор превышает граничное значение, а последующих кризисов зафиксировано не было. Вариант “C” отражает “пропущенные” сигналы, когда индикатор “пропустил”, или другими словами, своевременно не просигнализировал о предстоящем кризисе. Вариант “D” отражает “бесшумный сигнал”, содержащий общее число случаев отсутствия кризисов при отсутствии соответствующих сигналов [237, с. 14].

Пороговое значение γ выбирается таким образом, чтобы максимизировать эффективность каждого индикатора. Для обеспечения минимизации соотношения “шум” / “сигнал” используется стандартное статистическое тестирование с ошибками I и II рода. При этом, нулевая гипотеза (H_0) представляет собой сумму частот, отражающих количество зафиксированных кризисных явлений в экономике (A+C), а альтернативная гипотеза (H_A) – их отсутствие (B+D). Тогда, величина ошибки I рода представляет собой вероятность отвержения нулевой гипотезы, в то время, когда она верна (C/(A+C)). Соответственно, размер ошибки II рода – это вероятность не отвержения нулевой гипотезы (H_0), в то время когда она не верна. Мы

сталкиваемся с ложным сигналом ($B/(B+D)$), произведенным индикатором. Эффективность индикатора или всей их совокупности определяется минимизацией следующего соотношения: $[B/(B+D)]/[1-C/(A+C)]$.

Методология “дискретного выбора” основывается на использовании методов регрессии (бинарные или множественные пробит/логит-модели) для оценки способности индикаторной переменной предсказывать либо финансовые бумы или спады в пределах некоторого интервала времени. Тревожный сигнал производится тогда, когда, оцененная вероятность наступления события превышает определенный порог. Несмотря на то, что данный метод обладает явным преимуществом проверки статистической значимости отдельных переменных, а также формирует оценку вероятности события, нет никаких четких доказательств относительно того, что он превосходит “сигнальный” метод. Это, в частности, показал финансово-экономический кризис 2007-2008 годов. Поэтому эти два метода обычно рассматриваются как взаимодополняющие и часто применяются параллельно [232].

Иные научные подходы, идентифицирующие периоды бумов и спадов, меньше упоминаются в специализированной литературе, хотя постепенно их значимость повышается. В качестве таких подходов может быть использован структурный метод. Данный метод основан на построении множественных регрессий (не бинарного типа) и последующей фиксации отклонения зависимой переменной от установленного заранее порогового значения.

Используя сигнальный метод, Клаудио Борио и Филиппа Лоу научно доказали, что финансовые диспропорции могут накапливаться в условиях низкой инфляции и, при некоторых обстоятельствах, монетарным властям необходимо своевременно реагировать на эти диспропорции. Причем, заранее (*ex ante*) идентифицировать их довольно сложно, но возможно. В частности, период устойчивого и быстрого роста кредитования в сочетании с существенным подъемом в ценах на активы повышает вероятность последующего вхождения экономики в континуум финансовой нестабильности.

Стабильно низкая инфляция способствует финансовой стабильности, но, вместе с этим, повышает вероятность того, что избыточное давление спроса выражается, в первую очередь, в росте кредитных агрегатов и ценах активов, а не в ценах на товары и услуги (потребительской инфляции). Соответственно, в некоторых ситуациях, монетарная реакция на кредитные агрегаты и цены активов целесообразна для того, чтобы сохранить финансовую и монетарную (ценовую) стабильность.

Кредитные агрегаты и цены активов, по мнению ученых, могут выступать для денежных властей своеобразными “маяками” формирования финансовых диспропорций и будущих конъюнктурных шоков, проявляющиеся в результате падения цен активов. В частности, Клаудио Борио и Филипп Лоу, на примере промышленных и развивающихся стран, провели всесторонний анализ эффективности различных индикаторов финансовых кризисов за период времени с 1960 года по 2009 год.

Они сфокусировали внимание на ценовых индексах активов, уровне инвестиций и кредите как опережающих индикаторах финансовых потрясений. Для каждого из указанных показателей ученые задали пороговое значение, превышение которого должно было сигнализировать денежным властям о необходимости реализации мероприятий, направленных на предупреждение финансовых стрессов.

В частности, они предложили рассчитывать следующие индикаторы:

– кредитный гэп (“*credit gap*”), который идентифицирует кредитный бум в период времени, когда отношение величины предоставленных в экономику кредитов к показателю ВВП отклоняется от своего тренда на определенную величину (γ_1);

+ гэп цен активов (“*asset price gap*”), которые проявляется, когда реальные цены активов (дефлированные на индекс потребительских цен) отклоняются от своего тренда на величину (γ_2);

– инвестиционной гэп (“*investment gap*”), который по аналогии с предыдущими индикаторами, определяется, как отклонение отношения инвестиций к ВВП от тренда на величину (γ_3).

Ученые также анализировали показатель, характеризующий темп прироста величины кредитов к ВВП. Однако, как показали результаты анализа, данный показатель в меньшей степени связывал накапливаемые финансовые диспропорции и последующие финансовые стрессы, по сравнению с показателем кредитного гэпа.

Все трендовые значения рассмотренных выше индикаторов финансовых диспропорций рассчитывались с использованием “скользящего” статистического фильтра Ходрика-Прескотта. Поскольку диспропорции, в целом, накапливались в течение длительного периода времени, была проанализирована не только сама динамика гэпов, но и кумулятивные их значения. Причем, кредитный гэп, гэп цен активов и инвестиционный гэп анализировались как отдельно, так и совместно для прогнозирования финансовых кризисов на протяжении таких горизонтов времени, как: ближайший год, ближайший два и три года соответственно. При этом, гэп цен активов брался с двухгодовым лаговым значением.

Результаты исследований Клаудио Борио и Филиппа Лоу показали, что наилучшим индикатором финансовых диспропорций и финансовых кризисов является кредитный гэп с пороговым значением $\gamma_1 = 4\%$ [196, с. 10]. Он позволил достоверно спрогнозировать 80% кризисов с горизонтом сигнализирования в пределах одного года. Кроме того, кумулятивные значения гэпов показали лучшие свойства в прогнозировании финансовых стрессов в пределах нескольких ближайших лет, по сравнению с кризисным “окошком”, равным одному году. Гэпы цен активов и инвестиций показали себя несколько “зашумленными” сигналами для прогнозирования финансовых кризисов в пределах одного года. В частности, устойчивое прогнозирование кризисов для гэпа цен активов было получено при пороговом значении γ_2 ,

варьирующимся в диапазоне от 40% до 50%. Вместе с тем, эффективность индикаторов значительно улучшалась, когда временной горизонт сигнализирования (прогнозирования) расширялся, особенно по гэпу цен активов и кредитному гэпу. Так, если горизонт сигнализирования брался для ближайших трех лет при четырехпроцентном пороге (γ_1) для кредитного гэпа, то количество ложных положительных сигналов снижалось, примерно на 20%. Для гэпа цен активов это снижение было еще больше.

Ученые обратили внимание на высокую эффективность индикаторов в выявлении финансовых диспропорций и прогнозировании финансовых кризисов, когда рассматривалась комбинация индикаторов: кредитный гэп с пороговым значением $\gamma_1 = 4\%$ и гэп цен активов с $\gamma_2 = 40\%$. Такое сочетание при годовом кризисном “окошке” позволило снизить количество ложных положительных сигналов на 75%.

Развитием данных исследований стала работа Клаудио Борियो и Филиппа Лоу, опубликованная в 2004 году [196]. По сравнению с предыдущим исследованием ученые использовали

1) Квартальные статистические данные (в предыдущем исследовании – годовые) с целью наилучшего приближения к реальной практике центральных банков.

2) Кризисные “окошки” были увеличены с одного года до трех-пяти лет, на протяжении которых возможны финансовые стрессы в экономике. Другими словами, сигнал индикатора принимался во внимание, если он оповещал о кризисе, который мог произойти в любом квартале в ближайшие 3-5 лет.

3) Анализ проводился только для 20 развитых стран (Австралии, Австрии, Бельгии, Канады, Дании, Финляндии, Франции, Германии, Японии, Великобритании, США и др.). Страны с развивающимися финансовыми рынками не рассматривались. Вместе с тем, было подчеркнуто, что важным индикатором финансовых диспропорций и последующих кризисов для развивающихся рынков служит, помимо кредитных агрегатов, гэп реального обменного курса. Для развитых стран данный индикатор не содержит

дополнительной полезной информации с позиции формирования финансовых диспропорций [196, с. 10].

4) Ученые расширили перечень проверочных индикаторов финансовых диспропорций. Помимо, кредитных агрегатов и цен активов также были проанализированы денежный гэп и гэп ВВП. Денежный гэп рассчитывался, как отклонение отношения монетарного агрегата (M2 или M3 в зависимости от анализируемой страны) к ВВП от своего тренда, моделируемого с использованием статистического фильтра Ходрика-Прескотта. По аналогии, гэп ВВП рассчитывался как разница между фактической значением ВВП и его потенциальным уровнем (трендом).

5) Индикаторы финансовых диспропорций были проверены на предмет их взаимосвязей с традиционными целями (таргетами) центральных банков, а именно, с гэпом ВВП и инфляцией.

Выводы, полученные учеными, согласуются с результатами их предыдущих исследований. При трехлетнем кризисном “окошке”, кредитный гэп (с пороговым значением $\gamma_1 = 4\%$) стал наилучшим индикатором финансовых кризисов, и, соответственно, финансовых диспропорций. Он позволил правильно идентифицировать 80% всех анализируемых кризисов и, в этом плане, кредитный гэп является более чувствительным индикатором, по сравнению с гэпом цен акций (с пороговым значением $\gamma_2 = 60\%$). Гэп ВВП, среди анализируемых индикаторов, явно уступал в прогностических свойствах кредитному гэпу и гэпу цен акций, а денежный гэп оказался наименее информативным. Отклонение монетарных агрегатов (M2/M3) к ВВП от своих трендов вносило в 40-50 % случаях “шумы” по отношению к достоверным сигналам, что существенно снижает возможности использования монетарных агрегатов для прогнозирования кризисов. Также необходимо отметить, все индикаторы, взятые по отдельности, кроме кредитного гэпа, показывали улучшение в эффективности с расширением горизонта сигнализирования. Вместе с тем, совместное рассмотрение наборов индикаторов, включающих ту или иную совокупность анализируемых индикаторов финансовых

диспропорций, позволило получить большую эффективность, по сравнению с эффективностью отдельно взятого индикатора. В частности, наилучшая комбинация индикаторов финансовых диспропорций состояла из кредитного гэпа (с пороговым значением $\gamma_1 = 4\%$) и гэпа цен акций (с пороговым значением $\gamma_2 = 60\%$), что позволило объяснить 73% кризисов с уровнем “шумов” (“ложных” положительных сигналов) на уровне 2%.

Анализ взаимосвязей индикаторов финансовых диспропорций с таргетами денежно-кредитной политики показал, что накопленные кумулятивно кредитные и фондовые гэпы (*credit-cum-equity gap*), имеют достаточно высокую прогностическую силу. Их сочетание позволило “правильно” просигнализировать о предстоящих 66% экономических спадах (снижение гэпа ВВП на 1% в абсолютном выражении) в пределах трех лет. Увеличение периода сигнализирования еще на один год повысило вероятность правильно выявленных экономических спадов до 75%.

Результативность в этом аспекте монетарных гэпов оказалась хуже. Гэп денежной массы к ВВП показал более высокие прогностические свойства только с включением его с фондовым гэпом.

В отношении прогнозирования потребительской инфляции наилучшим индикатором ожидаемого снижения уровня цен, взятых в годовом выражении (квартал отчетного года к кварталу предыдущего года), стало превышение двухпроцентного порогового значения по гэпу ВВП. Вероятность снижения цен в ближайшем третьем / четвертом годах составила 60% и 58% соответственно. Сочетание же кредитного и фондового гэпов с пороговыми значениями $\gamma_1 = 4\%$ и $\gamma_2 = 60\%$ позволило объяснить 41% от всех случаев снижения уровня инфляции в течение последующих двух лет и 63% - в течение последующих четырех лет. Это подтверждает тезис о росте давления на потребительскую инфляцию в период формирования финансовых диспропорций и последующем снижении этого давления в период затухания финансовых диспропорций.

Кроме этого, было замечено, что накопленные кумулятивно кредитный и фондовый гэпы ненамного превосходят гэп ВВП по качеству прогноза будущей флуктуации потребительской инфляции. В целом, они дали лучший прогноз на четвертый год с вероятностью 60%. Наилучшим вариантом, позволившим правильно идентифицировать 92% случаев падения цен на товары и услуги, стало сочетание кредитного, фондового гэпов и гэпа ВВП.

При превышении двухпроцентного рубежа по монетарному гэпу и 60-процентному по фондовому гэпу, статистически значимые оценки ожидаемой потребительской инфляции были получены для третьего (61% “правильных” сигналов) и четвертого года (65% “правильных” сигналов).

Резюмируя исследования Клаудио Борио и Филиппа Лоу, необходимо отметить, что кредитный гэп и фондовый гэп можно использовать как опережающие индикаторы финансовых диспропорций, особенно для развитых стран. Для стран с развивающимися финансовыми рынками качественным дополнением к данному набору индикаторов является валютный гэп, представляющий собой разницу между фактическим и ожидаемым значением реального эффективного обменного курса.

Анализируя реакцию денежных властей на индикаторы финансовых диспропорций, можно говорить о том, что центральные банки систематически не реагировали на формирующиеся финансовые диспропорции или реагировали, но недостаточно слабо и, в некоторой степени, асимметрично, что стимулировало дальнейший рост ДФСЭ. Катализаторами их накопления выступали слишком “доступные” деньги в экономике.

Специалисты МВФ, Томас Хелбинг и Марко Терронс [238], в 2003 году представили результаты своих исследований, направленных на поиск общих закономерностей в макроэкономическом и финансовом развитии 19 промышленно развитых стран в периоды бумов и спадов цен активов, начиная с послевоенного периода времени (после II Мировой войны). В качестве объекта пристального внимания выступали цены активов, которые Клаудио Борио и Филипп Лоу рассматривали как индикаторы финансовых

диспропорций. Ученые проанализировали 19 промышленно развитых стран за период времени с 1959 года по третий квартал 2002 года и обнаружили 52 ценовых спада по активам (акциям и недвижимости). Моменты времени в квартальном измерении, после которых фиксировался спад, определялись тем последним кварталом, после которого происходило падение цен (курсов акций и/или цен на недвижимость). Соответственно, спадом по ценам акций считалось снижение курса акций ниже порогового значения, равного 37%; по ценам на недвижимость планка была задана на уровне 14%. Результаты анализа представлены в таблице 2.2.

Таблица 2.2 – Коррекции цен активов на “медвежьих” рынках в развитых странах

	Курсы акций		Цены на недвижимость	
	Сокращение ¹ (проценты)	Дюрация ² (кварталы)	Сокращение ¹ (проценты)	Дюрация ² (кварталы)
“Медвежий” рынок ³	-24,4	5	-5,7	5
Спады ⁴	-45,5	10	-27,3	16
1960-е	-40,5	11	–	–
1970-е	-49,5	10	-27,3	19
1980-е	-47,6	10	-28,5	16
1973 ⁵	-60,1	10	–	–
2000 ⁶	-43,6	10	–	–

Примечания: ¹Сокращения – от наибольшего (“пикового”) медианного значения до наименьшего (“низа”); ²Продолжительность спада (исключая кварталы “пиковых значений”); ³Все “медвежьи” рынки имели падения (*busts*); ⁴Все “медвежьи” рынки в нижней четверти (Q₁); ⁵Спады в 1972-1974 годах; ⁶Спады с 2000 года по третий квартал 2002 года (конец выборки)

Источник: составлено на основе [238].

Анализ табличных данных позволил выделить ряд особенностей. Так, средняя амплитуда падения курсов акций (от “пика” до “низа”) составила 45% с дюрацией 10 кварталов. Причем, около половины спадов пришлось на семидесятые годы. Самые серьезные спады произошли в период краха Бреттон-Вудской системы и нефтяного кризиса: цены на акции упали на 60%. Примечательным фактом является то, что только одна четверть всех ценовых бумов на рынке акций, сформированных с 1959 года по 2002 год, завершались глубокими спадами на “медвежьих рынках”. Существенное падение цен на

рынке недвижимости происходило несколько реже, чем падение курсов акций. Средняя величина падения цен на недвижимость, по сравнению с курсом акций, за анализируемый период времени была меньшей (около 30%), что свидетельствует о меньшей волатильности и меньшей ликвидности рынка недвижимости. Средняя продолжительность спадов на рынке недвижимости составила 4 года (от 16 до 29 кварталов), что на 1,5 года длиннее аналогичных спадов по курсам акций. При этом, ассоциация между бумом и последующим спадом выше на рынке недвижимости: вероятность около 40% (против 25% по акциям). Падение цен акций и недвижимости имело общую черту: на протяжении с 1970 год по 1990 год они проходили на фоне рецессий.

Относительно монетарных переменных, ученые обнаружили, что в процессе инфляционно расширяющихся цен активов до момента их спада, приращение кредитования происходило на фоне бумов на фондовом рынке и на рынке недвижимости. В это же время, в соответствии с концепцией Клаудио Борियो, в экономике накапливались существенные финансовые диспропорции.

После спада цен активов, темпы приращения в кредитовании заметно снижались, отражая, тем самым, эффекты снижения уровня инвестиций в экономике и действие финансового акселератора. Если до момента падения цен в экономике, процентные ставки имели небольшую волатильность, то после падения фондовых индексов, они имели четкий тренд на снижение, что сопровождалось падением в приращении ВВП и монетарных смягчениях. В случае же глубоких спадов цен на рынке недвижимости, краткосрочные реальные процентные ставки росли, как до момента падения цен, так и после, что отражало ужесточение денежно-кредитной политики.

Вопросы ценовых бумов и связанных с ними процессами накопления финансовых диспропорций были рассмотрены в 2004 году специалистами Европейского центрального банка, Карстеном Деткеном и Фрэнком Сметс [239]. Ученые за период времени с 1970 года по 2002 год проанализировали на основе годовых статистических данных 18 стран. Они детально исследовали изменения в кредитных, фондовых, монетарных агрегатах для того, чтобы

раскрыть природу взаимосвязей данных агрегатов с уровнем экономического развития на таких фазах ценовой динамики, как:

– фаза, предшествующая ценовому буму (“*pre-boom phase*”), представляющая собой двухлетний период времени до момента наступления ценовых бумов;

– фаза ценового бума (“*boom phase*”);

– фаза после ценовых бумов (“*post-boom phase*”), представляющая собой двухлетний период времени после завершения ценовых бумов.

Кроме этого, ценовые бумы были рассмотрены с точки зрения величины негативных последствий, к которым они приводят. Соответственно, были выделены бумы с тяжелыми последствиями (“*high-cost booms*”) и бумы без существенных потерь (“*low-cost booms*”). Первые отличались от бумов без существенных потерь глубоким падением цен на недвижимость и снижением объемов инвестиций по завершению ценовых бумов.

На основе научных работ Клаудио Борио, Филиппа Лоу, Нила Кеннеди и Стивена Проуз [230-231], исследуя динамику различных агрегатов на соответствующих фазах динамики цен, Карстен Деткен и Фрэнк Сметс предложили рассмотреть в качестве индикаторов финансовых диспропорций совокупность индексов цен на жилую и коммерческую недвижимость, а также фондовый индекс (табл. 2.3).

При этом, бум цен активов они сформулировали и рассчитывали, как 10-процентное отклонение (гэп) агрегированного индекса цен (“*AAPI*”) от своего тренда, смоделированного на основе статистического фильтра Ходрика-Прескотта. Использование гэпа позволило более объективно оценить концепцию аккумуляции финансовых диспропорций, уменьшив “вес” тех периодов времени, когда в ФСЭ наблюдался неординарный рост цен активов, а также длительных периодов времени, когда устойчивое повышение цен активов не существенно отклонялось от своего долгосрочного тренда [239, с. 9].

Анализ верхней половины таблицы 2.3 свидетельствует об увеличении медианного значения агрегированного индекса цен “*AAPI*” (индикатора

финансовых диспропорций). В период ценовых бумов приращение данного агрегата увеличивалось, в среднем, на 8,5% в год, а в период спада (на фазе “*post-boom*”) он снижался, в среднем, на 5,6% в год. При этом, темпы роста “*AAP1*” отличались высокими значениями еще до момента ценового бума: за два года, предшествующих буму (“*pre-boom*”), темпы прироста синтетического индикатора финансовых диспропорций составило, в среднем, 5,2% в год. Причем, гэп по данному индикатору, отражающий его кумулятивную динамику за два года, предшествующих неординарному росту цен активов, не отличался от значения агрегированного индекса цен в периоды времени вне фаз ценовых бумов (“*normal*”).

Таблица 2.3 – Финансовые агрегаты и уровень экономического развития 18 стран¹ на различных фазах ценовой динамики за 1970-2002 годы (%)

	Av. Pre-boom ²	Av. Boom ³	Av. Post-boom ⁴	Normal ⁵	LastB-Pre ² ⁶	Post2-Last ⁷
<i>Цены активов</i>						
Δ ААPI	5.2	8.5	-5.6	0.5	3.9	-11.5
Гэп ААPI (от тренда)	-4.8	8.0	4.1	-3.8	19.6	-14.2
Δ цен акций	9.1	12.8	-8.0	1.8	-0.8	-1.9
Гэп цен акций	-5.0	13.6	-7.7	-9.7	26.7	-28.2
Δ реальных цен на недвижимость	3.1	7.8	-3.2	-1.2	5.5	-10.7
Гэп реальных цен на недвижимость	-5.3	4.5	7.3	-2.0	16.8	-8.9
<i>Экономическое развитие</i>						
Δ ВВП	3.4	3.5	1.3	2.3	0.3	-2.4
Гэп ВВП	-0.7	1.6	0.4	-0.5	3.9	-3.1
Δ совокупное потребление	3.3	3.8	1.6	2.0	0.5	-1.9
Совокупное потребление/ Гэп ВВП	-0.4	-0.5	0.9	0.1	0.4	1.3
Δ совокупные инвестиции	6.8	7.2	-3.2	2.1	-1.9	-9.1
Инвестиции / гэп ВВП	-1.7	4.2	2.0	-2.0	8.5	-10.2
Δ инвестиций в жилищное строительство	5.2	5.3	-5.3	0.1	-1.2	-4.8
Инвестиции в жилищное строительство/ гэп ВВП	-1.6	4.4	0.1	-2.2	10.7	-8.3

Примечания: ¹ Австралия, Бельгия, Канада, Швейцария, Германия, Дания, Испания, Финляндия, Франция, Ирландия, Италия, Япония, Нидерланды, Норвегия, Новая Зеландия, Швеция, США и Великобритания; ² среднее медианное значение за 2 года до ценовых бумов; ³ среднее медианное значение в период ценовых бумов; ⁴ среднее медианное значение на протяжении 2 лет после завершения ценовых бумов; ⁵ среднее медианное значение во все другие периоды времени;

⁶изменения между последним годом ценового бума и вторым годом, предшествующем буму;
⁷изменения между вторым годом после бума и последним годом ценового бума.

Источник: составлено на основе [239].

Цены акций по сравнению с ценами на недвижимость показали наибольшую волатильность на всех фазах ценовых бумов. Их средний прирост в период ценового бума составил 7,8% в год. Вместе с тем, результаты исследований свидетельствуют о том, что именно фондовый рынок “обваливается” в первый год после ценового бума, в то время, как цены на недвижимость менее волатильны в этом плане, показывая устойчивое снижение на второй год после ценового бума.

Вторая, нижняя часть таблицы 2.3 содержит изменения в показателях реального ВВП, инвестициях и потреблении. Анализ табличных данных показал, что приращение реального ВВП имело место в период времени до бумов, а также в самом начале неординарного роста цен активов. Затем реальный экономический рост замедлялся и составлял, в среднем, 1,3% в года после ценовых бумов.

Гэп ВВП, моделируемый как отклонение фактического значения реального ВВП от своего тренда, увеличивался на 3,9% в год за период времени с первого года, который предшествовал буму (за два года до него), и последним годом ценового бума. Такая динамика показывает, что бум цен активов сопровождается подъемом делового экономического цикла. При этом, уровень совокупного потребления в экономике за этот же период времени, практически, не изменился, и в отличие от темпа прироста инвестиций, рост потребления был положительным в последующие два года после ценового бума. По-видимому, сдерживающим фактором, обеспечивающим сглаженный характер совокупного потребления, являются рациональные ожидания домохозяйств относительно динамики цен активов. Умеренный гэп инвестиций и гэп вложения средств в жилищное строительство на уровне 4% на протяжении бума отражает, лишь, отчасти общий рост данных показателей за период времени с первой фазы (“*pre-boom*”) до последнего года “пиковых” цен на

активы (8,5% по инвестициям и 10,7% по вложениям в жилищное строительство). Существенное снижение данных гэпов в последующие два года после последнего года ценового бума (“post2-last”) на 10,2% в год по гэпу инвестиций и на 8,3% по гэпу вложений средств в жилищное строительство свидетельствует об асимметричной динамике инвестиций в периоды бурных подъемов и спадов. Это еще раз подтверждает действие финансового акселератора.

В таблице 2.4 представлены монетарные переменные, медианные значения которых были рассчитаны по тем же 18 странам и за тот же интервал времени.

Таблица 2.4 – Монетарная сфера на различных фазах ценовой динамики за 1970-2002 годы (%)

	Av. Pre-boom	Av. Boom	Av. Post-boom	Normal	LastB-Pre2	Post2-Last
Δ Кредит	4.5	7.1	1.2	3.6	2.1	-2.9
Кредит / гэп ВВП	-2.8	0.8	1.8	-0.6	5.9	-3.1
Δ деньги (МЗ)	4.4	5.5	1.9	2.5	1.9	-1.3
Деньги / гэп ВВП	-1.7	0.6	0.3	-0.3	2.4	-1.2
Гэп по ставке Тэйлора ¹	0.8	-0.4	-0.1	0.1	-2.2	2.2
Δ CPI (индекс потребительских цен)	4.5	4	5.2	6	0.8	-1.3
Инфляционный гэп	0.9	0.1	1.1	-0.1	1.6	-0.6
Номинальная процентная ставка	7.6	8.6	10.0	8.6	1.3	-0.8
Гэп по номинальной процентной ставке	-1.2	0.1	1.4	-0.4	2.5	-0.1
Реальная процентная ставка	3.7	3.7	4.8	2.4	0.6	-0.4
Гэп по реальной процентной ставке	-0.2	0.3	0.5	-0.3	0.8	0.0

Примечание: ¹Отрицательное значение означает, что процентная ставка была ниже ставки, рассчитанной по денежному правилу Тэйлора.

Источник: составлено на основе [239].

Акцентируя внимание на целевом индикаторе для многих центральных банков, а именно, на индексе потребительских цен, из табличных данных следует, что он не претерпел сильных изменений на всех трех анализируемых фазах ценовой динамики.

Уровень потребительской инфляции находился в диапазоне 4-5%, что, в среднем, было ниже на 1-2% в абсолютном выражении от его значения при “нормальных” условиях функционирования экономики (6% в год). Этот факт еще раз подтверждает результаты исследования Клаудио Борио и Филиппа Лоу [204], в которых указывается на то, что индекс потребительских цен является “плохим” индикатором финансовых диспропорций.

Монетарная реакция денежных властей в виде повышения номинальной процентной ставки, а вместе с ней, при умеренной инфляции и увеличение реальной процентной ставки не оказалось столь существенным. Вместе с тем, по гэпу номинальной процентной ставки увеличение составило 2,5%, в то время как по реальной процентной ставке это увеличение составило всего лишь 0,8% в абсолютном выражении. Ученые отмечают, что небольшое приращение в номинальной процентной ставке и, практически, постоянное значение реальной процентной ставки, были асимметричными (не адекватными) изменению гэпа реального ВВП.

Анализ ставки теоритической Тэйлора показал явное смягчение монетарной политики в периоды бума. Гэп по ставке Тэйлора на этом интервале времени принимал отрицательное значение. При этом, в период роста цен активов и общего подъема деловой активности, реальное приращение в объемах кредитования и денежной массе (М3) было стабильно устойчивым до ценовых бумов а также в последующий период “*Post-boom*”. Гэпы кредитных и монетарных агрегатов, выражающие степень “переизбытка” денег и кредита в экономике, отличались высокими значениями за период времени, включающий интервал, начиная с двухлетнего периода, предшествующего ценовому буму и завершая последним “пиковым” годом. В частности, реальный прирост кредита к ВВП составило 5,9% в год, а приращение “широкого” показателя денежной массы к ВВП – 2,4% в год. Принимая во внимание невысокое приращение процентных ставок, можно утверждать, что монетарная политика была достаточно “мягкой” в периоды ценового бума и более “жесткой” на фазе спада цен.

Таким образом, резюмируя исследование Карстена Деткена и Фрэнка Сметс, необходимо отметить, что компоненты агрегированного индекса цен “AAPI”, а именно, индекс цен на недвижимость и фондовый индекс, служат достаточно качественными сигналами (индикаторами) формирования ДФСЭ. Кроме этого, ученые экспериментально подтвердили предположение о том, что не все ценовые бумы приводят к тяжелым последствиям в экономике. Как правило, тяжелые последствия (“high-cost booms”), сопровождаемые глубоким спадом в ценах на недвижимость и сокращением инвестиций, проявляются вследствие существенного приращения денег и кредита на начальной фазе (в первый год) ценовых бумов, усиливающие как рост, так и последующий спад цен активов.

Последующие исследования, направленные на выявление источников ценовых шоков и финансовых диспропорций, имели общую концептуальную основу, которую мы раскрыли по выше приведенным примерам. Ученые использовали различные методы анализа, а также расширяли спектр факторов, формирующих объективные условия для ценовых бумов с тяжелыми последствиями не только по уровню инвестиций и ценам на недвижимость, но и по реальному ВВП. Среди этих работ можно выделить научные наработки Х. Мачадо и Д. Соуза [240], Р. Адалида и К. Деткена [241], Ч. Гудхарта и Б. Хофмана [242], Л. Алесси и К. Деткена [234], Д. Джердесмейера [198], М. Сробона [243].

Одна из последних научных работ, раскрывающая вопросы идентификации финансовых диспропорций, представлена специалистами МВФ в 2011 году. Согласно проведенным исследованиям выделяется три типа шоков, которые формируют объективные условия для формирования спекулятивной составляющей роста цен активов и накопления финансовых диспропорций [243]. На рисунке 2.2 схематично представлено влияние этих шоков на устойчивость ФСЭ и общей макроэкономической устойчивости.

Шок, связанный с формированием “пузырей” по ценам на активы, приводит к неадекватной оценке кредитно-финансовыми учреждениями

реальной стоимости активов потенциальных заемщиков, что, в свою очередь, формирует условия для нарастания кредитных рисков. Снижение стандартов (требований) для потенциальных заемщиков имеет место в виду усиления конкуренции между кредитно-финансовыми учреждениями на фазе экономического подъема, а также вследствие роста цен на активы, которые выступают в качестве объекта кредитного обеспечения (залогового имущества) и роста оптимистических ожиданий относительно будущей эффективности и деловой активности заемщиков.

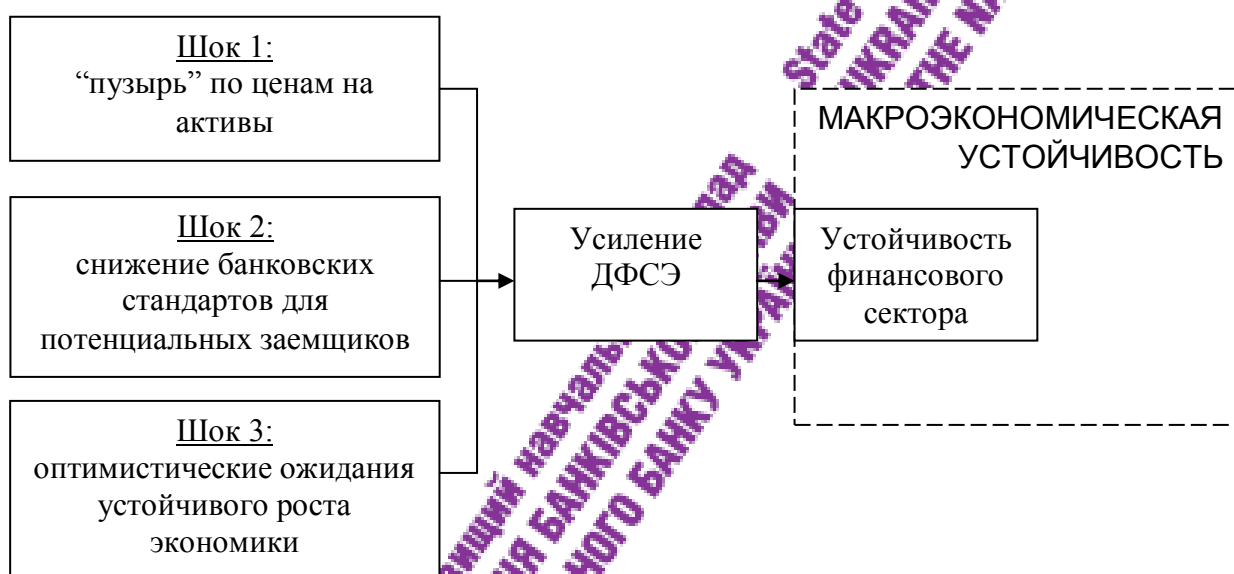


Рисунок 2.2 – Типы шоков ФСЭ (разработано автором)

Источник: собственная разработка

Оптимистические ожидания устойчивого роста экономики, как правило, формируются на очередной фазе роста экономического цикла, когда финансовый рынок, выполняя свою основную задачу трансформирования временно свободных денежных средств, аккумулирует ресурсы для кредитования экономики и поддержания, тем самым, ее роста. Первые два шока потенциально могут формировать системные финансовые риски, которые могут накапливаться и оказывать негативное влияние на устойчивость финансового рынка, а через него, и на общую макроэкономическую устойчивость.

Исследуя вопросы идентификации будущих финансовых стрессов (кризисов), специалисты МВФ предложили использовать, предварительно разработанный ими индекс финансовых стрессов (“*FSI*” - “*Financial Stress Index*”) [244], который рассчитывается ежемесячно и представляет собой сумму семи нормализованных переменных, а именно:

- β -коэффициент банковского сектора (коэффициент корреляции между прибылью банковского капитала (ROE) с общей рыночной доходностью);
- спрэд в доходности 3-х месячных казначейских ценных бумаг США и Евродолларовых займов (“*TED spreads*”);
- срочные спрэды (“*term spreads*”, представляющие собой разницу между краткосрочными и долгосрочными правительственными облигациями);
- доходность фондового рынка;
- волатильность фондового рынка;
- спрэды по суверенным долгам;
- волатильность валютного рынка.

При этом, для стран с развивающимися финансовыми рынками может использоваться синтетический индекс, который включает пять из выше рассмотренных нормализованных переменных, исключая “*TED spreads*” и “*term spreads*”, а вместо волатильности валютного рынка используется индекс давления на валютном рынке [245]. На основе расчета индекса финансовых стрессов “*FSI*” по 40 странам было выделено порядка 76 эпизодов критических финансовых состояний (“*financial distress*”). По результатам исследований остановимся на показателях, которые, по нашему мнению, являются альтернативными индикаторами финансовых диспропорций:

1. Ежегодный прирост отношения “Кредиты/ВВП” (более чем на 3%) в абсолютном выражении может служить ранним оповещающим сигналом (за один-два года) будущих финансовых стрессов (рис. В.2 приложения В). Причем, с приближением кризиса более интенсивно повышались кредиты в экономику и обязательства страны от прочих привлеченных инвестиций

(долгосрочные и краткосрочные кредиты органов денежно-кредитного регулирования, сектора государственного управления, банков и других секторов экономики) в процентном выражении к ВВП. На рис. В.1 приложения В эта динамика представлена обобщающим расширенным показателем уровня кредитования. Значения данного показателя увеличивались, в среднем, на 5% за два года до финансово-экономического кризиса 2008 года и на 7% за год до него.

2. Ежегодный прирост величины кредитов, предоставленных в частный сектор экономики, составил 3%. Данный показатель может использоваться как индикатор финансовых диспропорций, хотя, в действительности, он не имел очевидного увеличения с приближением кризиса. Более устойчивый рост в этом аспекте показал коэффициент отношения кредитов к ВВП, составив от 3% до 4% в абсолютном выражении в течение последнего года, предшествующего кризису (рис. В.2 приложения В).

3. Финансовый дисбаланс (леверидж), выраженный отношением предоставленных кредитов к имеющимся депозитам, за год до финансово-экономического кризиса превысил 120%-й рубеж (рис. В.3 приложения В).

4. Внешние обязательства частного сектора также показывали устойчивый рост вплоть до финансово-экономического кризиса. При этом внешние заимствования банков и небанковского сектора возрастали в диапазоне 10-25% в преддверии финансового стресса, а внешние обязательства банков, как часть внутренних депозитов, увеличились с 32% до 38% за два года до кризиса (рис. В.4 приложения В).

5. Страны с фиксированным обменным курсом имели значительно более высокие темпы кредитной экспансии. В странах с фиксированным (или управляемым) валютным курсом раскрытые выше шоки имели наибольшую силу распространения (рис. В.5 приложения В).

6. Реальный эффективный обменный курс в преддверии кризиса явно возрастал в странах с развивающимися финансовыми рынками (рис. В.6 приложения В). Так, кредитная экспансия, имевшая место до глобального

финансово-экономического кризиса 2008 года, была связана с увеличением реального обменного курса, в среднем, на 4% в последние предкризисные годы. По-видимому, рост реального обменного курса оказывал непосредственное влияние на цены активов, что впоследствии привело к реализации конъюнктурных шоков (активов) в экономике, ухудшив торговые балансы стран.

7. Цены на недвижимость, возросли, в среднем, на 10-12% за два года до периода финансового стресса, что, в общем-то, подтверждает результаты предыдущих исследований о значимости рынка недвижимости в образовании финансовых диспропорций.

Резюмируя результаты исследований специалистов МВФ, необходимо обратить внимание на то, что кредитные агрегаты являются хорошими опережающими индикаторами финансовых диспропорций, и связанных с ними системными рисками, которые материализуются в условиях финансовых кризисов. В то же самое время, их использование недостаточно для принятия опережающего решения денежными властями. Помимо кредитных индикаторов, мониторинг должен осуществляться по ценовой динамике активов (недвижимости, акций), банковским и корпоративным внешним обязательствам, эффективному обменному курсу, уровню левериджа в экономике, характеризующего также и “перенапряженность” балансов (финансовых диспропорций) экономических агентов.

В таблице 2.5 приведена небольшая систематизация финансовых агрегатов, позволяющих идентифицировать формирование ДФСЭ. В первой строчке таблицы представлены результаты исследований Клаудио Борио и Филиппа Лоу. Последующие две работы мы также рассматриваем в аспекте ДФСЭ. В целом, подводя итог исследования индикаторов финансовых диспропорций, можно сформулировать следующие выводы, которые могут быть полезными в разработке действенной монетарной политики, направленной на своевременное и адекватное регулирование ДФСЭ [198, с. 15]:

1. Идентификация и количественная оценка финансовых диспропорций и связанных с ними ценовых шоков является достаточно сложной задачей, особенно, с точки зрения, заблаговременного (*ex ante*) их выявления.



Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНЬСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

Таблица 2.5 – Финансовые агрегаты как индикаторы дисбалансов и дестабилизации в ФСЭ

Год проведения исследования, ученые	Основные факторы (индикаторы)		Превышение порогового значения, %	Прогноз дестабилизации	Качество прогноза ¹ %
2001, 2004 К. Борюо, П. Лоу [196, 197]	Отдельно взятый фактор	Кредитный гэп ² , Фондовый гэп, Монетарный гэп, Гэп по ВВП	4 60 3 2	В ближайшие 3-5 лет ⁽¹⁾	80 47-73 53-60 53-73
	Комбинация ³ факторов	Кредитный гэп и Фондовый гэп	4 60	В ближайшие 1-3 года ⁽¹⁾ В ближайшие 3-5 лет ⁽¹⁾	53 73
2010 Д. Джердесмейер, Х. Реимерс, Б. Роффия [198]	Комбинация факторов ³	Ежегодное приращение кредитной задолженности, изменения в номинальной долгосрочной ставке, доля инвестиций в ВВП, индексы цен на недвижимость, фондовые индексы	Не указано	В ближайшие 8 кварталов ⁽²⁾ (снижение средневзвешенной стоимости жилой и коммерческой недвижимости)	70
2011 М. Сробона и др. [243]	Комбинация факторов ³	Кредитный гэп, Гэп по ценам на базовые активы	5 15	В ближайшие 2 года ⁽¹⁾	Вероятность кризиса повышается на 20%

¹Качество прогноза – процент правильно обнаруженных дестабилизаций финансового рынка (банковских кризисов⁽¹⁾, падение цен на активы⁽²⁾).

²Гэп (разрыв) представляет собой абсолютное отклонение фактического значения соответствующего параметра от его ожидаемой величины (долгосрочного тренда)

³Лучшая комбинация факторов в зависимости от качества прогноза.

Источник: собственная разработка.



2. Вариативность применения тех или иных показателей для определения величины подъемов и спадов в ценах, их дюрации, а также степени тяжести последствий, к которым приводят эти ценовые шоки, достаточно произвольна. В связи с этим, различные результаты исследований дают не всегда согласованные выводы.

3. Наиболее полезными в информационном плане опережающими индикаторами финансовых диспропорций, среди всех остальных переменных, являются кредитные агрегаты и цены активов. В различных исследованиях неоднократно указывается на тот факт, что чрезмерная кредитная экспансия является “хорошим” опережающим индикатором финансовых диспропорций в экономике. Вместе с этим, в ряде исследований обращается внимание на фактор существенного расширения денег. Однако, по сравнению с кредитными агрегатами, деньги не являются столь очевидным индикатором финансовых диспропорций. Возможно, это объясняется наличием эффектов замещения между деньгами и другими активами, особенно в периоды финансовой турбулентности и неопределенности.

В то же самое время, высокое реальное приращение денежной массы может быть результативным индикатором для идентификации финансовых диспропорций на самых ранних стадиях, предшествующих ценовым шокам.

4. В условиях низких процентных ставок центральных банков, деньги и кредит часто ассоциируются с “пузырями” на рынках активов. Исследования показали, что процентные ставки в периоды ценовых бумов были ниже ставок, рассчитанных по денежному правилу Тэйлора, особенно в последних “пиковых” годах. Монетарная политика оказалась слишком “мягкой” в предкризисные периоды времени, что привело к реализации конъюнктурных шоков в экономике (“*high-cost booms*”). Соответственно, можно с уверенностью предположить, что монетарные и кредитные агрегаты дополняют в информационном плане краткосрочные процентные ставки, которые по своей

природе должны в полной мере отображать денежно-кредитную политику центральных банков.

5. Анализ монетарных условий целесообразно расширить более широким анализом финансовых условий экономики. Особенно важным в этом аспекте является мониторинг индикаторов возможных ценовых “перекосов”. Так, неординарное изменение цен на недвижимость часто приводило к формированию четких циклов ценовых подъемов и глубоких спадов в экономике.

Формирование и накопление ДФСЭ Украины в период 2006-2008 гг. оказало прямое влияние на степень уязвимости национального ФСЭ к внешним воздействиям. Эндогенные процессы кредитной экспансии в период экономического подъема способствовали накоплению внутрисистемных финансовых рисков, которые материализовались в 2009 году и оказали негативное влияние на общую макроэкономическую стабильность в стране.

В международной практике для осуществления мониторинга за формированием системных финансовых рисков на уровне национальной экономики реализуется международная программа оценки ФСЭ (“ФСАП” / “FSAP” – “Financial Sector Assessment Program”), разработанная под эгидой МВФ и Мирового банка (далее – МБ) в 1999 году.

Программа ФСАП направлена на повышение устойчивости финансовых систем в государствах-членах данной программы. В документах МВФ [269, с. 297] официально отмечается, что работа в рамках программы ведется при поддержке экспертов из ряда национальных ведомств и органов, устанавливающих стандарты. В частности, это сотрудничество осуществляется по следующим направлениям:

- выявление сильных сторон и уязвимых мест финансовой системы страны;
- определение методов управления основными источниками риска;

- выяснение потребностей сектора в помощи на цели развития и технической помощи;

- помощь в установлении приоритетов для ответных мер политики.

В рамках программы ФСАП производится оценка стабильности финансовой системы отдельно взятой национальной экономики (ФССА / FSSA - Financial System Stability Assessment). В тех странах мира, в которых, в соответствии с позицией МВФ, имеют системно значимые финансовые сектора, оценка ФССА, должна проводиться каждые 5 лет, для всех других стран участие в программе ФСАП является добровольным. В развивающихся странах и странах с формирующимся рынком, ФСАП проводится совместно с МБ. В этих странах, ФСАП оценки включают в себя два компонента [270]:

- оценку финансовой стабильности, которая является сферой ответственности МВФ;

- оценку финансового развития, являющейся сферой ответственности МБ.

По результатам программы ФСАП формируется отчет в разрезе соответствующей национальной экономики.

Ключевым элементом программы ФСАП является макропруденциальный анализ, который представляет собой оценку и мониторинг сильных и слабых (уязвимых) сторон финансовых систем [247, с. 10].

На рисунке 2.3 показаны основные составляющие элементы макропруденциального анализа, среди которых можно выделить:

- 1) Индикаторы финансовой устойчивости (ИФУ) – это индикаторы, разработанные для проведения мониторинга состояния и устойчивости финансовых институтов и рынков, а также связанных с ними контрагентов. Индикаторы рассчитываются на основе агрегированной информации относительно функционирования финансовых институтов и рынков, на которых они осуществляют финансовую деятельность.



Рисунок 2.3 – Компоненты макропруденциального анализа

Источник: составлено на основе [247, с.16]

2) Стресс-тесты – комплекс аналитических инструментов, которые используются с целью выявления ключевых рисков финансово-экономической системы на основе определения количественного влияния возможных шоков на финансовую систему [168, с. 9].

Стресс-тестирование проводится с использованием различных методов анализа, в частности:

- *анализа чувствительности*, направленного на выявление рисков и наиболее вероятной реакции институций ФСЭ на шоки (изменения в процентных ставках, курсах валют, цен на активы и т.п.);
- *сценарного анализа*, направленного на проверку устойчивости финансовых институтов и ФСЭ к исключительным, но возможным экономическим сценариям;
- *анализа “заражения”*, на основании которого выявляется и оценивается трансмиссия шоков, передающейся от одной финансовой

институции (например, системно значимой) к финансовому сектору в целом.

Макропруденциальный анализ дополняет и усиливает системы раннего оповещения (“*early warning systems*”), а также другие аналитические инструменты, в процессах мониторинга уязвимости и предотвращения кризисов [248]. Вместе с этим, специалистами МВФ отмечается, что системы раннего оповещения, как правило, направлены на оценку уровня уязвимости ФСЭ к внешним факторам, с использованием макроэкономических показателей в качестве основных объясняющих переменных. В этом аспекте Национальным банком Украины (приложение 3) разработаны следующие индикаторы устойчивости внешних взаимосвязей финансовой системы для национальной экономики:

- динамика экспорта товаров и услуг;
- динамика импорта товаров и услуг;
- отношение импорта товаров и услуг к экспорту товаров и услуг;
- сальдо текущего счета в процентах к ВВП;
- динамика курсов основных мировых валют и валют основных торговых партнеров;
- динамика процентных ставок на международных рынках;
- и другие.

Индикаторы устойчивости ФСЭ (ИФУ) основываются на концепции американской рейтинговой системы оценки банков “*CAMELS*”, разработанной в 1978 году Федеральной резервной системой США и федеральными агентствами: управлением контролера денежного обращения “*Office of the Comptroller of the Currency*” (“*OCC*”) и федеральной корпорацией по страхованию депозитов “*Federal Deposit Insurance Corporation*” (“*FDIC*”) [249-250].

Основные компоненты рейтинговой системы “CAMELS” легли в основу расчета индикаторов финансовой устойчивости и могут использоваться в решении следующих задач:

1) Оценка риска потрясения для ФСЭ. Среди инструментов, которые могут использоваться для этой цели, — показатели, применяемые в моделях систем раннего оповещения. Такие показатели обычно основаны на данных по конкретной стране, информации о динамике ситуации в глобальной экономике и политическом риске.

2) Оценка уязвимости ФСЭ в случае финансовых стрессов; оценка состояния нефинансовых секторов; отслеживание уязвимых мест ФСЭ, обусловленных кредитным риском, риском ликвидности и рыночным риском; оценка способности ФСЭ к покрытию убытков, возникающих в условиях кризиса.

3) Анализ макрофинансовых связей для получения представлений о воздействии на макроэкономические условия, экономическую приемлемость долга и о снижении посреднического потенциала ФСЭ.

4) Наблюдение за макроэкономическими условиями для оценки того, какое воздействие оказывает дестабилизация ФСЭ на макроэкономическую стабильность и экономическую приемлемость долга [251, с. 258].

Подчеркнем, что ИФУ могут использоваться в системах раннего оповещения относительно возможных финансовых стрессов, что является важным аспектом в идентификации дисбалансов, которые могут формироваться в процессе функционирования ФСЭ. Поэтому в дальнейшем будет произведен сопоставительный факторный анализ динамики ИФУ и системы показателей дисбалансов ФСЭ, рассмотренных ранее. Структурированный комплекс индикаторов финансовой устойчивости в привязке к системе “CAMELS” приведен в приложении К. При этом, параметр “М” (“Менеджмент”) системы “CAMELS” не включен в перечень структуры индикаторов финансовой устойчивости, поскольку его сложно оценить

количественно одним или несколькими показателями. По своей природе данный параметр предполагает проведение как количественной, так и качественной оценки системы менеджмента депозитных корпораций.

В соответствии с Положением НБУ “О порядке определения рейтинговых оценок по рейтинговой системе CAMELS” від 08.05.2002 р. № 171 [250] выделим критерии успешного банковского менеджмента, которые можно интерполировать и на уровень депозитных корпораций, а именно:

- руководство банка опытное и компетентное;
- все основные показатели финансовой деятельности банка отвечают нормативным требованиям или превышают их;
- полное понимание руководством банка рисков, связанных с деятельностью банка;
- понимание руководством банка экономической среды и соответствующее реагирование на изменения в ней;
- наличие надлежащего внутреннего аудита и надлежащее осуществление им своих функций;
- взвешенный подход к планированию, разработке внутренних положений, процедур и средств контроля, а также активный контроль за их выполнением;
- отсутствие признаков кредитования инсайдеров на более благоприятных условиях;
- надлежащий уровень работы наблюдательного совета по определению политики банка и его тесное сотрудничество с правлением (советом директоров) банка;
- совершенная (оптимальная) организационная структура, наличие постоянно действующей программы подготовки кадров;
- ответственное отношение правления (совета директоров) и наблюдательного совета банка к замечаниям и рекомендациям Национального банка;

– отсутствие замечаний по выполнению банком требований законодательства по вопросам предотвращения легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, а также об установленных в банка правил проведения внутреннего финансового мониторинга и программ его осуществления.

Анализируя перечень индикаторов финансовой устойчивости, необходимо обратить внимание, что помимо тех позитивных качеств, которые они имеют, в научной литературе [252, с. 43] также выделяют и ряд проблемных аспектов, среди которых:

- наличие большого количества индикаторов, часть из которых дублируют друг друга;
- разновекторность изменения индикаторов, что усложняет выделить общие тенденции в их динамике;
- наличие индикаторов устойчивости нефинансового сектора экономики, напрямую не относящиеся к функционированию ФСЭ экономики;
- отсутствие в настоящий момент системы подготовки статистических данных для расчета всего спектра из 40 предложенных МВФ индикаторов устойчивости ФСЭ;
- ряд индикаторов, среди которых достаточность капитала, является объектом пристального контроля НБУ, что в некоторой степени снижает информативность использования таких индикаторов в части оценки устойчивости ФСЭ;
- индикаторы фондового рынка не являются в полной мере репрезентативными для оценки устойчивости ФСЭ Украины;
- отсутствие практически по всем индикаторам, за исключением нормативных, граничных значений, которые бы сигнализировали о возможных стрессах в ФСЭ.

Поэтому методология мониторинга ИФУ нуждается в дальнейшем своем усовершенствовании в части уточнения определений индикаторов и методик их расчета (параграф 2.3). Для определения степени релевантности ИФУ, т.е. их способности своевременно сигнализировать о предстоящих стрессах в ФСЭ, и соответственно, о формировании в нем дисбалансов, проанализируем эти индикаторы за период времени до момента кредитного сжатия (до 2009 года) [253].

I. Базовые ИФУ депозитных корпораций. Для осуществления анализа базовых индикаторов финансовой устойчивости депозитных корпораций за период времени с 2005 года по 2008 год предварительно была построена корреляционная матрица, на основании которой “дублирующие” индикаторы, имеющие значение коэффициента корреляции по модулю более 0,6, были исключены из анализа.

Среди отобранных индикаторов финансовой устойчивости предлагается рассмотреть следующие: отношение регулятивного капитала к взвешенным по риску активам (I_1), норма прибыли на активы (I_6), отношение процентной маржи к валовому доходу (I_8), отношение непроцентных затрат к валовому доходу (I_9), отношение ликвидных активов (широкий показатель) к краткосрочным обязательствам (I_{11}), отношение чистой открытой позиции в иностранной валюте к капиталу (I_{12}). В таблице 2.4 показана динамика отобранных индикаторов финансовой устойчивости.

Анализ данных таблицы 2.4 показал отсутствие явных диспропорций в динамике исследуемых индикаторов [254]. Отношение регулятивного капитала к активам, взвешенных с учетом риска (I_1), не опускалось ниже нормативного значения [255], равного 10%. Нормативное значение краткосрочной ликвидности (I_{11}) хоть и имело тенденцию снижения, тем не менее, на протяжении всего исследуемого диапазона времени оно составляло не меньше 20%.

Таблица 2.4 – Динамика базовых индикаторов финансовой устойчивости

Год	Квартал	Отношение регулятивного капитала к взвешенным по риску активам	Норма прибыли на активы	Отношение процентной маржи к валовому доходу	Отношение непроцентных затрат к валовому доходу	Отношение ликвидных активов (широкий показатель) к краткосрочным обязательствам	Отношение чистой открытой позиции в иностранной валюте к капиталу
		I_1	I_6	I_8	I_9	I_{11}	I_{12}
2005	4	14,95	1,31	48,36	65,99	40,17	1,41
2006	1	↓ 14,92	0,35	52,88 ↑	↓ 64,38	↓ 38,24	3,20 ↑
	2	↓ 14,31	0,77 ↑	↓ 52,83	↓ 61,15	↓ 36,89	8,37 ↑
	3	↓ 13,90	1,12 ↑	53,96 ↑	↓ 59,41	↓ 35,98	11,32 ↑
	4	14,19 ↑	1,34 ↑	54,49 ↑	↑ 59,79	37,83 ↑	10,55 ↑
2007	1	↓ 13,99	0,39	56,08 ↑	62,16 ↑	40,68 ↑	16,76 ↑
	2	↓ 13,95	0,64 ↑	↓ 55,61	↓ 61,00	↓ 40,07	16,36 ↑
	3	↓ 13,89	0,90 ↑	↓ 55,19	↓ 59,52	↓ 38,07	19,06 ↑
	4	13,92 ↑	1,22 ↑	55,45 ↑	↓ 60,76	39,93 ↑	↓ 13,38
2008	1	↓ 13,29	0,34	58,64 ↑	61,99 ↑	↓ 36,32	16,95 ↑
	2	13,40 ↑	0,64 ↑	57,97	↓ 61,36	38,03 ↑	18,81 ↑
	3	13,61 ↑	0,92 ↑	57,97	↓ 60,34	↓ 37,58	19,17 ↑
	4	14,01 ↑	↓ 0,88	↓ 51,16	↓ 52,95	↓ 32,99	33,10 ↑

Примечание: ↑ - рост показателя; ↓ - снижение значения показателя.

Источник: составлено на основе [210].

Индикаторы, характеризующие прибыльность депозитных корпораций, также не отличались сильными отклонениями [256]. Рентабельность активов к концу 2007 года снижается с 1,34% до 1,22%. Высокая доля процентной маржи в валовых доходах показывает превалирование кредитной деятельности депозитных корпораций над иными возможными видами деятельности. Причем, расширение кредитования в иностранной валюте определило и поступательную тенденцию увеличения отношения чистой открытой позиции в иностранной валюте к капиталу депозитных корпораций. Рост данного соотношения за период времени с 2005 года по 2008 год составил более чем в 20 раз, что при неблагоприятных обстоятельствах привело к материализации валютных рисков [257].

В таблице 2.5 представлен расчет средних значений (\bar{X}) и среднеквадратических отклонений (σ) по ряду ключевых показателей деятельности банковского сектора по фазам кредитной экспансии.

Таблица 2.5 – Ключевые показатели функционирования банковского сектора (%)

Фаза кредитной экспансии	Отношение регулятивного капитала к взвешенным по риску активам (H2)		Норма прибыли на активы (ROA)		Доля проблемных кредитов (просроченных и сомнительных) в общей сумме кредитной задолженности (NPL)		Кредиты к ВВП	
	\bar{X}	σ	\bar{X}	σ	\bar{X}	σ	\bar{X}	σ
I – фаза кредитной экспансии: 2001-2005 гг.	17,11	2,37	0,98	0,11	4,23	1,61	25,69	8,42
II – фаза кредитного бума: 2006-2008 гг.	14,04	0,14	1,04	0,22	1,92	0,49	69,00	19,40
III – фаза кредитного сжатия: 2009-2011 гг.	19,27	1,41	-2,16	1,94	10,38	1,04	72,86	5,33

Источник: составлено на основе [210].

Из табличного материала следует, что в условиях кредитного бума ($\bar{X}_{L/Y} = 69,00, \sigma_{L/Y} = 19,4$), среднее значение рентабельности активов банков достигло своего максимального уровня (1,04%), а доля проблемных кредитов – своего минимума (0,49%). На фазе спада кредитной экспансии видимый рост сменился резким падением рентабельности активов и стремительным (почти в 5,5 раз), ростом проблемных кредитов. При этом адекватность капитала в 2009-2011 годах возросла на 5% по сравнению с фазой кредитного бума [256].

Анализ базовых индикаторов финансовой устойчивости депозитных корпораций позволяет сделать вывод о стабильном и динамичном развитии ФСЭ экономики Украины в предкризисный период времени [258].

II. Дополнительные ИФУ депозитных корпораций. Предварительный анализ дополнительных индикаторов депозитных корпораций позволил выделить, по сути, дублирующую переменную, а именно, отношение обязательств в иностранной валюте к совокупным обязательствам, которая

имела коэффициент корреляции равный 0,98 с индикатором соотношения кредитов в иностранной валюте к совокупным обязательствам. Соответственно, для дальнейшего анализа были рассмотрены следующие индикаторы: отношение капитала к активам (I_{13}), отношение крупных открытых позиций к капиталу (I_{14}), отношение прибыли (убытков) по финансовым инструментами к валовому доходу (I_{18}), отношение затрат на содержание персонала к непроцентным затратам (I_{19}), спрэд между базовыми ставками по кредитам и депозитам (базисные пункты) (I_{20}), спрэд между максимальной и минимальной межбанковскими ставками (базисные пункты) (I_{21}), отношение депозитов клиентов к совокупным валовым кредитам (кроме межбанковских) (I_{22}), отношение кредитов в иностранной валюте к совокупным валовым кредитам (I_{23}). В таблице 2.6 показана динамика дополнительных индикаторов финансовой устойчивости по капиталу.

Таблица 2.6 – Динамика дополнительных индикаторов финансовой устойчивости депозитного сектора по капиталу

Год	Квартал	Отношение капитала к активам, I_{13}	Абсолютные ежегодные отклонения по I_{13} (+,-)	Отношение крупных открытых позиций к капиталу, I_{14}	Абсолютные ежегодные отклонения, I_{14} (+,-)
2005	4	11,90	-	202,61	-
2006	1	11,97	+0,57	200,69	-11,17
	2	11,58		202,30	
	3	11,51		202,66	
	4	12,47		191,44	
2007	1	12,02	-0,89	188,44	-20,38
	2	11,48		183,45	
	3	11,42		182,58	
	4	11,58		171,06	
2008	1	12,11	+1,28	151,33	+16,30
	2	11,94		154,15	
	3	12,16		162,36	
	4	12,86		187,36	

Источник: составлено автором на основе [210], собственная разработка.

Динамика отношения к капиталу (I_{13}) отражает небольшие по величине колебания в уровне финансового левериджа депозитного сектора. Величина покрытия активов за счет других источников финансирования (помимо капитала), в среднем, в 2006-2007 гг., когда в национальной экономике наблюдался кредитный бум, составила более 11,5%, а в 2008 году прирост в индикаторе (I_{13}) составил 1,28 % в абсолютном выражении.

Дополнительный индикатор устойчивости депозитного сектора “Отношение крупных открытых позиций к капиталу” (I_{14}) на протяжении анализируемого периода времени, за исключением четвертого квартала 2008 года, имел тенденцию снижения, что свидетельствовало об уменьшении концентрации кредитного риска в крупнейших институциях депозитного сектора. В целом, динамика дополнительных индикаторов финансовой устойчивости по капиталу не вызвала объективных опасений относительно возможных трендов нарастания ДФСЭ Украины.

В таблице 2.7 представлена динамика дополнительных индикаторов финансовой устойчивости депозитного сектора по прибыли и затратам. Анализ указанной таблицы показал отсутствие существенных изменений в динамике колебаний отношения прибыли по финансовым инструментам относительно капитала, которые бы свидетельствовали о накоплении депозитным сектором Украины рисков по производным финансовым инструментам.

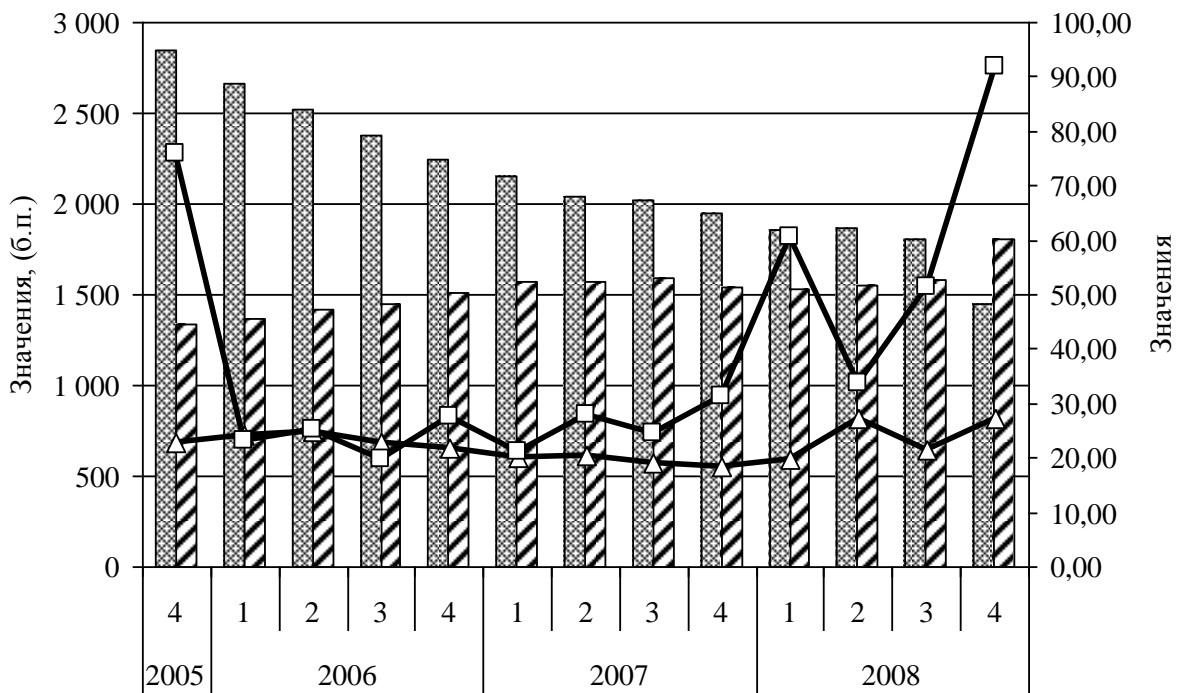
Вместе с тем, обратим внимание на четвертый квартал 2008 года, когда в условиях девальвации национальной валюты, значение индикатора I_{18} возросло в два раза по сравнению с 2007 годом. По затратам на содержание персонала необходимо подчеркнуть тенденцию на снижение их величины в общем объеме непроцентных расходов депозитного сектора. На рисунке 2.4 графически показано изменение спредов по процентным ставкам и доли депозитов в совокупных кредитах (кроме межбанковских) депозитных корпораций.

Таблица 2.7 – Динамика дополнительных индикаторов финансовой устойчивости по прибыли и затратам

Год	Квартал	Отношение прибылей (убытков) по финансовым инструментам к валовому доходу, I_{18}	Абсолютные ежегодные отклонения по I_{18} (+,-)	Отношение затрат на содержание персонала к непроцентным затратам, I_{19}	Абсолютные ежегодные отклонения по I_{19} (+,-)
2005	4	7,21	-	43,21	-
2006	1	10,53	+1,04	46,20	+3,94
	2	9,27		47,45	
	3	8,38		47,72	
	4	8,25		47,15	
2007	1	8,91	-0,80	50,53	+1,95
	2	7,91		50,20	
	3	8,44		50,44	
	4	7,45		49,10	
2008	1	7,00	+0,01	51,54	-0,97
	2	7,85		50,89	
	3	8,10		50,50	
	4	16,46		48,13	

Источник: составлено автором на основе [210], собственная разработка.

Анализируя представленный выше графический материал, можно обнаружить четкую тенденцию снижения доли депозитов в общей сумме предоставленных кредитов депозитными корпорациями. Так, если в 2005 году это соотношение составляло 95,05 %, то буквально через три года оно сократилось почти наполовину и составило 48,36 %, что отражало нарастание рисков ликвидности в период активной кредитной экспансии. При этом доля кредитов в иностранной валюте явно имела тенденцию роста. Реакцией со стороны НБУ на снижение ликвидности в банковском секторе Украины и нарастание инфляции было увеличение учетной ставки с 1 января 2008 года с 8,0% до 10,0% годовых, а с 30 апреля – до 12% годовых.



- ▨ Отношение депозитов клиентов к совокупным валовым кредитам (кроме межбанковских)
- ▧ Отношение кредитов в иностранной валюте к совокупным валовым кредитам
- △— Спрэд между базовыми ставками по кредитам и депозитам (базисные пункты)
- Спрэд между наибольшей и наименьшей межбанковскими ставками (базисные пункты)

Рисунок 2.4 – Динамика процентных спредов и доли депозитов в совокупных кредитах (за исключением межбанковских)

Источник: составлено автором на основе [210], собственная разработка.

В условиях недостаточности средств клиентов для осуществления банками Украины активных операций и дефицита национальной валюты на межбанковском кредитном рынке сформировался устойчивый спрос на кредиты в национальной валюте, что привело к подорожанию межбанковских кредитов. В марте 2008 года средневзвешенная процентная ставка по кредитам, предоставленным на межбанковском рынке, возросла до 7,6%. Это была наивысшая процентная ставка по гривневым кредитам, зафиксированная в анализируемые годы [259]. В первом квартале 2008 года на межбанковском рынке увеличился, почти в два раза, разрыв между наибольшей и наименьшей процентной ставкой (с 939 до 1913 базисных пункта), а во втором квартале уже

отреагировали банковские учреждения ростом спреда между процентными ставками по кредитам и депозитам.

III. ИФУ небанковских финансовых учреждений. В таблице 2.8 представлен сравнительный анализ банковского сектора и небанковских финансовых учреждений.

Таблица 2.8 – Индикаторы финансовой устойчивости небанковских финансовых учреждений

Показатели	2005	2006	2007	2008
Совокупные финансовые активы банковских и небанковских финансовых учреждений, млн. грн. в т.ч.	248,2	385,9	663,5	1035,0
- Активы банков, млн. грн.	223,0	353,1	619,0	973,3
Удельный вес, %	89,8	91,5	93,3	94,0
- Активы небанковских финансовых учреждений (ИФУ), млн. грн.	25,2	32,8	44,5	61,7
Удельный вес, % (I_{26})	10,2	8,5	6,7	6,0
ВВП, млн. грн.	441,5	544,2	720,7	948,1
Отношение активов банков к ВВП, %	50,5	64,9	85,9	102,7
Отношение активов ИФУ к ВВП, % (I_{27})	5,7	6,0	6,2	6,5

Источник: составлено автором на основе [210, 259].

Анализ табличных данных показал полное превалирование банковского сектора по отношению к небанковским финансовым учреждениям, как по доле в совокупных активах ФСЭ (94% в 2008 году), так и по доле в ВВП. Отношения активов небанковских финансовых учреждений к ВВП незначительны (6,7% в 2007 году и 6,0% в 2008 году), а общая динамика изменения данных индикаторов имело явную тенденцию снижения.

В целом, выявленная структура и тренды показывает слабое влияние небанковских финансовых учреждений на устойчивость ФСЭ экономики Украины к шокам. В предкризисный период времени системные риски, которые увеличили уязвимость ФСЭ к кризисным явлениям, сконцентрировались в банковском секторе.

По результатам проведенного анализа индикаторов финансовой устойчивости, можно сформулировать выводы:

1) ФСЭ Украины в период активной кредитной экспансии (2006-2008 гг.) развивался достаточно динамично и устойчиво, о чем свидетельствовало увеличение рентабельности активов, снижение доли проблемных кредитов в совокупной кредитной задолженности, выполнение экономических нормативов по достаточности капитала.

2) Сектор небанковских финансовых корпораций Украины пока еще не оказывает определяющего влияния на устойчивость ФСЭ национальной экономики. В предкризисный период времени крупные диспропорции, по нашему мнению, были связаны с банковским сектором.

3) Динамика большинства индикаторов финансовой устойчивости не отражала неординарные отклонения. Рост эффективности в секторе депозитных корпораций, в основном, происходил за счет расширения кредитования национальной экономики. В то же самое время, анализ выявил некоторые особенности, характеризующие латентное накопление дисбалансов и, соответственно, внутрисистемных финансовых рисков. В частности, устойчивый рост кредитования в иностранной валюте, увеличение доли чистой открытой позиции в иностранной валюте к капиталу депозитных корпораций (более, чем в 20 раз), на фоне снижения доли депозитов в покрытии предоставляемых кредитов (почти в 2 раза), сформировало объективные условия для накопления скрытых внутрисистемных кредитных рисков, рисков ликвидности, валютных рисков.

4) Динамика индикаторов финансовой устойчивости отличалась проциклическим характером. В условиях экономического подъема индикаторы, как правило, имели положительную динамику. Поэтому их использование в части идентификацииДФСЭ возможно, но при этом не является достаточным.

Для повышения качества мониторинга за финансовой стабильностью в национальной экономике предлагается, помимо существующих индикаторов финансовой устойчивости, также отслеживать и динамику индикаторов

финансовых диспропорций. На уровне Национального банка Украины, как предполагается, это позволит своевременно проводить рестрикционную денежно-кредитную политику для минимизации потерь вследствие возможного накопления критического уровня системных финансовых рисков.

Обоснование данного предложения требует проведения отдельного исследования, в процессе которого необходимо выявить количественные взаимосвязи, с одной стороны, между рассчитываемыми НБУ индикаторами финансовой устойчивости, индикаторами накопления ДФСЭ Украины и, с другой стороны, макроэкономическими показателями. С этой целью предлагается провести факторный анализ дисбалансов и устойчивости ФСЭ экономики.

2.2 Развитие научно-методических основ выявления дисбалансов на отдельных стадиях цикла развития финансовых отношений

Разработка научно-методического подхода для идентификации формирования ДФСЭ Украины основывается на результатах исследований В. Ачерья, Р. Адэлиды, Л. Алесси, И. Андрию, Р. Бэлэкришны, Дж. Бенес, М. Биллайо, К. Борио, Р. Кардэрелли, П.-О. Гоуринчас, Л. Лэевен, О. Лэндерреч, Э. Мендозы, М. Сробона, Р. Волдес и др. В частности, в научных трудах М. Сробона [243], Дж. Бенес [260], В. Ачерья [261], М. Биллайо [262], исследовался ФСЭ развитых стран на предмет формирования финансовых диспропорций (источников системных финансовых рисков), разработаны научно-методические подходы оценки системных рисков и предложены соответствующие рекомендации по совершенствованию макропруденциального надзора. На рисунке 2.5 предложена дескриптивная модель формирования ДФСЭ [263, 264].

В графических блоках в разрезе каждого сегмента финансового рынка указаны: гэпы по кредитным агрегатам (GAP_{CA}), гэп по фондовым агрегатам (GAP_{SA}) и гэп по реальному эффективному обменному валютному курсу (GAP_{REER}). Величина гэпа представляет собой абсолютное отклонение фактического значения соответствующего параметра от его ожидаемой величины (долгосрочного тренда).

Для определения долгосрочной тенденции в динамике финансовых агрегатов (кредитных, фондовых, валютных курсов) предлагаем использовать статистический фильтр Ходрика-Прескотта, который наиболее часто применяется в анализе деловых и финансовых циклов. Выявление дисбалансов основывается на сопоставлении фактических значений финансовых агрегатов с пороговыми значениями (φ_{CA}^{bt} , φ_{SA}^{bt} , φ_{REER}^{bt}).

В качестве примера рассмотрим кредитный агрегат “Кредиты/ВВП” - $(L/Y)_t^{EHP}$, неординарные отклонения которого могут свидетельствовать о накоплении ДФСЭ.

Минимальное пороговое значение (“*limit threshold*”), фиксирующее границу кредитной экспансии, зададим на уровне $\varphi_{L/Y}^{lt} = 5\%$:

$$(L/Y)_t^{EHP, 5\%} = (1 + \varphi_{L/Y}^{lt}) (L/Y)_t^{EHP}, \quad (2.1)$$

где $(L/Y)_t^{EHP, 5\%}$ - 5-процентное отклонение от величины кредитного агрегата “Кредиты/ВВП” (нижнее пороговое значение);

L – объем кредитов, предоставленных депозитными корпорациями в экономику Украины;

Y – номинальный объем ВВП;

$\varphi_{L/Y}^{lt}$ – пороговая константа, равная 5%;

$(L/Y)_t^{EHP}$ – отношения кредитной задолженности к ВВП (долгосрочный тренд), которое моделируется с использованием статистического фильтра Ходрика-Прескотта.

Принимая во внимание результаты исследований Э. Мендоза и М. Терронса [265], верхнее пороговое значения для идентификации кредитных бумов ($\varphi_{L/Y}^{bt}$ - “boom threshold”) установим на уровне $\varphi_{L/Y}^{bt} = 19,5\%$:

$$(L/Y)_t^{EHP, 19.5\%} = (1 + \varphi_{L/Y}^{bt}) (L/Y)_t^{EHP}, \quad (2.2)$$

где $(L/Y)_t^{EHP, 19.5\%}$ - нижнее пороговое значение для отношения кредитной задолженности к ВВП, идентифицирующее кредитный бум;

$\varphi_{L/Y}^{bt}$ – пороговая константа, равная 19,5%

Таким образом, идентификация кредитного бума осуществляется на основе следующего условия:

$$\frac{\left| (L/Y)_t - (L/Y)_t^{EHP'} \right|}{(L/Y)_t^{EHP'}} \geq \varphi^{bt}. \quad (2.3)$$

Соответственно, гэн по кредитам к ВВП, определяется:

$$GAP_{L/Y} = \left[(L/Y)_t - (L/Y)_t^{EHP'} \right].$$

Аналогичная схема вычислений производится по фондовым агрегатам (для экономики Украины, рассмотрим, например, индекс ПФТС (GAP_{Pa})) и по реальному эффективному обменному курсу (GAP_{REER}) с учетом пороговых значений, выявленных по результатам исследований [196-197, 230-231, 243].

В силу того, что величина кредитов (L) отражает сумму совокупной накопленной кредитной задолженности в экономике, а статистика ВВП строится на ежегодной его оценке, предлагаем при расчете агрегата

“Кредиты/ВВП” $(L/Y)_t$ в числителе брать среднегеометрическую от величины ВВП за период времени $t-1$ и t . Далее раскроем ключевые аспекты дескриптивной модели формирования финансовых диспропорций.

I. Отсутствие явных дисбалансов. Начало очередной фазы финансового цикла часто связано с очередным этапом экономического роста национальной экономики. Задача центрального банка на этом этапе заключается в формировании необходимого уровня ликвидности банковской системы. Для этого центральные банки используют различные инструменты монетарной политики (изменения требований к формированию обязательных резервов, регулирование учетной ставки, операции на открытом рынке, валютные интервенции и т.д.), и через трансмиссионный механизм центральный банк индуцирует шоки, которые передаются на уровень институций денежно-кредитной системы, а далее, и на реальный сектор экономики. При прочих равных условиях финансовые институции и рынки на данном этапе отличаются более высокой степенью эластичности (восприимчивости) к монетарным инструментам (шокам) центрального банка. Поэтому связь между центральным банком и основными сегментами финансового рынка обозначена сплошной линией. Самоорганизующийся ФСЭ стремится к достижению финансовой устойчивости, необходимому и достаточному для передачи положительных шоков в реальный сектор экономики. Если на данном интервале времени производительность в реальном секторе повышается, то эти процессы выступают, по сути, обеспечением, как устойчивого экономического роста, так и гармоничного развития ФСЭ. Реальный сектор экономики на этой фазе является надежным источником расширения банковских ресурсов. Кредитные агрегаты (GAP_{CA}), фондовые агрегаты (GAP_{SA}), валютный курс (GAP_{REER}) характеризуется отсутствием по ним экстремальных отклонений, превышающих пороговые уровни (φ_{CA}^{bt}) , (φ_{SA}^{bt}) , (φ_{REER}^{bt}) .

Учитывая тот факт, что экономика Украины имеет высокий потенциал и в условиях экономического роста дает возможность “заработать” более высокую

норму прибыли на инвестированные средства, в национальную экономику увеличивается приток иностранного капитала в виде прямых и портфельных иностранных инвестиций, увеличивается приток иностранной валюты. При благоприятной для отечественного экспорта внешней конъюнктуре, эти процессы стимулирует укрепление реального эффективного обменного курса национальной валюты ($GAP_{REER} \leq \varphi_{REER}^{bt}$).

II. Явные диспропорции. В условиях устойчивого экономического роста, увеличения номинальных доходов домохозяйств, роста прибылей финансовых институций, в экономике формируются оптимистические ожидания (шоки), которые сопровождаются снижением требований к заемщикам и стимулируют дальнейшее расширение кредитования экономики. На определенном этапе развития денежно-кредитных отношений финансовые рынки могут генерировать более высокие прибыли для хозяйствующих субъектов, нежели чем их основная деятельность, а рост доходов домохозяйств будет стимулировать увеличение расходов на товары / объекты длительного пользования, например на недвижимость. Тем самым, рост кредита на основе фундаментальных условий сменяется превалированием спекулятивной составляющей в его расширении ($GAP_{CA} > \varphi_{CA}^{bt}$). Наиболее чувствительный к ожиданиям инвесторов фондовый рынок может усилить сложившиеся “позитивные” настроения, происходит существенное повышение фондовых индексов с последующим формированием ценовых “пузырей” на активы ($GAP_{SA} > \varphi_{SA}^{bt}$). Причем, это процесс с обратной связью: увеличение цен на активы связаны с повышением рыночной стоимости залогового имущества, под которую предоставляются новые кредиты.

Замедление темпов экономического роста в условиях чрезмерного приращения кредита и разрывов в ликвидности институций ФСЭ повышает финансовые риски в экономике: у фирм с высоким уровнем леввериджа снижаются реальные возможности в покрытии операционным доходом

накопленной кредитной задолженности. Для ее рефинансирования экономические агенты все в большей степени прибегают к финансовым инновациям: кредитным линиям, секьюритизации кредитной задолженности, операциям РЕПО. Количество обращающихся производных финансовых инструментов в этот период времени может увеличиваться в геометрической прогрессии, закладывая высокий уровень рисков платежеспособности, что особенно было характерно для зарубежных развитых стран [66]. В экономике увеличивается доля экономических агентов, которые получают рефинансирование своей задолженности в условиях высоких цен на активы.

В целом, эти процессы могут снизить действенность (эффективность) монетарной политики центрального банка, так как все большее количество экономических агентов будут решать нарастающие проблемы со своей ликвидностью, используя финансовые инновации (“Понци-финансирование”), увеличивая при этом финансовый рычаг [266]. Поэтому степень восприимчивости финансового рынка к монетарным инструментам центрального банка на фазе кредитного бума может снижаться, что показано на рисунке 2.6 пунктирной линией.

В финансовой практике для осуществления вероятностной оценки наступления банковских кризисов, идентификации существенных колебаний в ценах на базовые и финансовые активы, часто используется пробит-анализ, который позволяет количественно оценить степень влияния финансовых агрегатов на вероятность наступления неблагоприятного события [197, 234, 243, 245, 267]. В предлагаемой модели формирования дисбалансов ФСЭ предполагается, что когда имеют место явные диспропорции (кредитный бум, существенный рост цен на активы), происходит увеличение вероятности кредитного сжатия в ближайшие годы.

В общем виде оценка вероятности кредитного сжатия запишем с помощью (2.4):

$$Pr(y_t = 1/x_{t-h}) = \Phi(\alpha + x_{t-h}\theta), \quad (2.4)$$

где y_t - бинарная переменная, принимающая значение 0 (отсутствие кредитного сжатия) или 1 (кредитное сжатие);

x_{t-h} - финансовые агрегаты (детерминанты): GAP_{CA} , GAP_{SA} , GAP_{REER} ;

α - средний уровень предрасположенности к кредитному сжатию;

θ - оцениваемые регрессионные коэффициенты;

$t-h$ - моменты времени до момента кредитного сжатия.

Соответственно, увеличение вероятности кредитного сокращения повышении значений финансовых агрегатов определим:

$$\frac{\partial Pr(y_t = 1/x_{t-h})}{\partial x_{j,t-h}} = \varphi(\alpha + x_{t-h}\theta)\theta_j \quad (2.5)$$

$$\text{или: } \Delta Pr(y_t = 1/x_{t-h}) > 0, \quad (2.6)$$

где φ - функция плотности стандартного нормального распределения;

ΔPr - изменение (увеличение) вероятности кредитного сжатия.

Дестабилизирующими факторами (шоками), которые способствуют кредитному сжатию и материализации системных рисков в ФСЭ Украины может выступать: кризис ликвидности ФСЭ, отток капитала, ухудшение конъюнктуры на мировых сырьевых рынках, резкая девальвация национальной валюты ($GAP_{REER} > \varphi_{REER}^{bt}$), банкротство одного или несколько крупных системных кредитно-финансовых учреждений, паника среди населения и т.д.

III. Уменьшение явных дисбалансов. В период кредитного сжатия и падения цен на активы в ФСЭ накопленные за предыдущие годы диспропорции постепенно снижаются. На этом этапе важна роль центральных банков как кредиторов последней инстанции, которые производят рефинансирование задолженности в банковской системе, и вновь создают условия для повышения ее ликвидности. В

этих условиях более эластичность ФСЭ к инструментам денежно-кредитной политики НБУ показана на рисунке 2.5 сплошной линией. Стандарты (требования) для предоставления кредитов вновь повышаются и остаются высокими до того момента времени, когда уровень дохода от предоставления кредитов будет сопоставим с приемлемым уровнем риска. Поэтому динамика финансовых агрегатов на этом интервале времени, скорее всего, не отличается сильной связанной волатильностью, что и показано на рисунке 2.6 пунктирной линией по основным сегментам финансового рынка. Внутрисистемные и внешние диспропорции ФСЭ экономики Украины проявились в условиях финансово-экономического кризиса 2008-2009 гг. В настоящее время опубликовано большое количество научных работ, раскрывающих факторы и триггеры кризиса (основные в [268-274]). Среди ключевых факторов кризиса часто приводятся [268, с. 3]:

- конъюнктурный рост цен на активы, не подкрепленный действием фундаментальных экономических факторов;
- излишек глобальной ликвидности и возникновение кредитного бума;
- накопление чрезмерных долгов в секторе домохозяйств и достижение высокого уровня финансового левериджа финансовых учреждений;
- широкое распространение сложных и “экзотических” финансовых инструментов и накопление системных рисков;
- неспособность органов финансового регулирования сдержать чрезмерно рискованную деятельность финансовых учреждений и невозможность предвидеть кризисный сценарий развития событий.

В качестве триггера (спускового крючка) кризиса выступил обвал рынка первоклассных ипотечных кредитов в США, что вызвало в последующем цепную реакцию во всей мировой финансово-экономической системе [191, с. 230]. Основную волну мирового финансово-экономического кризиса принял на себя отечественный банковский сектор, который не смог в полной мере компенсировать (самортизировать) негативные последствия, связанные с проявлением кризиса в национальной экономике.

При этом, как отмечает А. Барановский, сам кризис имел опосредованное влияние на макроэкономическую ситуацию в Украине. Кризис, в первую очередь оказал негативное влияние на конъюнктуру сырьевых рынков, от которых в большой степени зависит отечественный экспорт, произошло существенное удорожание энергоносителей для хозяйственного сектора, что в конечном итоге не могло не отразиться и не банковском секторе [191, с. 231].

В то же самое время, *столь негативное влияние кризиса на национальную экономику было усилено следствием наличия значительных внутренних дисбалансов, накопленных в ФСЭ Украины.* Связи с этим, Т. Вахненко [271, с. 3] указывает на ряд индикаторов, которые в 2007-2008 годах сигнализировали о серьезных будущих последствиях мирового финансово-экономического кризиса для Украины:

- переоценка валютного курса национальной валюты и недостаточность международных резервов страны по сравнению с объемами внешних обязательств;
- привлечение значительных объемов иностранного капитала и формирование чрезмерной внешнедолговой нагрузки;
- быстрый рост банковских кредитов и финансирование за их счет потребительских и непродуктивных инвестиционных затрат субъектов экономики;
- надувание “пузырей” цен на реальные активы и ценные бумаги отечественных эмитентов.

2. В соответствии с предложенной классификацией ДФСЭ (рис. 1.13) проанализируем динамику ряда балансовых показателей, нелинейный характер изменения которых может свидетельствовать о формировании ДФСЭ Украины в преддверии мирового финансово-экономического кризиса 2008-2009 годов [275, 276]. Сразу обратим внимание, что анализ эндогенно-кредитной природы ДФСЭ Украины (параграф 1.3) в контексте исследования кредитного цикла.

В качестве расчетных показателей ДФСЭ Украины предлагаем рассчитывать:

1) отношение кредитов (финансовых кредитов) ФСЭ к депозитам (привлеченным средствам) (K_L):

$$K_L = \frac{L}{D}, \quad (2.7)$$

где L - сумма кредитов (финансовых кредитов), предоставленных институтами ФСЭ в экономику;

D - сумма депозитов (привлеченных средств) институтами ФСЭ.

2) отношение долгосрочных кредитов к долгосрочным депозитам (K_{LD}):

$$K_{LD} = \frac{L^t}{D^t}, \quad (2.8)$$

где L^t - сумма долгосрочных кредитов (*long-term loans*), предоставленных депозитными корпорациями в экономику;

D^t - сумма долгосрочных депозитов (*long-term deposits*), привлеченных депозитными корпорациями.

3) отношение кредитов в иностранной валюте к депозитам в иностранной валюте (K_{CU}):

$$K_{CU} = \frac{L^{fc}}{D^{fc}}, \quad (2.9)$$

где L^{fc} - сумма кредитов в иностранной валюте, предоставленных депозитными корпорациями в экономику;

D^{fc} - сумма депозитов в иностранной валюте, привлеченных депозитными корпорациями.

4) отношение кредитов, предоставленных домохозяйствам к номинальным доходам населения (K_M):

$$K_M = \frac{L^h}{I^p}, \quad (2.10)$$

где I^p - величина номинального дохода населения (*income of population*).

5) отношение кредитов (финансовых кредитов) ФСЭ к ВВП (K_C):

$$K_C = \frac{L}{GDP}, \quad (2.11)$$

где GDP - сумма валового внутреннего продукта.

Диспропорции имеют место, когда фактические значения данных показателей существенно (нелинейно) отличаются от их ожидаемых значений. Для выявления возможных значительных отклонений предлагаем использовать односторонний статистический фильтр Ходрика-Прескотта ("*Hodrick-Prescott filter*"), особенности расчета и преимущества которого раскрыты ниже. Преимущество использования данного фильтра, по сравнению с анализом отклонений от средних величин временного ряда, заключается в том, что он позволяет выявить циклическую составляющую и часто используется в теории деловых [276-279] и финансовых циклов [280-281]. Концептуальная основа фильтра Ходрика-Прескотта сводится к разложению временного ряда на трендовую и циклическую составляющие:

$$y_t = \tau_t + c_t, \quad (2.12)$$

где y_t - значения временного ряда, $t = 1, 2, \dots, T$; τ_t - тренд временного ряда; c_t - циклическая компонента временного ряда.

Для сглаживания временного ряда решается задача минимизации функции потерь (суммы квадратов отклонений) темпов прироста временного ряда:

$$\min \left(\sum_{t=1}^T (y_t - \tau_t)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T-1} [(\tau_{t+1} - \tau_t) - (\tau_t - \tau_{t-1})]^2 \right), \quad (2.13)$$

где $\sum_{t=1}^T (y_t - \tau_t)^2$ - штрафная функция циклической компоненты временного ряда; $\lambda \sum_{t=2}^{T-1} [(\tau_{t+1} - \tau_t) - (\tau_t - \tau_{t-1})]^2$ - штрафная функция трендовой компоненты временного ряда;

λ - мера гладкости тренда ($\lambda=14400$ для ежемесячных значений, $\lambda=1600$ для квартальных значений, $\lambda=100$ для годовых значений временного ряда).

Для проведения анализа показателей ДФСЭ Украины воспользуемся методикой применения фильтра Ходрика-Прескотта, предложенной П.-О. Гоуринчас, Р. Вальдес, О. Ландерретче в 2001 году для выявления кредитных “пузырей” [282, 265]. Особенностью данной методики является использование “расширяющегося тренда” (“*extended trend*”) для моделирования ожидаемых значений вышеуказанных показателей (Приложение Д).

Предположим, что диспропорции по анализируемым балансовым показателям будут иметь место, если фактические значения этих показателей ($K_L, K_{LD}, K_{CU}, K_M, K_C$) будут превышать их ожидаемые значения, более чем на 5%, моделируемые с использованием фильтра Ходрика-Прескотта. Пятипроцентный порог установим для исключения несущественных отклонений. В общем виде правило, которое определяет наличие дисбалансов по анализируемым показателям, можно представить так:

$$\frac{K_j(t_l) - K_j^{EHP}(t_l)}{K_j^{EHP}(t_l)} > \gamma, \quad (2.14)$$

где $K_j(t_l)$ - фактическое значение анализируемого показателя j ($j=1,2,\dots,4$) в момент времени t_l ($l=1,2,\dots,T$); $K_j^{EHP}(t_l)$ - ожидаемое значение анализируемого показателя j в момент времени t_l , рассчитываемое с использованием “расширяющегося тренда” фильтра Ходрика-Прескотта; γ -

порог существенных отклонений фактических значений от ожидаемых по анализируемым показателям, $\gamma = 0,05$.

Для расчета анализируемых показателей в качестве исходных данных используем статистику ФСЭ (для банков – на сайте НБУ [210], для небанковских финансовых учреждений – на сайте Нацкомфинуслуг [216]) и макроэкономической динамики (на сайте НБУ [210]).

На рисунке 2.6 графически показана динамика фактического и ожидаемого значений показателя K_L .

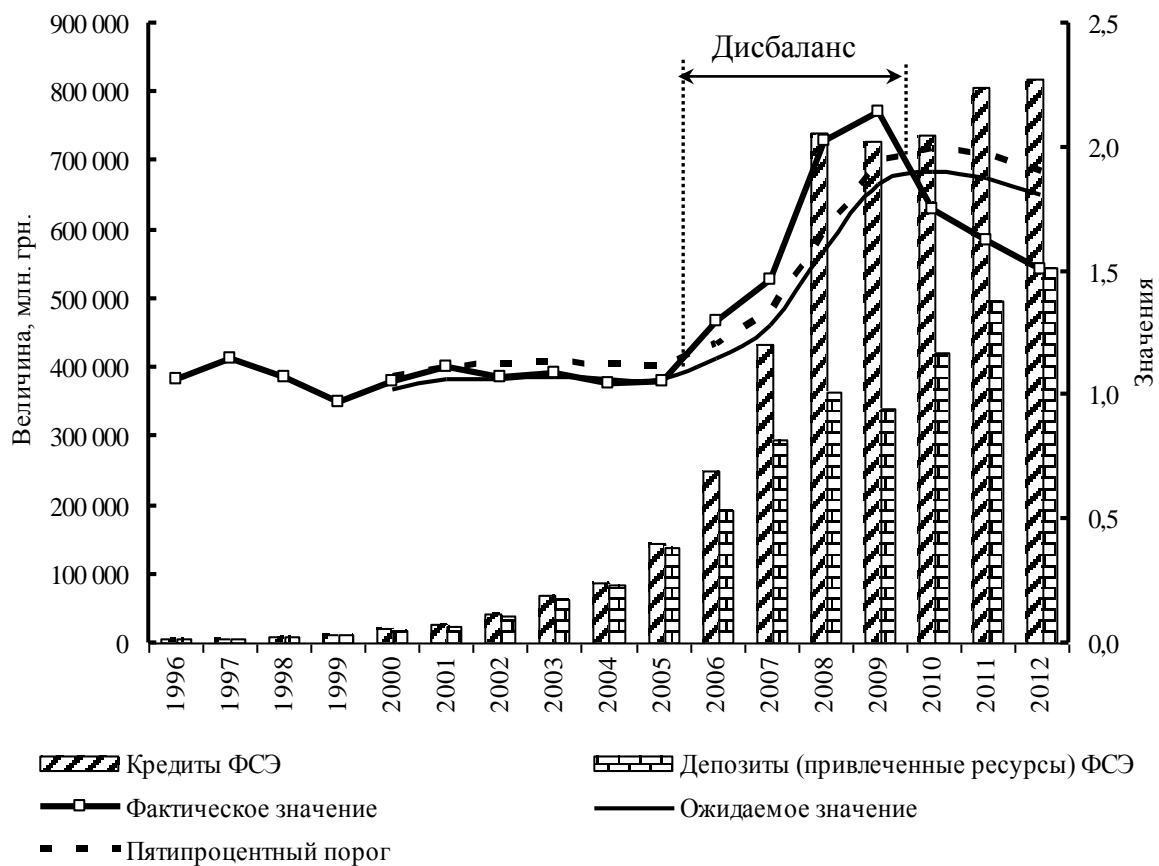


Рисунок 2.6 – Дисбаланс стратегической ликвидности (K_L)

Источник: составлено на основе [210, 216], собственная разработка.

Анализ рис. 2.6 позволил выделить следующие тенденции в изменении финансовых диспропорций в ФСЭ. В частности, за период времени 1996-2005 гг. наблюдались незначительные разрывы между величиной кредитов ФСЭ и депозитов (привлеченных ресурсов) ФСЭ. Диспропорции (резкие и

существенные отклонения) между величиной предоставленных кредитов (финансовых кредитов) и привлеченными депозитами (ресурсами) выявлены на интервале времени с 2006 года по 2009 год, что в определенной степени свидетельствует об агрессивной кредитной политике.

На рисунке 2.7 показана динамика соотношений долгосрочных кредитов к долгосрочным депозитам. Анализируя динамику долгосрочных кредитов, предоставленных банковским сектором в национальную экономику, по отношению к привлеченным депозитам на период времени более одного года, можно выявить тенденцию превалирования “коротких” источников в покрытии “длинных” кредитов.

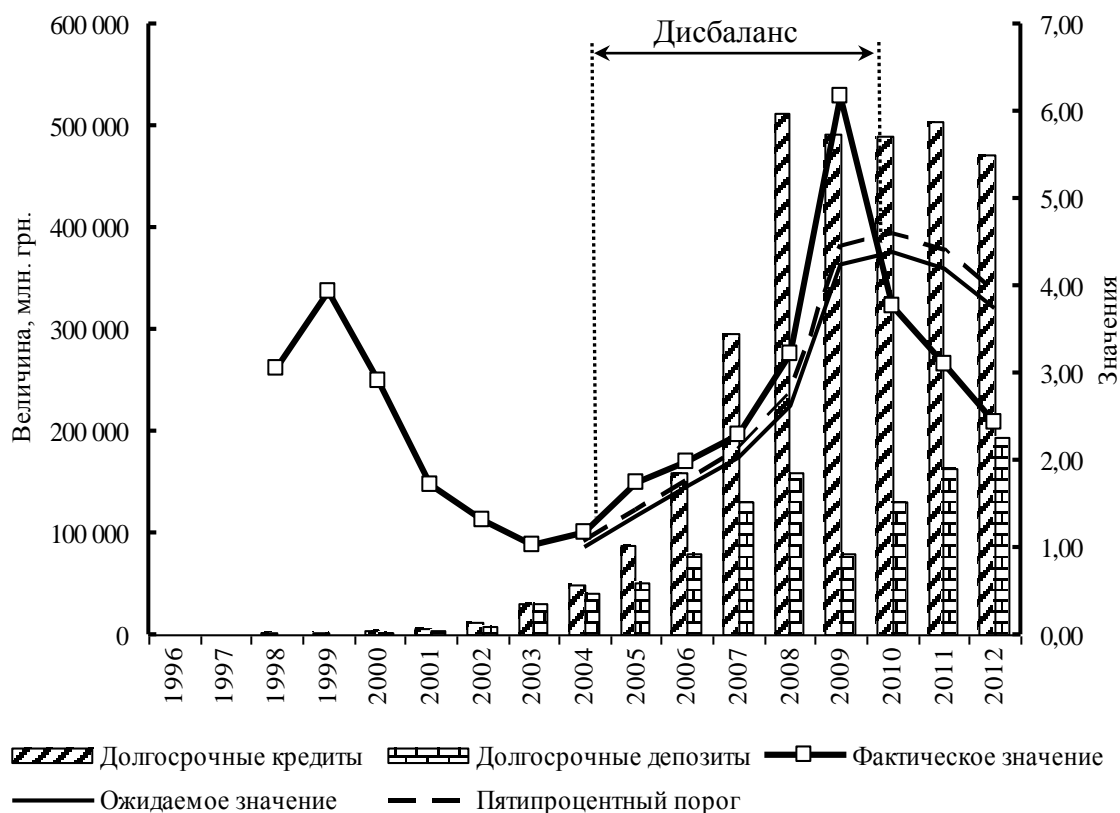


Рисунок 2.7 – Дисбаланс долгосрочной ликвидности (K_{LD})

Источник: составлено на основе [210], собственная разработка.

Так, соотношение долгосрочных кредитов к долгосрочным депозитам в 2007 году составило, приблизительно, чуть более 2:1, а в 2008 году – 3:1. Такие разрывы закладывали основу для повышения уязвимости банковского сектора к

шокам и материализации внутрисистемных рисков ликвидности.

На рисунке 2.8 графически показана динамика соотношений кредитов к депозитам в иностранной валюте.

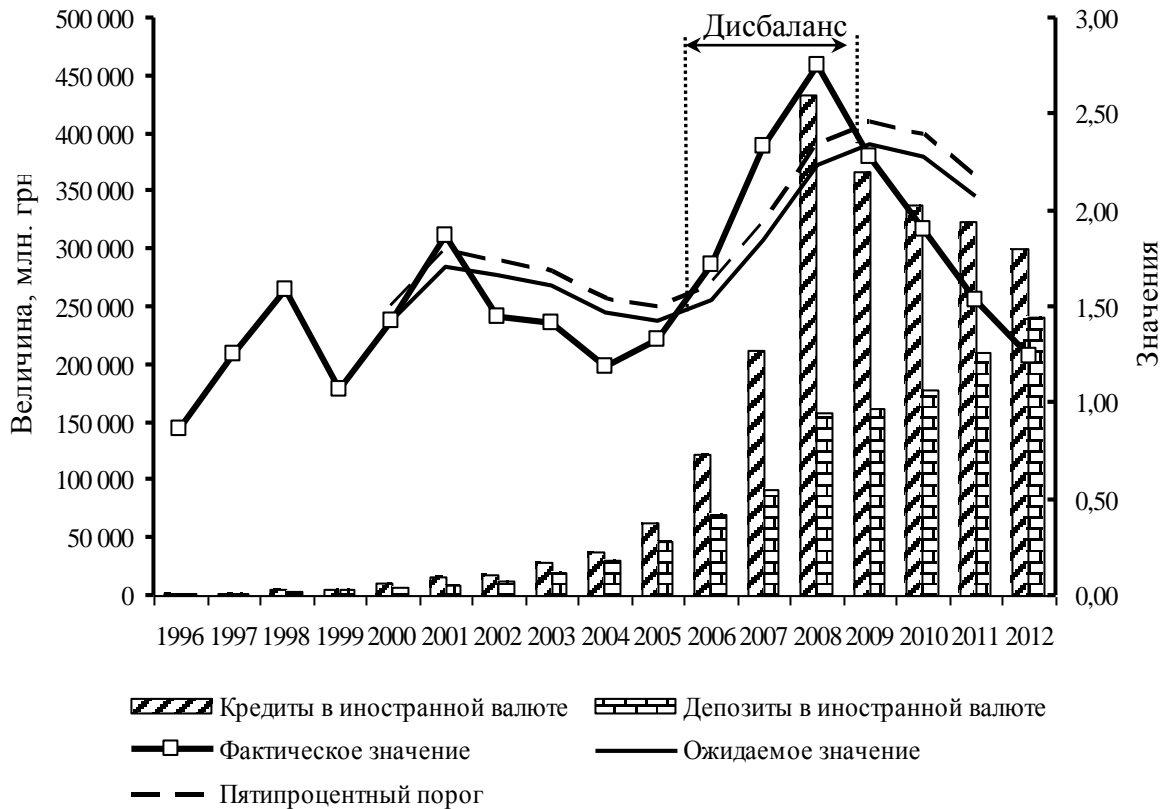


Рисунок 2.8 – Валютный дисбаланс (K_{CU})

Источник: составлено на основе [210], собственная разработка.

Существенные разрывы между величиной кредитов в иностранной валюте, предоставленных депозитными корпорациями и величиной депозитов в иностранной валюте выявлены на протяжении 2006-2008 гг. Так, в 2007 году это соотношение составило, приблизительно 2:1. В это же время существенно расширяется кредитование домохозяйств в иностранной валюте, которые преимущественно не имели стабильный доход в иностранной валюте, а поэтому их платежеспособность зависела от стабильности валютных курсов.

В том же 2007 году, по сравнению с 2006 годом, прирост кредитов, предоставленных домохозяйствам в иностранной валюте, составил 98%.

Быстрый прирост кредитования в иностранной валюте с явным запаздыванием формирования соответствующей депозитной базы повлек за собой переложение валютных рисков на конечных заемщиков и сформировал внутрисистемные кредитные риски для депозитных корпораций. Как отмечают специалисты МВФ, экспансия кредитования в иностранной валюте часто предшествует финансовым кризисам [283]. На рисунке 2.9 представлена динамика соотношения кредитов к доходам населения.



Рисунок 2.9 – Макроэкономический дисбаланс (K_M)

Источник: составлено на основе [210, 216], собственная разработка.

А. Барановский [191] отмечает, что сильным фактором, оказавший существенное влияние на формирование выше проанализированных дисбалансов, являлись внешние заимствования украинских банков, а также прирост депозитной базы банков-нерезидентов, функционирующих в Украине. В частности, за период времени с 2006 года по 2008 год эти депозиты возросли в 13 раз, что обеспечило их долю в совокупных привлеченных средствах на

уровне 10%. При этом, Национальный банк Украины не отреагировал адекватно на формирующиеся и накапливающиеся диспропорции, которые не соответствовали макроэкономической динамике [188, с. 232]. Анализ рис. 2.9 позволяет сделать вывод о том, что динамика кредитов учреждениями ФСЭ не соответствовала темпам прироста доходов населения. Так, с 2002 г. наблюдается существенная диспропорция между данными экономическими агрегатами, а в 2007 г. величина кредитов домохозяйствам в номинальных доходах населения возросла, по сравнению с аналогичным периодом 2006 года, на 48% (с 17% до 26%).

На рисунке 2.10 показана динамика соотношения кредитов к ВВП, часто используемое как ключевой сигнал формирующихся финансовых диспропорций.

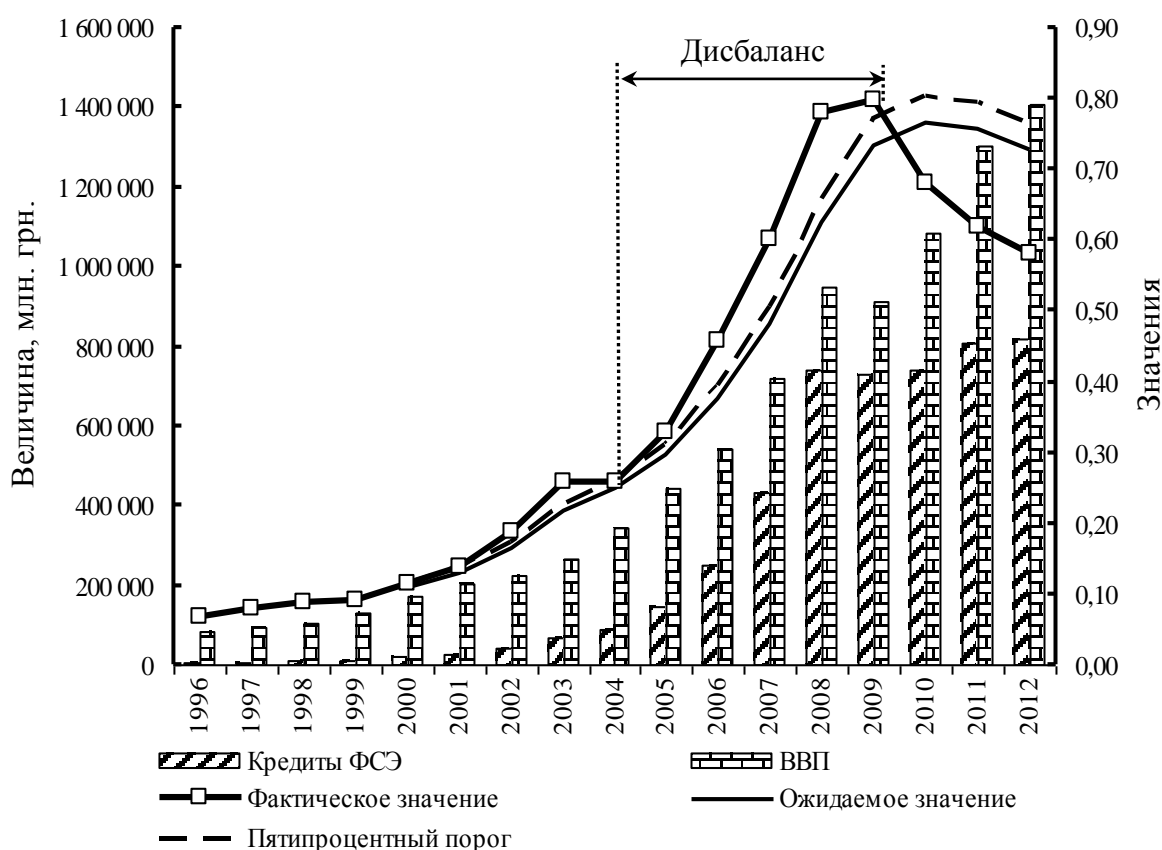


Рисунок 2.10 – Кредитный дисбаланс (K_C)

Источник: составлено на основе [210], собственная разработка.

Обратим внимание, что темпы роста кредитного дисбаланса превысили 5-процентный порог уже в 2005 году. В дальнейшем этот гэп только возрастал, что свидетельствовало о накоплении существенных финансовых диспропорций и неординарном отрыве темпов кредитования экономики по отношению к макроэкономической динамике.

2.3 Использование факторного анализа для интегрального оценивания уровня разбалансированности в развитии финансового сектора экономики

Анализ функционирования ФСЭ Украины в докризисном и посткризисном периодах по всей совокупности базовых индикаторов финансовой устойчивости (параграф 2.1), применяемых в практике работы отечественных регуляторов финансового рынка, показал, что они демонстрируют разновекторную динамику, что затрудняет возможности выявления общей тенденции и обуславливает несогласованность выводов.

С целью устранения указанных недостатков мы предлагаем усовершенствовать систему раннего оповещения о наступлении финансовых стрессов путем разработки интегрального индикатора финансовой устойчивости ФСЭ (*FSII*), построенного на основе метода главных компонент по показателям финансовой устойчивости банковского сектора и сектора небанковских финансовых институтов (показателей достаточности капитала, качества активов, эффективности, ликвидности и риска). Целесообразность использования метода главных компонент для оценки устойчивости ФСЭ обоснована тем, что он позволит:

- сформировать интегральную оценку финансовых диспропорций и устойчивости ФСЭ экономики;
- сформулировать объективные выводы относительно причинно-

следственных взаимосвязей между индикаторами ДФСЭ Украины, индикаторами финансовой устойчивости и показателями макроэкономической стабильности.

В общем виде формулу для расчета индикатора финансовой устойчивости ФСЭ ($FSII$) можно записать:

$$\begin{aligned} FSII &= X_{BA/FSA} FSII_B + X_{NBFI/FSA} FSII_{NBFI}, \\ FSII_{NBFI} &= X_{I/NBFI} FSII_I + X_{CU/NBFI} FSII_{CU} + X_{PPF/NBFI} FSII_{PPF} + X_{FC/NBFI} FSII_{CF}, \end{aligned} \quad (2.15)$$

где $X_{BA/FSA}$ – удельный вес банковского сектора в совокупных активах финансовых институтов; $X_{NBFI/FSA}$ – удельный вес финансовых институтов небанковского типа в совокупных активах финансовых институтов; $X_{I/NBFI}$, $X_{CU/NBFI}$, $X_{PPF/NBFI}$, $X_{FC/NBFI}$ – удельные веса страховых компаний, кредитных союзов и ломбардов, негосударственных пенсионных фондов и финансовых компаний в совокупных активах финансовых институтов небанковского типа соответственно ($\sum_{NBFI} = \sum_I + \sum_{CU} + \sum_{PPF} + \sum_{CF}$); $FSII_B$, $FSII_I$, $FSII_{CU}$, $FSII_{PPF}$, $FSII_{CF}$ – интегральные показатели финансовой устойчивости страховых компаний, кредитных союзов и ломбардов, негосударственных пенсионных фондов и финансовых компаний в совокупных активах финансовых институтов небанковского типа соответственно.

Для учета возможных кросс-эффектов между динамикой финансовой устойчивости банковского сектора ($FSII_B$) и сектора небанковских финансовых институтов ($FSII_{NBFI}$) по выделенным фазам циклического развития ФСЭ (t_L-t_K) предлагаем воспользоваться научными положениями портфельной теории для расчета индикатора общего (секторного) риска потери устойчивости в ФСЭ ($RLFS_{FSE}$):

$$RLFS_{FSE} = \sqrt{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n X_i X_j \sigma_{ij}}, \quad (2.16)$$

$$\sigma_{ij} = \rho_{B,NBFI} \sigma_B \sigma_{NBFI},$$

где X_i, X_j – удельные веса банковского сектора и финансовых институтов небанковского типа в совокупных активах финансовых институтов соответственно; σ_{ij} – ковариация колебаний $FSII_B$ и $FSII_{NBFI}$ по соответствующей фазой цикличности ФСЕ (t_L-t_K) $\rho_{B,NBFI}$ – коэффициент корреляции, σ_i, σ_j – стандартные отклонения $FSII_B$ и $FSII_{NBFI}$.

В связи с тем, что перечень индикаторов для оценки финансовой устойчивости институтов парабанковской системы Украины пока окончательно не определены и система подготовки статистических данных не сформирована произведем количественную оценку $FSII_B$ для банковского сектора, который имеет сегодня абсолютно преобладающую долю в совокупных активах ФСЭ Украины (более 90%).

Анализ проведем в два этапа: на межстрановом уровне и на уровне ФСЭ Украины. Отметим, что на настоящий момент времени на сайте МВФ регулярно публикуется статистика по индикаторам финансовой устойчивости, которая охватывает, чуть более 70 стран мира [246]. Схема исследования состоит в выполнении следующих операций [284]:

1) Отбор индикаторов финансовой устойчивости. В силу того, что далеко не по всем странам рассчитывается весь комплекс индикаторов финансовой устойчивости, необходимо выделить наиболее важные индикаторы, например, рекомендуемые МВФ, и отобрать страны, по которым публикуется статистика в разрезе данных индикаторов.

2) Проведение факторного анализа индикаторов финансовой устойчивости. По результатам его осуществления, как ожидается, будет определен интегральный показатель финансовой устойчивости $FSII_B$.

3) Расчет интегрального показателя ДФСЭ ($IIFSI$). В силу того, что поэлементные показатели ДФСЭ ($K_L, K_{LD}, K_{CU}, K_M, K_C$) трудоемки в расчетах на межстрановом уровне, предлагаем воспользоваться финансовыми агрегатами, которые, как показали результаты исследований, позволяют с

высокой степенью достоверности судить о динамике финансовых диспропорций в экономике.

4) Проведение компаративного анализа между $FSII_B$, $IIESI$ и макроэкономической динамикой, который, как ожидается, позволит выявить причинно-следственные связи между ними. В качестве макроэкономического показателя предлагаем взять отношение ВВП на душу населения. Этот показатель является, по своей природе, качественным индикатором экономического роста, он отражает продуктивность экономики [279].

Важной составляющей исследования является интервал времени, за который предлагается проанализировать индикаторы финансовой устойчивости и уровень ДФСЭ [285]. На основе полученных во втором разделе результатов исследования, выявлено, что период формирования существенных дисбалансов охватывал интервал времени с 2006 года по 2008 год. Поэтому для проведения факторного анализа предлагаем рассчитать средние значения индикаторов финансовой устойчивости и накопления дисбалансов за указанный период времени.

Анализ статистической базы данных стран мира позволил отобрать из 40 индикаторов финансовой устойчивости 9 индикаторов, которые являются базовыми (приложение Л) и рассчитываются, в том числе Национальным банком Украины. Отобранные индикаторы отражают все основные группировки концепции “CAMELS”:

1) Индикаторы достаточности капитала (“С”):

– отношение нормативного капитала к активам, взвешенным по риску (I_1);

– отношение нормативного капитала первого уровня к активам, взвешенным по риску (I_2).

2) Индикатор качества активов (“А”):

– отношение необслуживаемых кредитов и займов к совокупным валовым кредитам и займам (I_4).

3) Индикаторы рентабельности (“E”):

– отношение чистого дохода к средним совокупным активам (рентабельность активов) (I_6);

– отношение чистого дохода к среднему капиталу (рентабельность капитала) (I_7).

4) Индикаторы ликвидности (“L”):

– отношение ликвидных активов к совокупным активам (I_{10});

– отношение ликвидных активов к краткосрочным обязательствам (I_{11}).

5) Индикатор чувствительности к рыночному риску (“S”):

– отношение чистой открытой валютной позиции к капиталу (I_{12}).

В приложения Л представлены средние значения данных индикаторов по 21 стране мира, 9 из которых страны Евросоюза, 3 страны из числа стран-членов СНГ (Армения, Российская Федерация, Украина).

В соответствии с поставленной задачей исследования, формирование интегрального показателя финансовой устойчивости предполагает использование таких индикаторов, которые изменялись бы преимущественно в одном и том же направлении, и эти изменения не были бы случайными. В связи с этим обстоятельством была также проанализирована корреляционная матрица индикаторов финансовой устойчивости.

Анализ коэффициентов корреляции показал наличие существенных однонаправленных связей практически между всеми индикаторами за исключением индикатора I_{12} , который показывает подверженность депозитных учреждений валютному риску относительно капитала (уязвимость позиции сектора депозитных учреждений по капиталу, обусловливаемую динамикой обменного курса). Отсутствие значимой взаимосвязи индикатора I_{12} с другими индикаторами свидетельствует о неоднозначности взаимосвязи между структурой активов и пассивов в разрезе видов валют, в которых они сформированы, а также амплитудой колебаний валютных курсов и уровня достаточности капитала по анализируемым странам. По нашему мнению,

индикатор I_{12} целесообразно отслеживать и анализировать в разрезе отдельно взятой страны. Поэтому для проведения факторного анализа и выделения интегрального показателя финансовой устойчивости индикатор I_{12} не используется. Кроме этого, по результатам анализа корреляционной матрицы выявлена положительная взаимосвязь (коэффициент корреляции составил 0,43) между индикатором достаточности капитала (I_1) и долей неработающих кредитов в общей сумме кредитной задолженности (I_4), что представлено на рисунке 2.11.

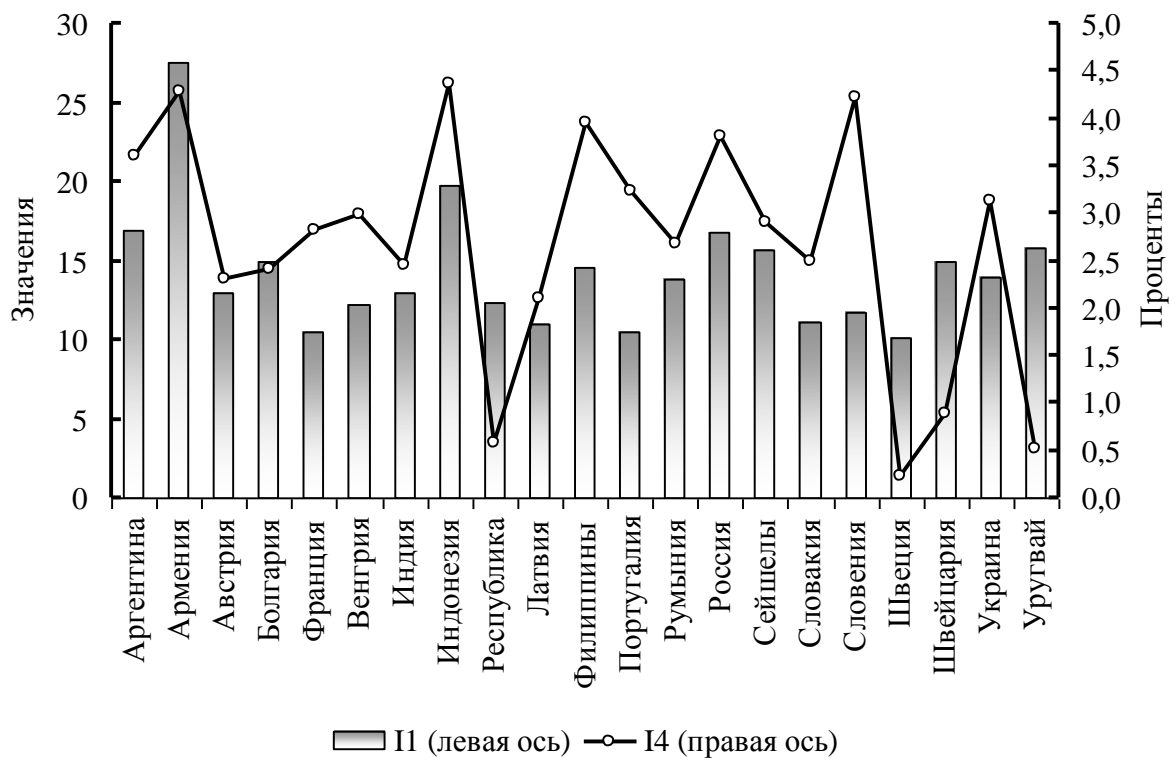


Рисунок 2.11 – Динамика индикаторов I_1 и I_4

Источник: составлено автором на основе [246], собственная разработка.

Однородность колебаний данных индикаторов имеет место в виду наличия функциональных взаимосвязей между ними: увеличение в структуре активов неработающих кредитов предъявляет более высокие требования к величине капитала институций депозитного сектора. Поэтому для проведения

Таблица 2.9 – Собственные значения выделенных факторов

Факторы	Собственные значения	Процент общей дисперсии	Кумулятивное собственное значение	Кумулятивное собственное значение, %
Фактор 1	3,09	44,20	3,09	44,20
Фактор 2	1,73	24,66	4,82	68,86

Источник: собственная разработка.

Для того, чтобы интерпретировать выделенные факторы проанализируем факторные нагрузки, которые были вычислены в процессе факторного анализа (табл. 2.10).

Таблица 2.10 – Факторные нагрузки выделенных факторов

Индикаторы	Фактор 1	Фактор 2
I_1	0,89	-0,10
I_2	0,91	-0,05
I_6	0,96	0,09
I_7	0,68	0,17
I_8	0,07	-0,48
I_{10}	0,23	0,82
I_{11}	-0,14	0,88

Источник: собственная разработка.

Анализ первого фактора (“Фактор 1”) позволяет интерпретировать его как интегральный показатель финансовой устойчивости ФСЭ экономики ($FSII$), так как значения, практически, всех факторных нагрузок (за исключением I_{11}), представляющих собой коэффициенты корреляции, положительные. Отрицательное значение факторной нагрузки при коэффициенте отношения ликвидных активов к краткосрочным обязательствам отражает слабую обратную связь между его изменением и динамикой интегрального показателя финансовой устойчивости.

Другими словами, повышение уровня достаточности капитала и рентабельности деятельности ФСЭ достигается за счет некоторых потерь в его ликвидности. Существенный вклад в этот интегральный показатель финансовой устойчивости внесли индикаторы достаточности капитала (I_1, I_2, I_6), коэффициенты, корреляции которых с интегральным показателем составили более 0,7.

На межстрановом уровне интегральный показатель финансовой устойчивости рассчитаем с помощью формулы (3.2):

$$FSII = 0,29Z_1 + 0,30Z_2 + 0,31Z_6 + 0,22Z_7 + 0,03Z_8 + 0,06Z_{10} - 0,07Z_{11}, \quad (2.18)$$

где $Z_1, Z_2, Z_6, Z_7, Z_8, Z_{10}, Z_{11}$ – стандартизированные значения индикаторов $I_1, I_2, I_6, I_7, I_8, I_{10}, I_{11}$.

Научный интерес вызывает также и анализ второго фактора (“Фактор 2”), базисом (основой) для расчета которого выступают преимущественно индикаторы ликвидности (I_{10}, I_{11}). В связи с этим его можно интерпретировать как интегральный показатель ликвидности ФСЭ ($FSII_L$):

$$FSII_L = -0,07Z_1 - 0,04Z_2 + 0,03Z_6 + 0,09Z_7 - 0,28Z_8 + 0,47Z_{10} + 0,51Z_{11}. \quad (2.19)$$

Наличие в формуле (2.18) небольших отрицательных значений при индикаторах финансовой устойчивости (I_1, I_2, I_6, I_8) означает, что повышение ликвидности ФСЭ происходит за счет потерь в достаточности капитала и рентабельности в деятельности институций ФСЭ экономики. Особенно сильная противоположная связь выявлена между “ликвидностью” и коэффициентом, выражающим отношение процентной маржи к валовым доходам (I_8). На рисунке 2.12 показано распределение анализируемых стран по интегральным показателям финансовой устойчивости и ликвидности.

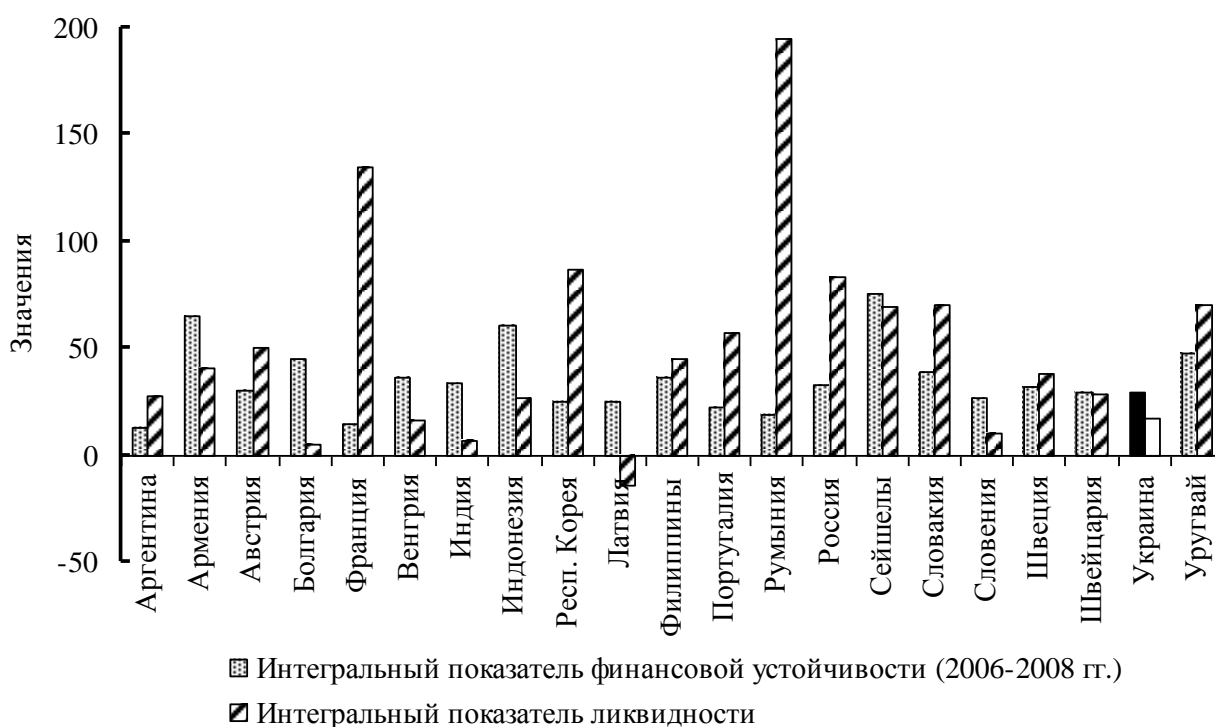


Рисунок 2.12 – Распределение стран по интегральным показателям финансовой устойчивости ($FSII$) и ликвидности ($FSII_L$)

Источник: собственная разработка.

Анализ рис. 2.12 позволил сделать вывод о том, что более высокая финансовая устойчивость предполагает и более высокий уровень ликвидности ФСЭ. Вместе с тем, это не является строгой зависимостью. В таких странах как Болгария, Латвия, Словения, Индия показатели рентабельности и достаточности капитала имели явный перевес над показателями ликвидности. При сильной кредитной экспансии это могло быть связано с накоплением финансовых диспропорций и внутрисистемных финансовых рисков.

Украина из 21 анализируемой страны оказалось на 15 месте по интегральному индикатору финансовой устойчивости и на 16 месте по интегральному показателю ликвидности. В таких странах, как Франция, республика Корея, Румыния, Российская Федерация, по сравнению с другими странами, были зафиксированы высокие значения по интегральному показателю ликвидности.

Далее проведем факторный анализ индикаторов финансовой устойчивости ($I_1, I_2, I_6-I_8, I_{10}, I_{11}, I_{12}$) для ФСЭ Украины, статистика по которым публикуется на сайте Национального банка [210] за период времени с 2005 года по 2012 год. Использование факторного анализа, как предполагается, позволит определить момент времени неординарных отклонений аналитических показателей от их среднего значения.

При этом, в виду того, что исходные данные имели поквартальную детализацию было произведено их агрегирование на основе расчета четырехквартальной скользящей средней. Последующий анализ корреляционной матрицы полученных значений позволил выделить следующие особенности:

1) Общий характер взаимосвязей между индикаторами финансовой устойчивости ФСЭ Украины соответствует выявленным ранее взаимосвязям по этим индикаторам в процессе межстранового сравнения.

2) Характерным для отечественного ФСЭ является четко выраженная обратная связь между показателями достаточности капитала, чистой открытой валютной позиции к капиталу, с одной стороны, и показателями прибыльности, а также долей ликвидных активов в совокупных активах, с другой стороны.

В процессе факторного анализа индикаторов финансовой устойчивости было выделено два интегральных фактора, которые с высокой степенью информативности (более 90%) отражают исходную информацию по анализируемым индикаторам (табл. 2.11).

Таблица 2.11 – Собственные значения выделенных факторов

Факторы	Собственные значения	Процент общей дисперсии	Кумулятивное собственное значение	Кумулятивное собственное значение, %
Фактор 1	5,25	65,61	5,25	65,61
Фактор 2	2,09	26,08	7,34	91,69

Источник: собственная разработка.

В целом, первый фактор можно охарактеризовать как интегральный показатель платежеспособности ФСЭ (I_S), он отражает интегральную способность ФСЭ обеспечить устойчивость к шокам за счет достаточного уровня капитала и должного уровня ликвидности [288]. Анализ его факторных нагрузок позволил сократить без существенной потери в информативности исходных данных количество индикаторов, которые не имели существенных корреляций с ним. Показатель I_S в общем виде можно записать:

$$I_S = 0,28Z_{C/WA} + 0,27Z_{C1/WA} + 0,15Z_{M/I} + 0,31Z_{LA/SL} \quad (2.20)$$

где $Z_{C/WA}$ – (стандартизированные значения) отношение регулятивного капитала к взвешенным по риску активам; $Z_{C1/WA}$ – отношение регулятивного капитала первого уровня к взвешенным по риску активам; $Z_{M/I}$ – отношение процентной маржи к валовому доходу; $Z_{LA/SL}$ – отношение ликвидных активов к краткосрочным обязательствам.

Соответственно, второй фактор можно интерпретировать как интегральный показатель эффективности и риска (I_{PR}). Большой вес в формировании данного агрегата имеют показатели рентабельности активов и капитала, а также отношение ликвидных активов к совокупным активам и отношение чистой открытой валютной позиции к капиталу. Анализ его факторных нагрузок позволил сократить без существенной потери в информативности исходных данных количество индикаторов, которые не имели существенных корреляций с ним. Показатель I_{PR} в общем виде можно записать:

$$I_{PR} = 0,23Z_{ROA} + 0,23Z_{ROE} + 0,31Z_{LA/A} - 0,34Z_{NC/C}, \quad (2.21)$$

где Z_{ROE} – норма прибыли на капитал; $Z_{LA/A}$ – отношение ликвидных активов к совокупным активам; $Z_{NC/C}$ – отношение чистой открытой валютной позиции к капиталу.

Необходимо отметить, что накануне финансово-экономического кризиса, в условиях высокой долларизации национальной экономики и притока капитала с международных рынков в ФСЭ Украины, динамика II_{PR} свидетельствовала о накоплении потенциально высоких валютных рисков.

Таким образом, выделенные интегральные показатели характеризуют совокупную финансовую устойчивость банковского сектора

$$FSII_B = \varphi_S II_S + \varphi_{PR} II_{PR}, \quad (2.22)$$

где φ_S , φ_{PR} – процент от общей дисперсии, которую объясняет II_S и II_{PR} соответственно.

Существенным и качественным дополнением индикаторам финансовой устойчивости, по нашему мнению, является расчет интегрального показателя финансовых диспропорций $IIFI$, мониторинг которого, как предполагается, позволит национальным регуляторам (особенно Национальному банку) рынков финансовых услуг своевременно выявлять фазы накопления существенных ДФСЭ Украины, и соответственно, более адекватно калибровать инструменты регулирования.

Кроме этого, предлагаемый интегральный показатель финансовых диспропорций, расчет которого основан непосредственно на показателях внутрисистемных (ликвидности, валютных) и внешних дисбалансов, расширяет проведенные ранее исследования [201, 240], связанные с поиском наилучшего индикатора финансовых диспропорций. В качестве исходных показателей для проведения исследования возьмем поэлементные индикаторы типов ДФСЭ (рис. 1.12, формулы (2.7)-(2.11)).

Анализ корреляционной матрицы указанных показателей, взятых за период времени с 1996 года по 2012 год на основе официальной статистики НБУ, Нацкомфинуслуг, позволил сделать вывод о высокой степени однородности исходных данных. С использованием метода главных компонент

оцененный интегральный показатель финансовых дисбалансов (*IIFI*) можно записать в виде:

$$DFCII = -0,23Z_{K_C} - 0,21Z_{K_L} - 0,20Z_{K_{LD}} - 0,23Z_{K_{CU}} - 0,22Z_{K_M}, \quad (2.23)$$

де $Z_{K_C}, Z_{K_L}, Z_{K_{LD}}, Z_{K_{CU}}, Z_{K_M}$ – стандартизовані значення $K_C, K_L, K_{LD}, K_{CU}, K_M$.

Осуществленные практические расчеты интегральных индикаторов *DFSII*, *FSII* и его составляющих (II_S, II_{PR} , приведенных в формулах (2.20)-(2.21)), подтвердили сформулированные выводы о формировании существенных ДФСЭ Украины в 2006-2008 гг. (рис. 2.13).

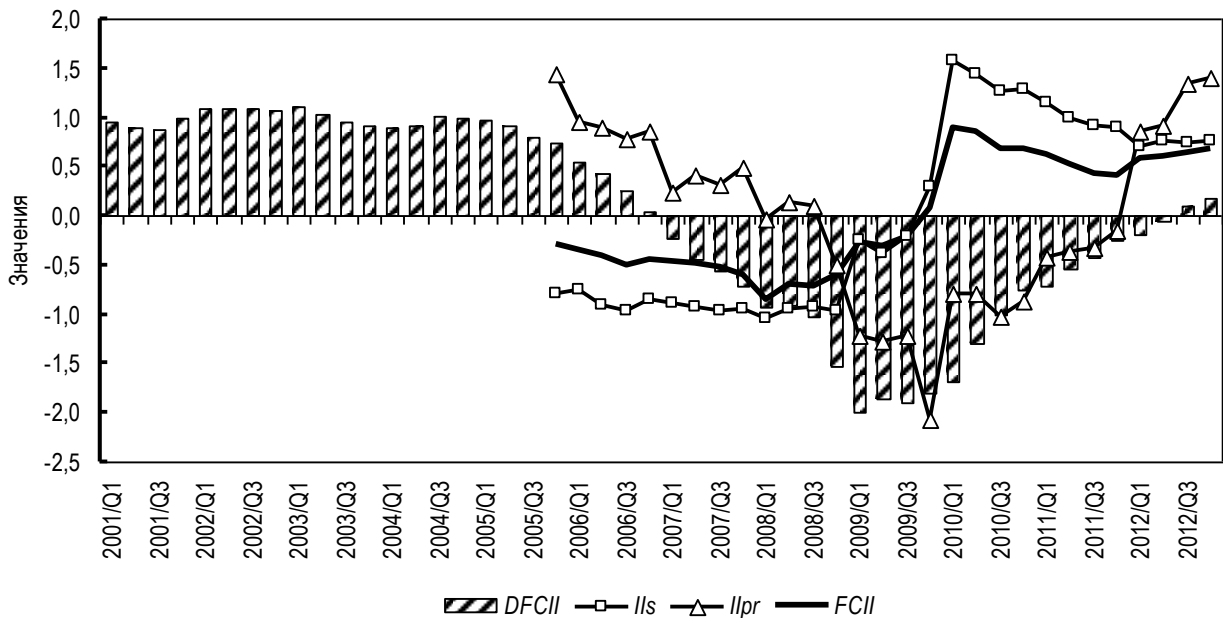


Рисунок 2.13 – Динамика интегральных показателей финансовой устойчивости (*FSII, II_S, II_{PR}*) и дисбаланса (*DFSII*) для экономики Украины
Источник: собственная разработка.

Переход интегрального показателя финансовых диспропорций в отрицательную систему координат свидетельствует о начале формирования существенных дисбалансов и повышении уровня системных рисков, которые материализовались в условиях финансово-экономического кризиса 2008-2009 гг.

Анализ рисунка 2.13 позволил сформулировать следующие выводы:

- диспропорции в ФСЭ Украины имели высокую скорость накопления, начиная с конца 2006 года и начала 2007 года, с максимальным значением в 2009 году, а с 2010 года произошло их “затухание”;
- интегральный показатель платежеспособности (I_s) не имел критических изменений до конца 2008 года;
- интегральный показатель эффективности и риска (I_r) имел более выраженный характер снижения в предкризисный период времени, однако, динамика его снижения явно отстает от интегрального показателя ДФСЭ ($IIFI$);
- интегральные показатели финансовой устойчивости являются достаточно “хорошими” индикаторами текущего состояния ФСЭ, но, при этом, явно уступают в прогностических свойствах интегральному показателю ДФСЭ;
- использование интегрального показателя ДФСЭ, как предполагается, позволит Национальному банку своевременно выявлять и воздействовать на диспропорции в ФСЭ Украины.

Таким образом, проведенный факторный анализ подтвердил ранее полученные нами результаты исследований относительно периода существенного накопления ДФСЭ Украины. В ходе анализа графически выделены схожие тренды в интегральных показателях финансовой устойчивости и дисбалансов в ФСЭ Украины.

Вместе с тем, заметим, факторный анализ не позволяет статистически проверить, какой из выше рассмотренных интегральных показателей ($IIFI$, I_s , I_{PR}) имеет статистически значимую взаимосвязь с макроэкономической динамикой. Ответ на данный вопрос позволит научно обосновать применение инструментов регулирования для достижения устойчивого экономического роста в Украине.

Выводы ко второму разделу

1. Важным условием поддержания финансовой стабильности является отсутствие процессов накопления финансовых диспропорций. Акцентируется внимание, что идентификация и количественная оценка финансовых диспропорций и связанных с ними ценовых шоков является достаточно сложной задачей, особенно, с точки зрения, заблаговременного (*ex ante*) их выявления. Проведенный анализ научной литературы выявил широкую вариативность возможных индикаторов финансовых диспропорций. На основе межстранового сравнения выделены индикаторы, неординарные отклонения которых часто были связаны с последующими финансовыми стрессами: кредитные, ценовые и валютные агрегаты. Показано, что вероятность последующих финансовых стрессов повышалась, если наблюдалось совместное неординарное отклонение цен на недвижимость и кредитных агрегатов от их исторического тренда.

2. Обоснованы преимущества и недостатки действующей системы индикаторов финансовой устойчивости ФСЭ, а также выделены возможности их применения для оценки ДФСЭ. В частности, указано, что существующие индикаторы финансовой устойчивости частично дублируют друг друга, ориентированы преимущественно на банковскую систему и не всегда отражают специфику парабанковской системы, для расчета целого ряда из них в Украине не сформирована система подготовки статистических данных, не формализованы предельные значения.

3. Для устранения недостатков индикаторов финансовой устойчивости предложено усовершенствовать систему раннего оповещения о наступлении финансовых стрессов путем разработки интегрального индикатора финансовой устойчивости ФСЭ (*FSII*) и индикатора общего риска потери устойчивости в ФСЭ (*RLFS_{FSE}*), построенные на основе метода главных компонент и с

использованием научных положений портфельной теории (индикатор $RLFS_{FSE}$), которая позволяет количественно оценить возможные кросс-эффекты между динамикой финансовой устойчивости банковского сектора и сектора небанковских финансовых институтов. Обосновано применение научных положений портфельной теории для оценки риска потери устойчивости в ФСЭ с учетом удельного веса активов банковского сектора и сектора небанковских финансовых институтов в совокупных активах ФСЭ, а также волатильности интегральных показателей финансовой устойчивости этих секторов по фазам циклического развития ФСЭ.

4. Разработан научно-методический подход для поэлементной и интегральной оценки ДФСЭ на отдельных стадиях цикла развития финансовых отношений: для поэлементного оценивания ДФСЭ предложено использовать показатели ДФСЭ по типам дисбалансов (кредитному, ликвидности, валютному, макроэкономическому), а для интегральной оценки - на базе поэлементных показателей ДФСЭ разработан интегральный показатель ДФСЭ, который является наиболее информативным для оценки общего уровня накопленных ДФСЭ Украины, и рекомендован в качестве объекта мониторинга в пределах пруденциального надзора за ФСЭ Украины.

5. Проанализированы поэлементные и интегральные показатели финансовой устойчивости и ДФСЭ. По результатам анализа установлено, что существенные ДФСЭ Украины были накоплены в течение 2006-2008 гг. Вместе с тем, выделена невысокая информативность интегральных показателей финансовой устойчивости в докризисный период времени: они либо не отличались неординарными колебаниями (интегральный показатель платежеспособности - II_S), либо не имели устойчивых трендов (интегральный показатель эффективности и риска - II_{PR}), сигнализирующих о последующих негативных экстерналиях накопленных системных финансовых рисков. В этом аспекте интегральный показатель ДФСЭ имел лучшие прогностические свойства.

Для формулирования научно обоснованных рекомендаций относительно учета ДФСЭ в соответствующих политиках регулирования ФСЭ для обеспечения условий финансовой и экономической стабильности раскрыем методологические основы влияния ДФСЭ на макроэкономическую динамику.

Основные результаты второго раздела опубликованы в научных работах [248, 253, 256-258, 263, 264, 275, 285, 287-290].



Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

РАЗДЕЛ 3
МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИССЛЕДОВАНИЯ ВЛИЯНИЯ
ДИСБАЛАНСОВ В ФИНАНСОВОМ СЕКТОРЕ ЭКОНОМИКИ НА
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКУЮ ДИНАМИКУ

3.1 Исследование синхронности изменения индикаторов дисбалансов в финансовом секторе экономики и индикаторов экономического развития

Для разработки рекомендаций относительно взвешенной политики регулирования ДФСЭ Украины предлагаем исследовать синхронность в колебаниях индикаторов финансовых диспропорций и макроэкономической динамики и выделить некоторые закономерности в развитии ФСЭ и реального сектора национальной экономики на соответствующих фазах циклического развития ФСЭ [289-291].

В качестве агрегатов предлагаем проанализировать динамику кредитных и фондовых агрегатов, устойчивое и существенное увеличение которых часто связывается с последующими финансовыми стрессами в ФСЭ:

- гэл по кредитной задолженности – “*Credit-to-GDP gap*”, обозначим как $GAP_{L/Y}$;
- гэл по фондовому индексу – “*Assets Price gap*”, обозначим как GAP_p ;
- гэл по реальному эффективному обменному валютному курсу – “*Real Effective Exchange Rate gap*”, обозначим как GAP_{REER} .

На рисунке 3.1 представлена динамика приращения объемов кредитования в Украине и схематично показана граница, определяющая существенное кредитное сокращение.

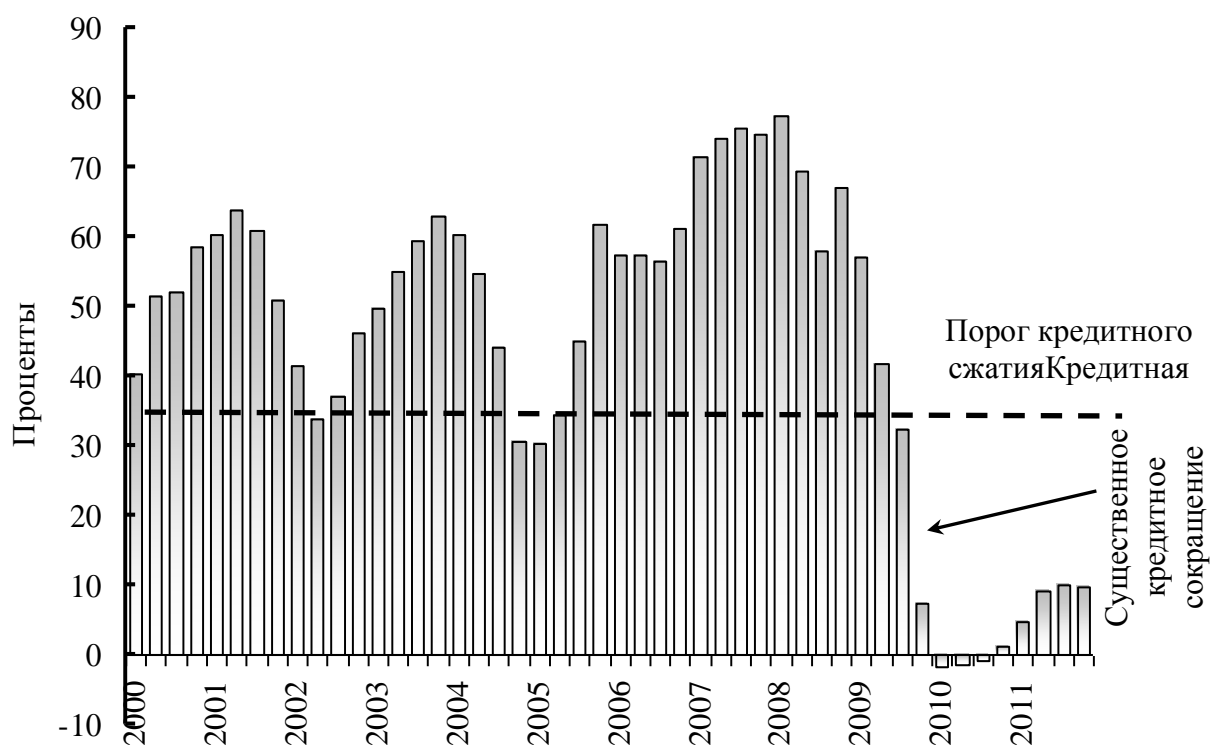


Рисунок 3.1 – Динамика кредитования экономики Украины за 2000-2011 гг.

Источник: составлено автором на основе [210, 216], собственная разработка.

В качестве границы, определяющей кредитное сжатие, возьмем нижний квартиль от величины приращения кредитов. Обратим внимание, что квартили делят совокупность статистических данных по кредитам на четыре части. Первый квартиль Q_1 (нижний квартиль) отделяет слева 0,25 объема совокупности. В условиях мирового финансово-экономического кризиса критическим периодом для национальной экономики, с точки зрения кредитного сжатия, стал 2009-2010 гг., когда прирост в кредитовании экономики был минимальным за анализируемый период времени.

На рисунке 3.2 показана динамика (в годовом выражении) основных финансовых агрегатов за период 2003-2010 гг. Из представленного графического материала следует, что расширение кредитования отечественной экономики, начиная с 2005 года, было неразрывно связано с неординарным ростом фондового индекса в 2007 году. При этом, следует обратить внимание

на более высокую волатильность рынка ценных бумаг, а также на его эластичность к неблагоприятным шокам: в первом квартале 2008 года, в условиях мирового финансово-экономического кризиса и оттока капитала, фондовый индекс ПФТС сократился по сравнению с аналогичным периодом времени 2007 года на 67%.



Рисунок 3.2 – Изменения основных финансовых агрегатов ФСЭ Украины в годовом исчислении

Источник: на основе данных [210], собственная разработка.

В это же время, банки активно направляли дополнительные кредитные ресурсы, сформированные притоком иностранного спекулятивного капитала, в национальную экономику. Совокупная кредитная задолженность в первом квартале 2008 года имела максимальный прирост, более 78%. В свою очередь, динамика реального эффективного обменного курса имела повышающийся

тренд, что свидетельствовало об укреплении национальной валюты в период кредитной экспансии.

В соответствии с предложенной дескриптивной моделью формирования финансовых дисбалансов покажем графически отклонения финансовых агрегатов от их долгосрочных трендов (рис.3.3).



Рисунок 3.3 – Отклонение финансовых агрегатов от долгосрочных их трендов

Источник: собственная разработка.

Анализируя представленный графический материал, обратим внимание, что на основе последних научных исследований [196-197, 200], стрессы в ФСЭ могут иметь место с высокой вероятностью, если наблюдаются следующие дисбалансы:

— фактическая величина кредитного агрегата ($GAP_{L/Y}$) превышает его ожидаемое значение более, чем на 5%;

- одновременно с предыдущим пунктом наблюдается превышение величины фондового агрегата (GAP_p) ожидаемого значения более, чем на 15%;
- отклонение валютного (реальный эффективный обменный курс) агрегата от ожидаемого значения более 10-13 % [196, 198, 200].

В целом, анализ отклонений финансовых агрегатов от их ожидаемых значений, позволил сформулировать следующие выводы:

1) *Мировая финансовая либерализация 90-х гг. XX ст. и открытость национальной экономики сформировали объективные условия для прохождения финансовым сектором Украины своей траектории финансового цикла. Для национальной экономики это движение было уже с фазы роста финансового цикла и завершилось надуванием кредитного и фондового “пузыря”, что в явном виде выявило наличие серьезных ДФСЭ.*

2) Длительность той части финансового цикла, которую прошла Украина, определяется длительностью кредитного цикла, который завершился в 2009 году кредитным сжатием (“Момент Мински”).

3) За период времени с 2000 года по 2003 год включительно, синхронность (сонаправленность движения) изменения финансовых агрегатов банковского сектора и рынка ценных бумаг была, скорее всего, невысокой. В это период времени расширение кредитного предложения было подкреплено ростом реальной экономики, то есть увеличением реального ВВП.

4) За период времени с 2004 года по 2008 год отклонения кредитного и фондового агрегатов от своих долгосрочных трендов являлись существенными. Пройдя 20-процентный порог, эти отклонения свидетельствовали о накоплении серьезных ДФСЭ, что, собственно, и оказало значительное влияние на повышение уязвимости ФСЭ и национальной экономики к неблагоприятным событиям (оттоку капитала, девальвации национальной валюты, паники среди населения и т.п.).

5) По продолжительности времени фаза расширения кредитного предложения намного длиннее фазы сокращения. Расширение кредитования в

Украине проходило, по сути, с момента независимости государства. Кредитная экспансия (превышением минимального пятипроцентного порога в изменении объемов кредитования) проходила на протяжении 9 лет (с 2000 по 2008 год), а сокращение произошло за один 2009 год. При этом, продолжительность стремительного роста цен на рынке ценных бумаг в отсутствие фундаментальных условий (приращения реального ВВП) была короче, а амплитуда колебаний выше по сравнению с продолжительностью и амплитудой колебаний на кредитном рынке.

Валютный рынок на протяжении 2000-2008 года (за исключением последнего квартала 2008 г.) не отличался неординарными колебаниями. Вместе с тем необходимо отметить, что на протяжении периода времени с 2000 года по осень 2008 года происходило поступательное укрепление национальной валюты, что стимулировало рост кредитования в Украине в иностранной валюте. Вместе с тем, как уже отмечалось ранее, расширение ипотечного и потребительского кредитования домохозяйств в иностранной валюте заложило серьезные валютные риски, которые были недооценены в условиях кредитной экспансии. Девальвацию национальной валюты в 2009-2010 годах можно рассматривать как шок и материализацию накопленных валютных рисков, усилившие флуктуации в ФСЭ Украины.

Проанализируем общие тенденции и оценим уровень синхронности в динамике индикаторов финансовых дисбалансов на различных исторических периодах времени. На рисунках 3.4 и 3.5 представлена динамика реального ВВП (*RGDP*), изменения в уровне предоставленных кредитов в экономику Украины (*L-ratio*) и индекс ПФТС (*Pa*).

Как видно из представленного рисунка 3.4, с 2000 года по 2004 год включительно расширение кредитования имело положительную связь с динамикой экономического роста, то есть увеличение кредитования было адекватным к изменению фундаментальных основ экономического развития. В

этот период времени рост объемов банковских ресурсов обеспечивался реальным приростом прибыли нефинансовых корпораций.

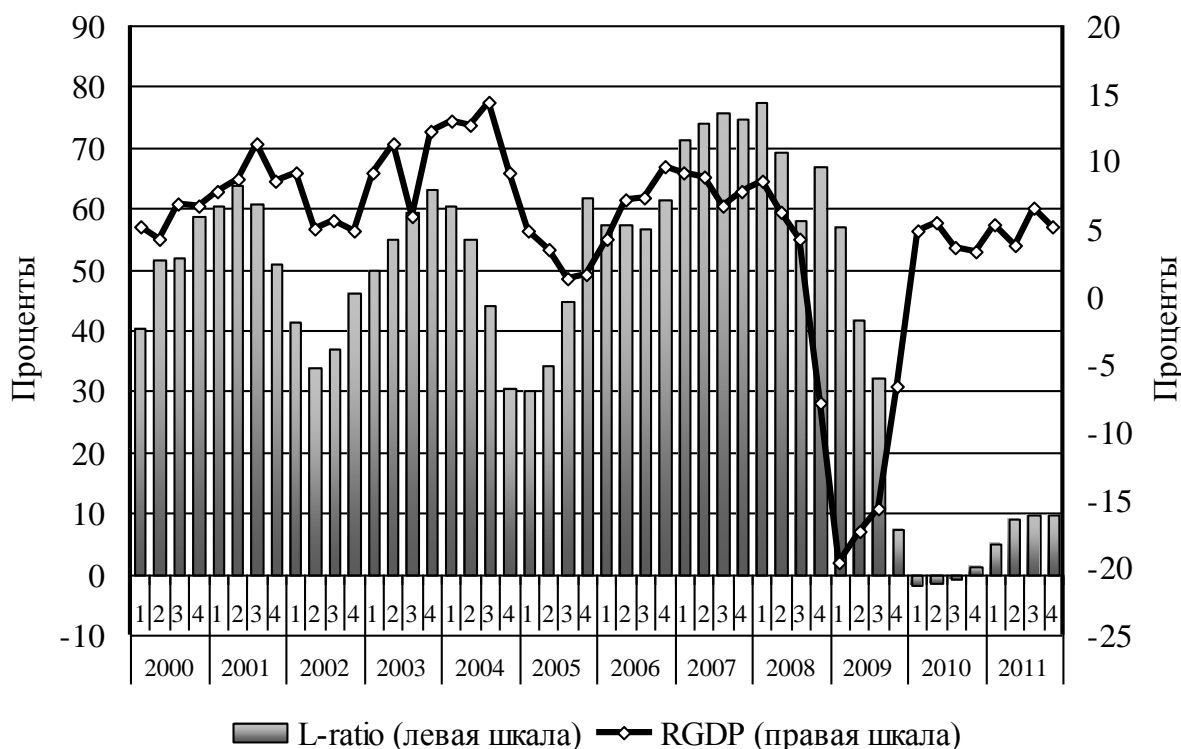


Рисунок 3.4 – Динамика кредитной задолженности и реального ВВП Украины

Источник: составлено автором на основе [210], собственная разработка.

Анализ рисунка 3.5 позволил сделать вывод: на всем историческом интервале времени сильной взаимосвязи между расширением кредитования экономики и показателями рынка ценных бумаг не наблюдалось, за исключением периода времени с 2005 года и по третий квартал 2008 года, когда кредитная экспансия сопровождалась неординарным ростом фондовых индексов. Прирост же банковских ресурсов на данном интервале времени происходил не за счет средств нефинансовых корпораций, а за счет средств, привлеченных отечественными банками с международных финансовых рынков.

Объемы денег других банков в структуре обязательств отечественных банков возросли в 2006 году в 2,2 раза (с 76.7 млрд. грн. до 168.6 млрд. грн.).

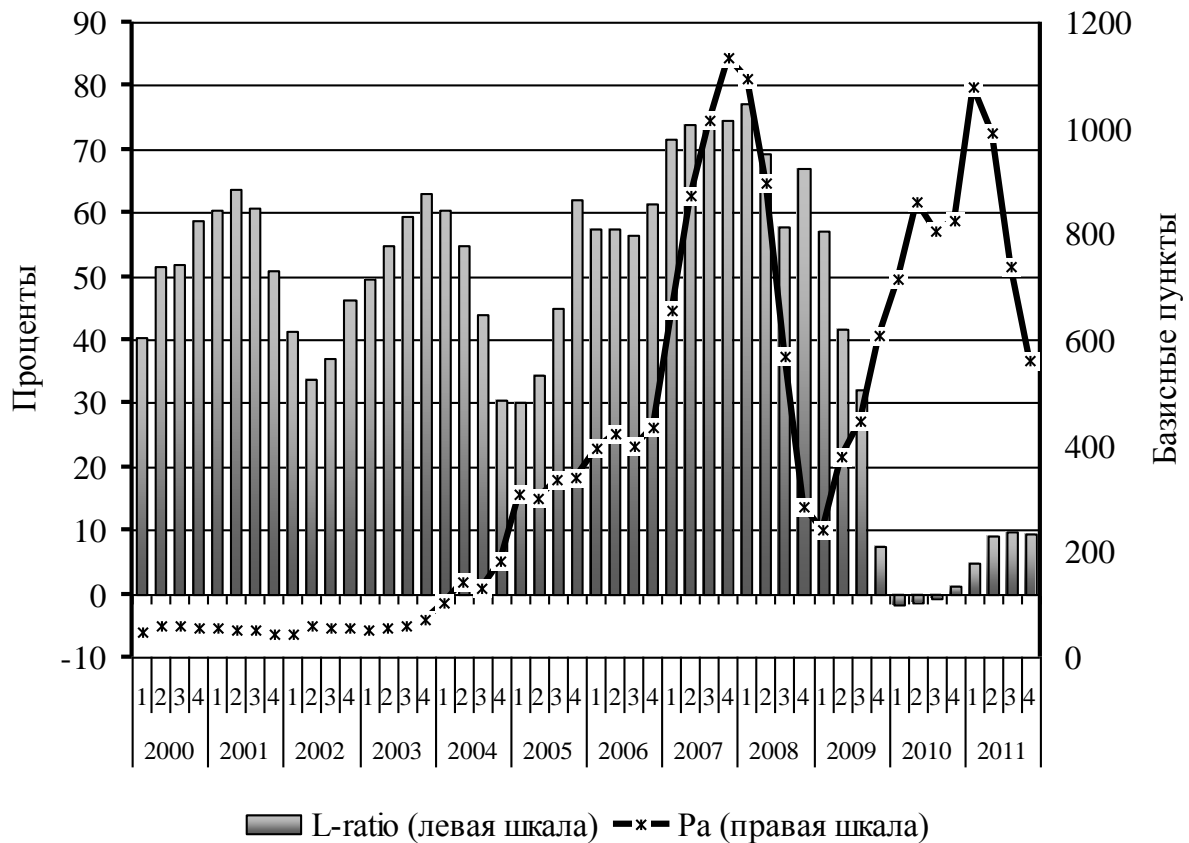


Рисунок 3.5 – Динамика кредитной задолженности и индекса ПФТС Украины

Источник: составлено автором на основе [210], собственная разработка.

Таким образом, кредитная экспансия 2005-2008 годов происходила в условиях некоторой эйфории, т.е. в ФСЭ сформировались (сверх)оптимистические ожидания относительно будущих прибылей, что привело к снижению кредитных требований для потенциальных заемщиков, изменению степени восприятия рисков, росту стоимости активов.

Сформированные оптимистические ожидания, укрепление курса национальной валюты обеспечили приток иностранного спекулятивного капитала, что отразилось положительно на росте фондовых индексов Украины.

За период времени с 2005 года по 2007 год включительно индекс ПФТС вырос более, чем в 3,5 раза. При этом, чувствительность (волатильность) рынка ценных бумаг к конъюнктуре мировых финансовых рынков оказалась выше: падение цен на рынке ценных бумаг произошло быстрее кредитного сокращения. Эффект снижения цен на активы ФСЭ ощутил через 3 квартала, осенью 2008 года. В последующем, начиная с 2009 года, динамика индекса ПФТС отвечает изменению реального ВВП, в то время как кредитный рынок все еще находился на фазе своего сокращения.

На рис. 3.6 показана динамика реального эффективного обменного курса (*REER*) и официального валютного курса гривны по отношению к доллару США (*ER*).

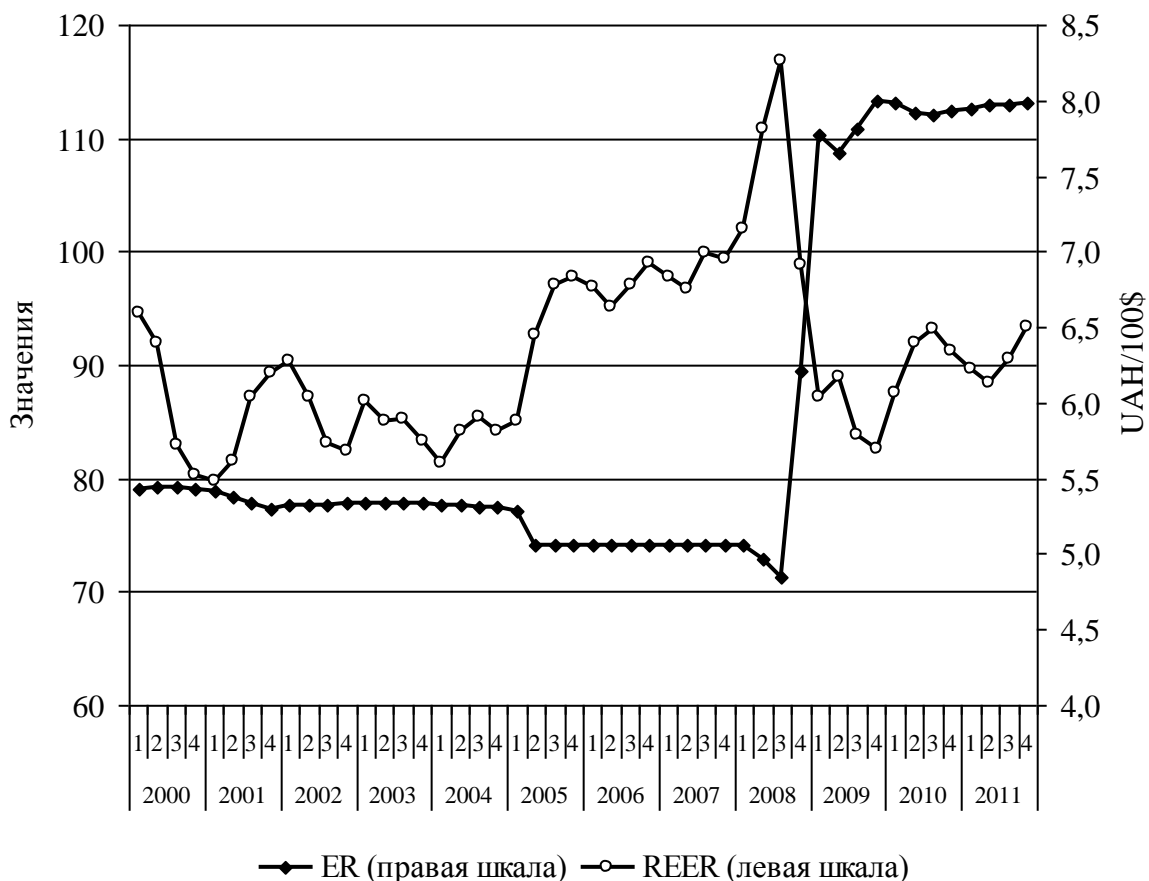


Рисунок 3.6 – Динамика реального эффективного обменного курса и официального обменного курса гривны к доллару США

Источник: составлено автором на основе [210].

Анализ рисунка 3.6, а также стилизованных фактов финансово-экономического кризиса 2008-2009 годов позволил выделить ряд ключевых моментов. Девальвация курса национальной валюты в четвертом квартале 2008 года произошла на фоне резкого падения фондовых индексов и снижения реального ВВП. В это же время, кредитный цикл, будучи менее инертным, постепенно вошел в фазу своего сокращения.

Девальвация национальной валюты непосредственно отразилась на материализации валютных рисков по предоставленным в экономику ранее валютным кредитам, усилив, тем самым, материализацию системных финансовых рисков. В дальнейшем стабилизация валютного курса происходило на фоне постепенного восстановления отечественной экономики.

Для оценки синхронности динамике финансовых агрегатов разобьем период времени с 2000 года по 2009 год на следующие временные интервалы:

1) Начало кредитной экспансии на фоне слабых колебаний на рынке ценных бумаг – 2000-2003 гг. На данном интервале времени наблюдались наименьшие значения индекса ПФТС за весь анализируемый период времени с 2000 года по 2009 год, что соответствует нижней квантили Q_1 , рассчитываемой по формуле:

$$Q_1 = x_{Q_1} + i_{Q_1} \frac{\frac{1}{4} \sum_{i=1}^n f_i - S_{Q_{1-1}}}{f_{Q_1}}, \quad (3.1)$$

где x_{Q_1} – нижняя граница интервала, содержащего нижний квартиль; i_{Q_1} – величина интервала, содержащего нижний квартиль; f_i – частоты интервального ряда; f_{Q_1} – частота интервала, содержащего нижний квартиль; $S_{Q_{1-1}}$ – накопленная частота интервала, предшествующего интервалу, содержащему нижний квартиль.

2) Увеличение кредитной экспансии (формирование явных дисбалансов) в условиях существенного, по сути, нелинейного роста цен на финансовые активы на рынке ценных бумаг – 2004-2007 гг. При этом, следует отметить, что в последние два квартала 2004 г. и в первое полугодие 2005 г., на кредитном рынке происходили незначительные сокращения. Однако, эта корректировка рынка была незначительной по сравнению с сокращениями в реальном ВВП. Реальный прирост ВВП во втором квартале 2005 года составил 3,4%, что на 9,7% меньше аналогичного прироста 2004 г.

3) Завершение кредитной экспансии (ликвидация явных дисбалансов) в условиях падения цен на финансовые активы – 2008-2009 гг.

По анализируемым интервалам времени предлагается оценить синхронность колебаний по рассмотренным выше релевантным финансовым агрегатам, с использованием коэффициента конкордации, который был разработан Доном Хардингом и Адрианом Паганом в 2002 году [199]. Коэффициент конкордации (CI_{xy}) для финансовых агрегатов x и y за анализируемый период времени $t=1, \dots, T$, определяется:

$$CI_{xy} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T [C_t^x \cdot C_t^y + (1 - C_t^x) \cdot (1 - C_t^y)], \quad (3.2)$$

где $C_t^x = \{0, \text{ если значение финансового агрегата } x \text{ снижается в момент времени } t; 1, - \text{ если увеличивается}\};$

$C_t^y = \{0, \text{ если значение финансового агрегата } y \text{ снижается в момент времени } t; 1, - \text{ если увеличивается}\}.$

Коэффициент конкордации близок единице в том случае, если в ФСЭ наблюдается синхронность (процикличность) в колебаниях финансовых агрегатов, и наоборот, он близок нулю, если изменения этих агрегатов разнонаправлено. На рисунке 3.7 показаны коэффициенты конкордации по

фондовому агрегату (Pa), валютному ($REER$) и уровню экономического роста национальной экономики ($RGDP$ – *Real Gross Domestic Product*).

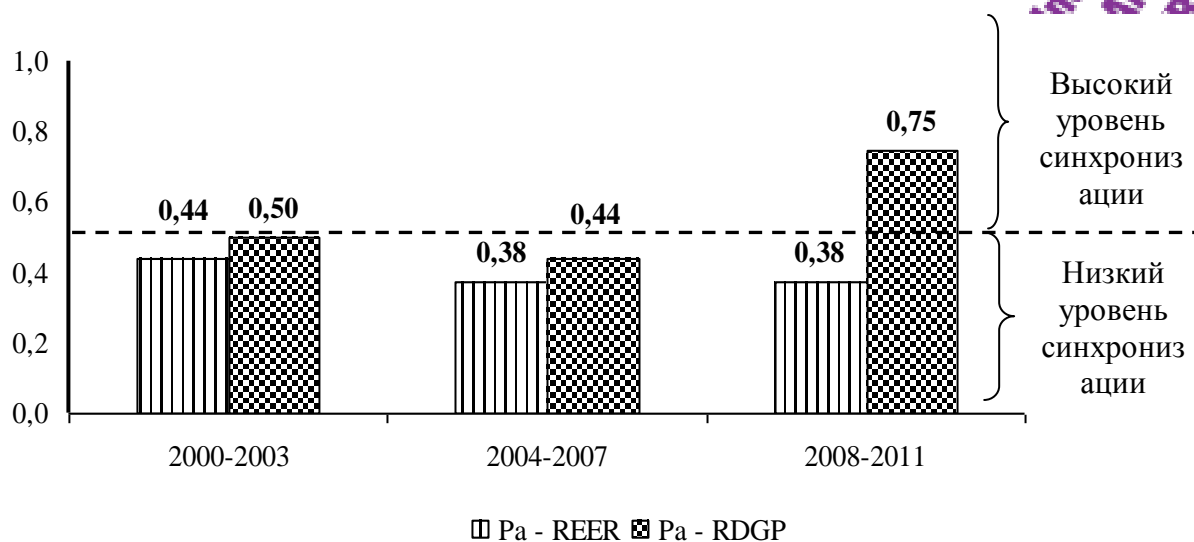


Рисунок 3.7 – Коэффициенты конкордации $CI_{EPI-REER}$, $CI_{EPI-RDGP}$

Источник: собственная разработка.

Анализируя синхронность финансовых агрегатов и темпов экономического роста [292], можно выделить следующие особенности:

1) На всем протяжении анализируемого времени, в процессе накопления финансовых дисбалансов, колебания валютного, фондового агрегата и уровня экономического роста не отличались сильной проциклическостью.

2) В 2000-2003 гг. динамика экономического роста сопровождалась укреплением национальной валюты (снижением $REER$), поэтому коэффициент конкордации между реальным эффективным валютным курсом и реальным ВВП составил, всего лишь 0,5. Если же вместо показателя $REER$ рассмотреть его обратную величину, характеризующую укрепление национальной валюты, то синхронность будет выше. То же самое можно сказать и о синхронности в динамике цен на финансовые активы и реальным эффективным валютным курсом: по фактическим данным коэффициент конкордации составил 0,44, то

есть снижение (укрепление) реального эффективного валютного курса сопровождалось ростом цен на финансовые активы.

3) В период чрезмерной кредитной экспансии и роста цен на финансовые активы (2004-2007 гг.) синхронность в колебаниях фондового агрегата и реальной экономики снижается. Это свидетельствует о том, что *дальнейший рост фондового агрегата происходил уже в отрыве от фундаментальных условий экономического развития*. Как результат, в ФСЭ накапливались существенные дисбалансы: снижение реального ВВП сопровождалось бумом цен на финансовые активы. Причем, несмотря на рост уровня инфляции в Украине в анализируемом временном интервале (более 10% ежегодно, а в 2008 г. – 22,8%) и, соответственно, девальвацию реального эффективного валютного курса, рост фондового индекса был устойчивым и сильным.

4) В период кризиса и посткризисный период времени (2008-2011 гг.) была выявлена очень высокая синхронность между динамикой индекса ПФТС и реальным ВВП: коэффициент конкордации составил 0,75, что свидетельствует о наличии сильной процикличности между этими макроагрегатами в период восстановления экономики.

На рисунке 3.8 представлены коэффициенты конкордации, определяющие количественные связи в показателях кредитного рынка, рынка ценных бумаг, валютного рынка и темпом экономического роста Украины.

Анализируя представленный выше графический материал, можно сделать следующие выводы:

1) Синхронность в колебаниях релевантных кредитных агрегатах и уровня экономического роста неравномерна по анализируемому периоду времени. В 2000-2003 гг. прирост реального ВВП сопровождался адекватным расширением кредитования экономики, коэффициент конкордации составил 0,63.

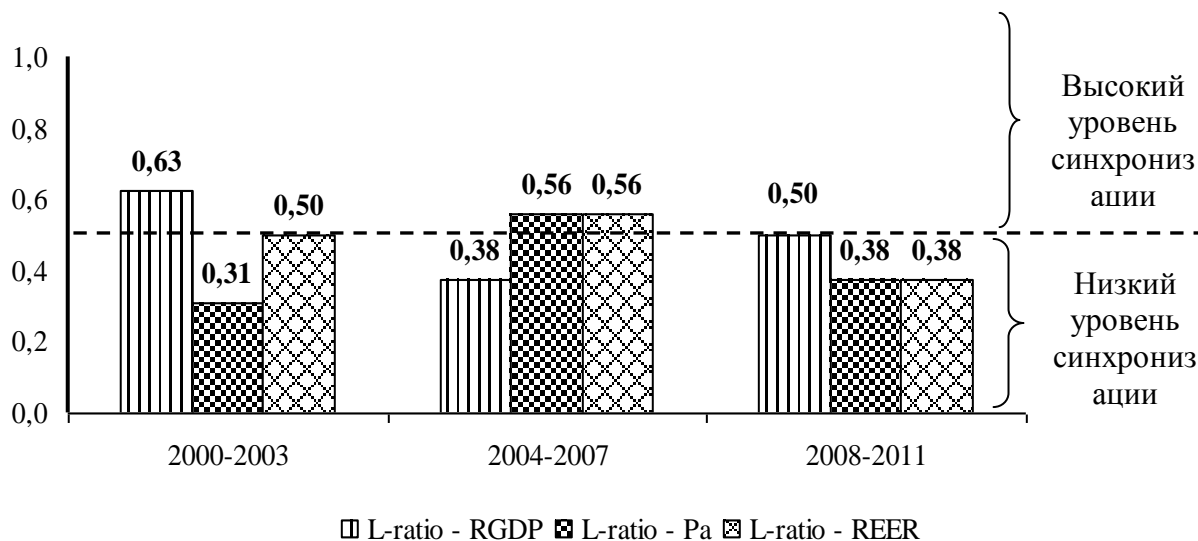


Рисунок 3.8 – Коэффициенты конкордации: $CI_{L-Ratio-RGDP}$, $CI_{L-Ratio-Pa}$, $CI_{L-Ratio-REER}$

Источник: собственная разработка.

2) В дальнейшем, накопленная ликвидность в ФСЭ Украины стимулировало дальнейшее расширение кредитования и рост цен на финансовые активы. Расширение кредитования экономики, в некоторой степени, подкреплялось ростом цен на активы, новыми заимствованиями на внешних рынках, укреплением реального курса национальной валюты, что в целом, привело к явным разрывам (дисбалансам) между финансовым и реальным секторами экономики. В частности, сонаправленность динамики кредитного агрегата и реального ВВП в 2004-2007 гг. снизилось, коэффициент конкордации составил всего лишь 0.38. Тем самым, кредитный и фондовый агрегаты возрастали в то время, когда темпы экономической динамики снижались, формируя условия для чрезмерного накопления дисбалансов, а через них и системных финансовых рисков (ликвидности, кредитного и рыночного риска).

3) Накопленные дисбалансы predeterminedелили уязвимость ФСЭ к шокам: оттоку иностранного капитала, колебанию валютных курсов, изменению процентных ставок на ссудный капитал. Поэтому величина кредитного сжатия

была соизмерима с накопленными дисбалансами, рисками, которые в момент кризиса проявились как системные.

Сводные результаты анализа синхронности колебаний индикаторов ДФСЭ и реального ВВП представлены в табл. 3.1.

Таблица 3.1 – Синхронность колебаний индикаторов ДФСЭ и реального ВВП в Украине за 2000-2011 гг.

Показатели	Периоды		
	2000-2005 [отсутствие существенных ДФСЭ]	2006-2008 [существенные ДФСЭ]	2009-2011 [уменьшение ДФСЭ]
Кредиты - Реальный ВВП	0,63	0,38*	0,50
Кредиты - Фондовый индекс	0,31*	0,56	0,38*
Кредиты - реальный эффективный обменный курс	0,50	0,56	0,38*
Фондовый индекс – Реальный ВВП	0,51	0,44*	0,75*
Фондовый индекс - реальный эффективный обменный курс	0,44*	0,38*	0,38*
	Наличие фундаментальных условий для роста кредитования ($CI_{xy} \geq 0,5$)	Отсутствие фундаментальных условий для роста кредитования ($CI_{xy} < 0,5$)	Наличие фундаментальных условий для роста кредитования ($CI_{xy} \geq 0,5$)

* Низкий уровень синхронности колебаний между парой показателей.

3.2 Анализ влияния кредитных дисбалансов на макроэкономическую динамику в Украине и странах СНГ

Финансовые диспропорции могут оказывать существенное влияние на темпы экономического роста. Причем, на различных фазах экономического цикла это влияние будет различно. *На фазе роста экономики кредитная*

экспансия, основывающаяся на фундаментальных факторах, усиливает темпы развития экономики. Однако, на фазе замедления и спада темпов экономического роста дальнейшее расширение кредитования проводится на спекулятивной основе, что ведет к явным перекосам (дисбалансам) и, в условиях кредитного сжатия, к усилению темпов спада экономического развития.

Рассмотрим статистические данные следующих стран с формирующимися рынками: Украины, Армении, России, Молдовы, Беларуси, Казахстана, Кыргызстана, Таджикистана, Азербайджана [293, 294]. На рисунке 3.19 представлены изменения реального ВВП по странам СНГ в 2009 году и накопленная в предыдущем 2008 году сумма кредитной задолженности (L) по отношению к номинальному ВВП (Y).

Из представленного рисунка 2.19 видно, что колебания реального ВВП Украины практически является синхронным по отношению к изменению реального ВВП стран СНГ.

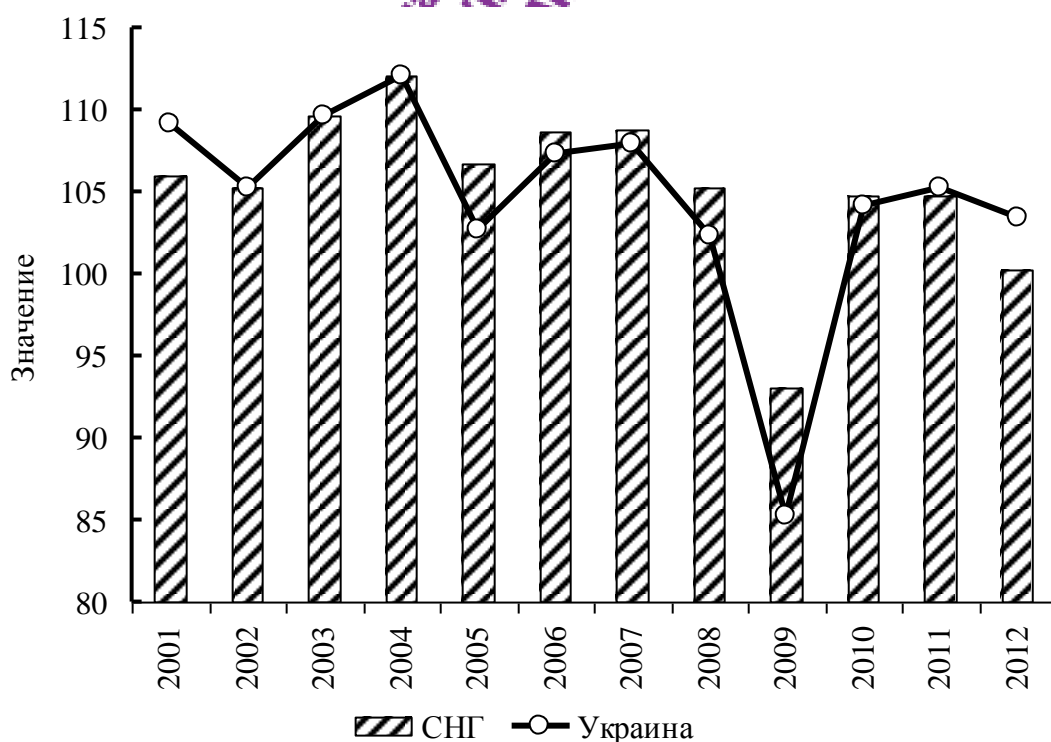
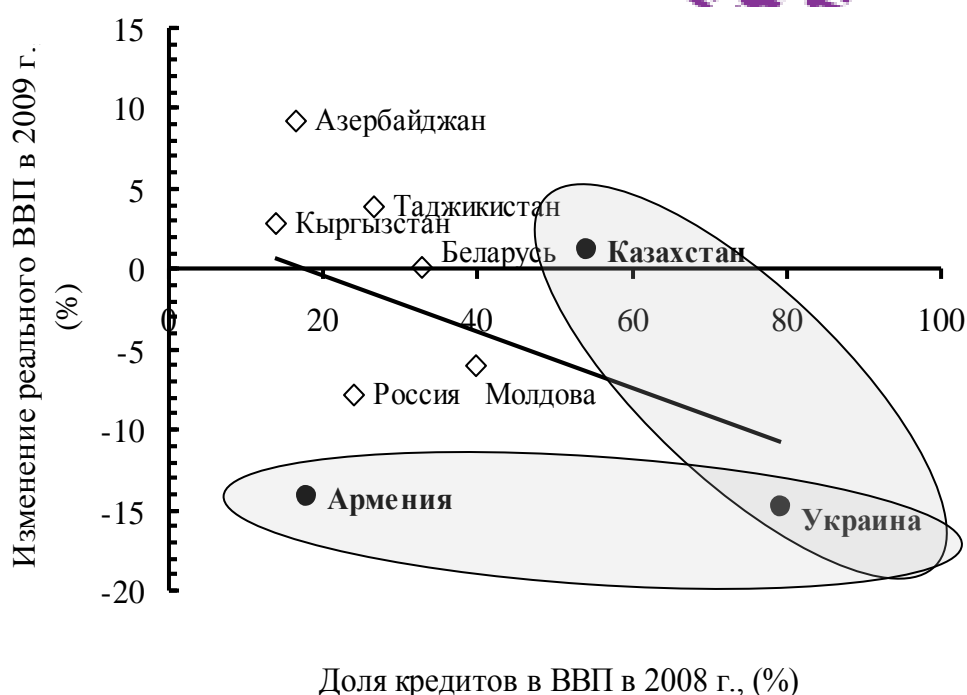


Рисунок 3.9 – Индексы ВВП Украины и стран СНГ

Источник: составлено автором на основе [293].

В 2009 году реальный ВВП Украины и стран Содружеств снизился на 14,8% и 6,9% соответственно. Заметим, среди всех стран СНГ в Украине было наибольшее снижение реального ВВП. В Армении это снижение составило 14,2%, а в Азербайджане, наоборот, имел место прирост на уровне 9,3%. На рисунке 3.10 представлены изменения реального ВВП по странам СНГ в 2009 году и накопленная в предыдущем 2008 году сумма кредитной задолженности (L) по отношению к номинальному ВВП (Y).



- страны, в которых имел место кредитный бум (формула (2.2)).
- ◇ страны, в которых выявлена кредитная экспансия (формула (2.1)) без кредитных бумов.

Рисунок 3.10 — Распределение стран СНГ по реальному ВВП 2009 г. и доли кредитов в ВВП 2008 г.:

Источник: составлено автором на основе [210, 293].

Коэффициент корреляции между этими показателями составил $\rho = -0.45$, что свидетельствует об обратной связи между долей кредитов к ВВП и последующим изменением реального ВВП. В то же самое время, необходимо отметить, что сам показатель отношения кредитов к ВВП является хоть и

важным, но вместе с этим, он не предопределяет однозначно существенные сокращения в темпах экономического развития в условиях негативного воздействия внешних шоков.

В Украине имело место самое сильное, среди анализируемых стран СНГ, снижение темпов экономического развития в 2009 году на фоне максимальной доли кредитов, предоставленных депозитными корпорациями в национальную экономику в докризисный период времени. В то же самое время, в Армении доля кредитов к ВВП составила, почти, в 4,5 раза меньше по сравнению с Украиной, а снижение реального ВВП в период 2009 года было практически таким же. Вместе с тем, прослеживается взаимосвязь: усиление темпов снижения реального ВВП при высокой предварительно накопленной кредитной задолженности.

Исследуем динамику финансовых агрегатов (гэп по кредитной задолженности, гэп по реальному эффективному обменному валютному курсу) по странам СНГ: Украине, Азербайджану, Армении, Беларуси, Казахстану, Кыргызстану, Молдове, России и Таджикистану. Кроме указанных выше финансовых агрегатов, включим в анализ следующие агрегаты:

- долю кредитов депозитных корпораций в ВВП,
- переменную “кредитный бум” (CB), отражающую сильные отклонения доли кредитов в ВВП от своего долгосрочного тренда и принимающую значения 0 (отсутствие существенных отклонений) или 1 (наличие существенных отклонений):

$$CB = \begin{cases} 1, \text{если } (L/Y)_t \geq (L/Y)_t^{EHP19.5\%} \\ 0, \text{иначе} \end{cases} \quad (3.3)$$

Кредитный бум определяется на основе выявления сильных отклонений фактической кредитной задолженности от ее долгосрочного тренда [201]. На основе собственных расчетов было выявлено, что за анализируемый период

времени кредитный бум в Украине наблюдался с 2007 года по 2008 год, когда ежегодное приращение кредитов, предоставленных в экономику Украины, в процентном выражении, превышало 71%.

Обращаем внимание на то, что весь комплекс предлагаемых финансовых агрегатов доступен не по всем странам СНГ. В частности, фондовые агрегаты были исключены из исследования, хотя, как это было отмечено ранее, надувание фондовых “пузырей” на фоне сильной кредитной экспансии напрямую связано с последующими стрессами в ФСЭ.

Поэтому задачей данного анализа заключалась в раскрытии общих причинно-следственных связей между накапливаемыми дисбалансами и величиной последующих сокращений в ФСЭ, а также в темах экономического роста. Результаты пробит-анализа по выделению релевантных финансовых агрегатов, которые наилучшим образом объясняют величину кредитного сокращения, представлено в таблице 3.2.

Таблица 3.2 – Наилучшие релевантные финансовые агрегаты в идентификации кредитного сокращения

Финансовый агрегат	Оцененное значение	Хи-квадрат Вальда	Временной лаг (в годах) h	Степень корректности модели в классификации наблюдений (max=100%)
α	-1,602	36,96 ($< 0,0001$)*	---	93,94%
$Credit\text{-}to\text{-}GDP \times Credit\text{ } Boom$	8,60	6,01 ($0,014$)*	2	

*финансовый агрегат является значимым.

Источник: собственная разработка.

Оцененная модель вероятности кредитного сжатия имеет вид:

$$Pr(y_t = 1 / x_{t-2}) = \Phi(-1.6 + 8.6 \times Credit\text{-}to\text{-}GDP_{t-2} \times CB_{t-2}). \quad (3.4)$$

На рисунке 3.11 показана функция распределения вероятности кредитных сокращений на основе оцененной модели (3.4).

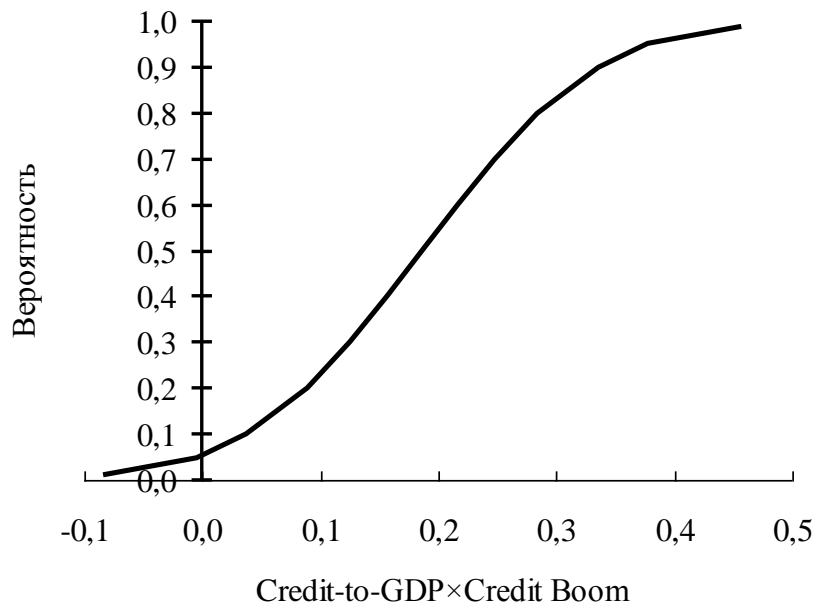


Рисунок 3.11 – Функция распределения вероятности кредитных сокращений

Источник: собственная разработка.

По результатам анализа релевантных финансовых агрегатов, позволяющих идентифицировать будущее кредитное сжатие, можно сформулировать следующие выводы:

1) Наилучшим показателем, с точки зрения прогнозирования возможных кредитных сокращений, является совокупное влияние (одновременное проявление в ФСЭ) высокой доли кредитов по отношению к ВВП и наличие кредитного бума. Указанные финансовые агрегаты выражают собой нарастание явных дисбалансов, которые, в свою очередь, снижают устойчивость ФСЭ к возможным шокам: чем больше и быстрее в стране формируется кредитный бум, тем более вероятным является последующее сильное кредитное сжатие. По расчетным данным эти кредитные сокращения могут произойти, в среднем, через 2 года после начала формирования кредитных бумов, что вполне

соответствует результатам исследований, проведенных специалистами МВФ на примере развитых стран [1].

2) В странах СНГ, в том числе и в Украине, вероятность кредитного сокращения в этих условиях намного выше по сравнению с развитыми странами, что свидетельствует о большей эластичности ФСЭ экономики Украины к негативному воздействию шоков. При этом отметим, что агрегат “реальный эффективный валютный курс”, несмотря на его постепенное предкризисное увеличение, практически, по всем странам СНГ, был выявлен как незначимый по степени влияния на кредитные сокращения, т.е. его отклонения не были столь устойчивыми и существенными по анализируемым странам по сравнению с колебанием кредитных агрегатов. В то же самое время, девальвацию национальной валюты можно рассматривать как шок, который усилил флуктуации на финансовых рынках Украины.

Для построения комплексного подхода к анализу и регулированию ДФСЭ предлагаем осуществлять их мониторинг не только в ФСЭ, но и в нефинансовом секторе. В этом контексте интересной с научной точки зрения является фундаментальная (проциклическая) теория финансовой нестабильности Хаймана Мински, которая раскрывает причинно-следственные связи между величиной дохода фирмы, ее процентными обязательствами и экспозицией к финансовой хрупкости (материализации финансовых рисков). В отличие от теории Х. Мински мы предлагаем ввести показатель (коэффициент) обеспеченности финансирования *DSCR* (“*Debt Service Cover Ratio*”), который рассчитывается на макроуровне как отношение валовой прибыли (валовая прибыль, смешанный доход) к кредитам в экономику. Этот показатель отражает величину валовой прибыли, которую получают нефинансовые корпорации и домохозяйства-предприниматели, в отношении объема накопленной в экономике кредитной задолженности:

$$DSCR = \frac{GOS}{L}, \quad (3.5)$$

где $DSCR$ – коэффициент покрытия кредитной задолженности; GOS – валовая операционная прибыль (валовая прибыль, смешанный доход); $GOS = GV - (CE + (IT - SU))$; GV – валовая добавленная стоимость (*gross value added*); CE – оплата труда нанимаемых работников (*compensation of employees*); $IT-SU$ – чистые налоги на производство и импорт (*indirect taxes paid by producers, reduced by producer subsidies received*); L – кредиты ФСЭ.

Данный показатель отражает величину валовой операционной прибыли, получаемую экономическими агентами в национальной экономике, по отношению к объему накопленной в экономике кредитной задолженности. Устойчивое снижение коэффициента покрытия может сигнализировать о росте кредитных рисков (в целом) на уровне национальной экономики. Поэтому его мониторинг может быть также целесообразным со стороны регулирующих органов. На рисунке 3.12 показана динамика кредитов ФСЭ и изменение показателя $DSCR$.

Анализ представленного графического материала свидетельствует о постепенном снижении покрытия кредитной задолженности, начиная с 2001 года и, соответственно, о накоплении ДФСЭ. Штрихом условно показан критический уровень коэффициента покрытия кредитной задолженности ($DSCR_{крит.} = 1$).

Так, в 2006 г. значение $DSCR$ опустилось ниже единицы, что свидетельствует о том, что в период кредитной экспансии величина совокупной кредитной задолженности, накопленной в отечественной экономике, была меньше валовой операционной прибыли нефинансовых корпораций и домохозяйств. В последующие 2007-2008 гг. этот разрыв (дисбаланс) только увеличивался, и в 2008 году $DSCR$ составил 0,5, после чего на кредитном рынке произошло сильное кредитное сжатие. В то же самое время, обратим внимание,

что денежно-кредитная политика НБУ в эти годы была достаточно нейтральной по отношению к параметрам экономического цикла [214, с.43] и накапливаемым дисбалансам.



Рисунок 3.12 – Динамика кредитов ФСЭ и коэффициента $DSCR$

Источник: составлено автором на основе [210, 216], собственная разработка.

На рисунке 3.13 представлена динамика реального ВВП и коэффициента покрытия кредитной задолженности $DSCR$ с заданным его критическим значением ($DSCR_{крит.}$).

Анализ представленного графического материала позволил выявить, что после прохождения коэффициентом покрытия кредитной задолженности меньше единичной отметки, через несколько лет это привело к сильному сокращению темпов экономического роста. В условиях финансово-экономического кризиса, реальный ВВП снизился в 2009 году на свою рекордную величину, - на 14,8%. Такая динамика свидетельствует о том, что накопление критического уровня задолженности (дисбалансов) в экономике,

необеспеченного приростом реальной операционной прибыли нефинансовых корпораций и домохозяйств-предпринимателей, выступила катализатором финансового стресса в ФСЭ и снижения темпов экономического развития национальной экономики.

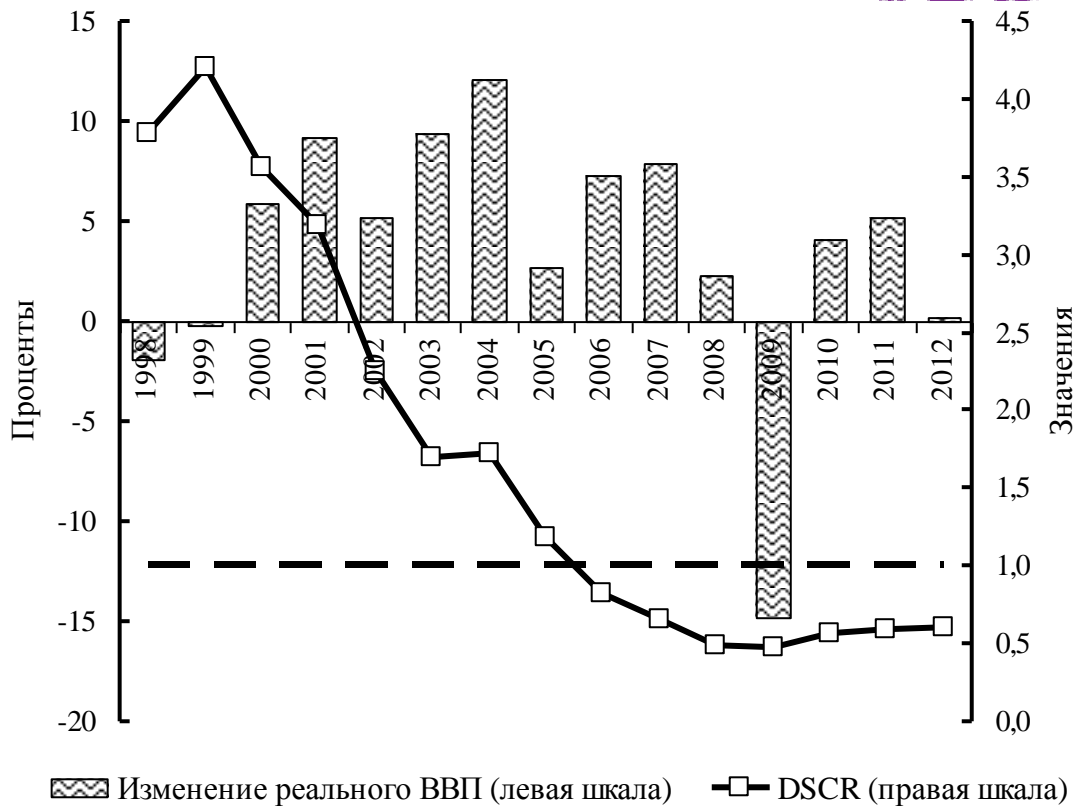


Рисунок 3.13 – Динамика реального ВВП и *DSCR*

Источник: составлено автором на основе [210, 216], собственная разработка.

Количественную оценку взаимосвязей между формированием кредитной задолженности и динамикой реального ВВП Украины в условиях кредитной экспансии предлагаем произвести с использованием регрессионного анализа. Проанализируем взаимосвязи между колебанием средневзвешенной процентной ставки на кредиты, нормой прибыли на инвестированный капитал и динамикой реального ВВП.

В общем виде модель зависимости реального ВВП от абсолютной величины покрытия банковского процента можно записать:

$$\Delta GDP = \beta_0 + \beta_1 \times ICV, \quad (3.6)$$

где ΔGDP – изменения реального ВВП в процентном выражении; ICV – абсолютная величина покрытия банковского процента по кредитам в процентном выражении ($ICV = r' - i'$); $r' = \Delta GOS_t / I_{t-1}$ – норма прибыли на инвестированный капитал; ΔGOS_t – изменение суммы валовой операционной прибыли; I_{t-1} – сумма инвестиций в основной капитал в предыдущий период времени; i' – средневзвешенная ставка процента по кредитам, выданным депозитными корпорациями в экономику; β_0, β_1 – регрессионные коэффициенты.

В том случае, если темпы приращения реальных доходов нефинансовых корпораций и домохозяйств снижаются относительно банковской процентной ставки, то это сопровождается уменьшением финансовой устойчивости, и, как предполагается, оказывает сильное негативное влияние на изменение реального ВВП в условиях кризиса. Результаты оценки специфицированной выше модели (3.6) по расчетным данным за 2003-2012 гг. представлены в таблице 3.3.

Таблица 3.3 – Результаты оценки уравнения экономического роста (2.16)

Статистические параметры	Модель	
	$\Delta GDP_t = \beta_0 + \beta_1 \times ICV_t$	$\Delta GDP_t = \beta_0 + \beta_1 \times ICV_{t-1}$
Оцененное уравнение	$\Delta GDP_t = 0.043 + +0.202 \times ICV_t$	$\Delta GDP_t = 0.042 + +0.195 \times ICV_{t-1}$
Значимость влияния ICV на ΔGDP	Значимое ($t_{\text{Стьюдента}} = 13.87, p=0.000$)	Значимое ($t_{\text{Стьюдента}} = 11.94, p=0.000$)
Прогностическая сила модели	Высокая (коэффициент детерминации $R^2=0.85$)	Высокая (коэффициент детерминации $R^2=0.82$)

Источник: собственная разработка.

В последнем столбце, в представленной выше таблице 3.3, показано регрессионное уравнение, позволяющее прогнозировать изменение реального ВВП (ΔGDP_t) в зависимости от величины покрытия банковского процента нормой прибыли на инвестированный капитал (ICV_{t-1}). При этом, построенная модель имеет достаточно высокую прогностическую силу. Результаты оценки модели (3.6) свидетельствуют о наличии существенной, проциклической, положительной взаимосвязи между изменениями в величине покрытия банковского процента по кредитам и изменениями в реальном ВВП.

По результатам анализа формирования кредитной задолженности и динамики реального ВВП Украины в условиях кредитной экспансии можно сделать следующие выводы:

1) Проведенный анализ внутренних процессов, которые протекают на кредитном рынке, подтверждают выводы теории финансовой нестабильности Хаймана Мински относительно циклического развития кредитных рынков.

2) В период роста национальной экономики формирование кредитного “бума” было несопоставимо с изменением реального ВВП. По сути, кредит обслуживал приобретение спекулятивных активов (акций) и/или недвижимости нефинансовыми корпорациями и домохозяйствами для последующей их перепродажи, что усиливало накопление ДФСЭ.

3) Последствия финансово-экономического кризиса 2008-2009 гг. формируют новые вызовы поддержания национальными регуляторами (центральными банками / на базе центральных банков) финансовой стабильности. По нашему мнению, с целью обеспечения финансовой стабильности необходимо усовершенствовать мероприятия регуляторного характера, направленных на недопущения формирования явных ДФСЭ национальной экономики.

Центральный банк, в меру своих компетенций должен сфокусировать внимание не только на стимулировании спроса (кредита) для достижения экономического роста в экономике, но, вместе с этим, должен осуществлять

надзор и своевременно регулировать дисбалансы, которые будут периодически возникать в ФСЭ Украины.

4) Кредитные бумы связаны с формированием системных финансовых рисков, что определяет необходимость разработки действенной методологии их идентификации и, в целом, выравнивания кредитного цикла. В период времени, когда рост кредитования и цен на активы происходит в отрыве от фундаментальных условий, центральный банк, по нашему мнению, должен своевременно реагировать на эти процессы, проводя своевременную рестрикционную денежно-кредитную политику.

Тем самым, сглаживание неординарных колебаний кредитных циклов обеспечит, в некоторой степени, и сглаживание экономических циклов в национальной экономике.

3.3 Формализация влияния диспропорций в развитии финансового сектора экономики на темпы экономического роста

Формализацию влияния финансовых диспропорций в развитии ФСЭ а темпы экономического роста проведем вначале на межстрановом уровне, продолжив анализ статистических данных 21 страны мира, 9 из которых страны Евросоюза, 3 страны из числа стран-членов СНГ (Армения, Российская Федерация, Украина), который мы начали проводить в параграфе 2.3.

На рисунке 3.14 представлено распределение стран по интегральным показателям финансовой устойчивости $FSII$ и ликвидности $FSII_L$. Радиус каждой окружности представляет собой величину изменения величины ВВП на душу населения в 2009 году по сравнению с 2008 годом. Окружности серого цвета отражают положительное приращение ВВП на душу населения в 2009

году, а белого цвета – отрицательное. Чем больше было сокращение ВВП на душу населения, тем больше диаметр окружностей.

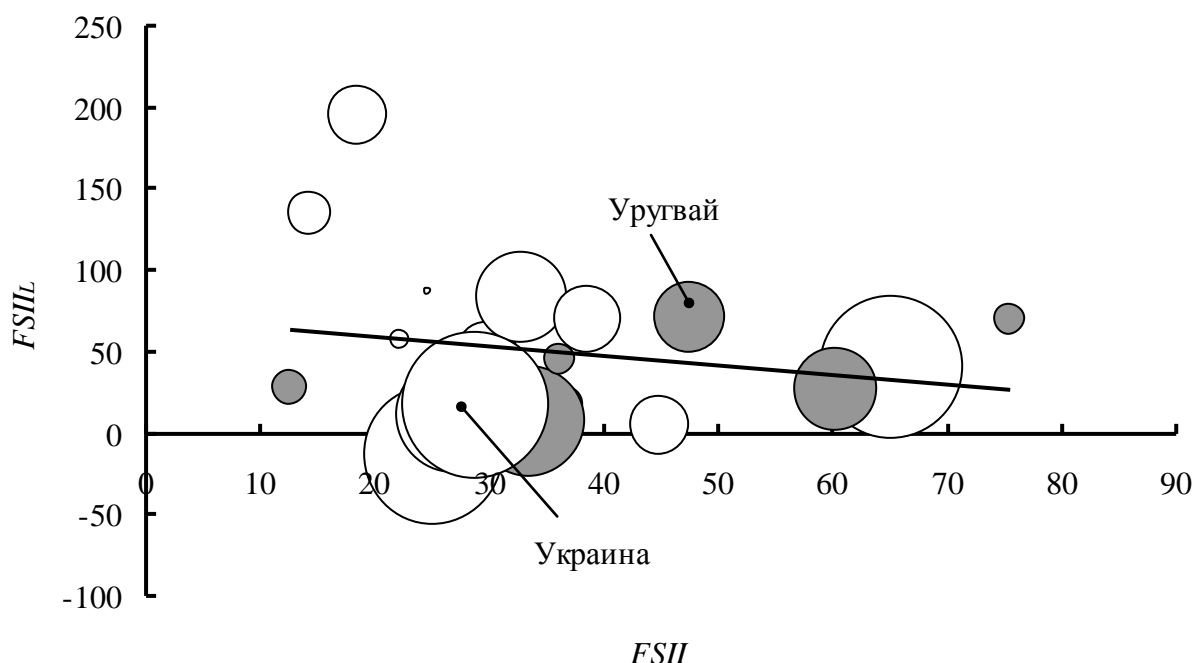


Рисунок 3.14 – Распределение стран по интегральным показателям $FSII$ и $FSII_L$ с учетом изменений в величине ВВП на душу населения (радиус окружности)

Источник: собственная разработка.

Анализ графика позволил сделать вывод о неоднозначности взаимосвязи “интегральная финансовая устойчивость – интегральная ликвидность – ВВП на душу населения”. Линия тренда показывает, что с ростом интегрального показателя финансовой устойчивости имело место небольшие потери в ликвидности финансовых институций. Кроме этого, из 22 анализируемых стран только 7 стран имели положительное увеличение ВВП на душу населения в 2009 году (Аргентина, Индия, Индонезия, Филиппины, Сейшелы, Уругвай, Швеция).

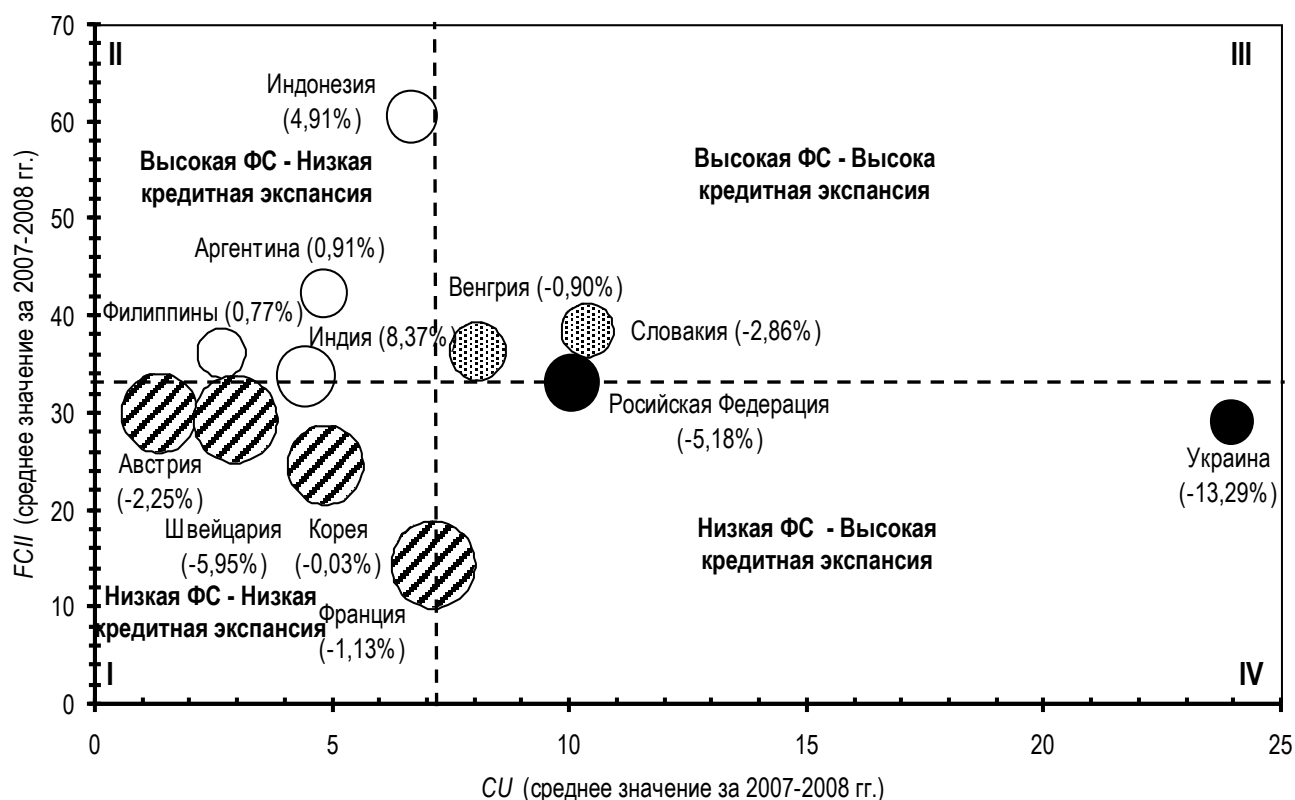
В основном, это были развивающиеся страны, которые “пережили” кризис лучше, чем развитые страны. Устойчивость развивающихся стран к

рецессии формирует объективные предпосылки по их активному вовлечению в новую архитектуру финансовых отношений.

Отметим, что Украина среди анализируемых стран имела наибольший темп снижения в ВВП на душу населения (13,3% в 2009 году) при далеко не самых последних позициях по интегральным показателям финансовой устойчивости и ликвидности.

Понимание экономических эффектов накопления ДФСЭ позволяет подойти к рассмотрению вопросу относительно выявления объективных обстоятельств снижения устойчивости ФСЕ к шокам. Предлагаем разработать матричный подход для диагностики склонности ФСЭ к финансовой нестабильности путем построения матрицы *ISD* (“дисбалансы-устойчивость-развитие”) в координатах: “интегральный показатель финансовой устойчивости ФСЭ” – “интегральный показатель ДФСЭ” – “индекс финансового развития страны” (рис. 3.15). Индекс финансового развития рассчитывается для чуть более 60 стран мира и публикуется в ежегодных отчетах Всемирного экономического форума. Его калькуляция основана на семи критериях: 1) институционализация системы, 2) деловая (бизнес) среда (включая как наличие человеческого капитала, так и инфраструктуры для бизнеса), 3) финансовая стабильность, 4) банки, 5) небанковские финансовые учреждения, 6) финансовые рынки, 7) объем финансовой системы и доступ к финансовым ресурсам.

В силу того, что из 21 анализируемой страны только по 12 рассчитывается индекс финансового развития, построим матрицу *ISD* в рамках 12 стран (рис. 3.15). На межстрановом уровне, по причине наличия статистических данных не по всем индикаторам ДФСЭ, вместо *DFSII* предлагаем рассчитать интегральный показатель кредитных дисбалансов *CI* (как линейная комбинация средних значений гэта “Кредиты / ВВП” и темпов роста кредита за 2007-2008 гг.).



Примечания: 1. Низкая ФС - "Низкая финансовая устойчивость". 2. Разграничение между квадрантами осуществлено по первым квартилям $FSII$ и CI . 3. В скобках приведены изменения в ВВП на душу населения в 2009 г.

Рисунок 3.15 – Матрица ISD ("дисбалансы-устойчивость-развитие")

В общем виде интегральный показатель кредитных дисбалансов CI представим с помощью формулы (3.7):

$$CI = \varphi_1 GAP_{L/Y} + \varphi_2 T_{L/Y}, \quad (3.7)$$

где φ_1 – весовой коэффициент, нормализованный единице; $GAP_{L/Y}$ – среднее значение гэпа (разницы между фактическим значением и ожидаемым) "Кредиты/ВВП" за 2007-2008 гг.; φ_2 – весовой коэффициент ($\varphi_2 = \sigma_{GAP_{L/Y}} / \sigma_{T_{L/Y}}$); $\sigma_{GAP_{L/Y}}$ – стандартное отклонение показателя $GAP_{L/Y}$; $\sigma_{T_{L/Y}}$ – стандартное

отклонение показателя $T_{L/Y}$; $T_{L/Y}$ - среднегодовой темп прироста соотношения “Кредиты/ВВП” за период времени с 2006 по 2008 год.

Такое упрощение не является существенным, так как коэффициентная база для расчета $DFSII$ включает показатели кредитных дисбалансов, и по результатам расчетов для экономики Украины установлена высокая корреляция между показателями CI и показателями $DFSII$.

Как было показано выше, гэл “Кредиты/ВВП” является “хорошим” индикатором накопления ДФСЭ. Целесообразность его использования заключается в его простоте расчета и наличии соответствующей статистической базы. В свою очередь, для расчета ожидаемых значений данного индикатора использовался двухсторонний (“*ex post*”) статистический фильтр Ходрика-Прескотта.

Среднегодовой темп прироста соотношения “Кредиты/ВВП” рассчитывался с использованием формулы среднегеометрической:

$$T^{“L/Y”}((t_1) - (t_k)) = \left[\sqrt[k]{\prod_{i=1}^k T^{“L/Y”}(t_k)} - 1 \right] \cdot 100, \quad (3.8)$$

где $T^{“L/Y”}(t_k)$ - темпы роста отношения кредитной задолженности к ВВП в соответствующем году (t_k).

Наличие на графике штриховки определяет разделение стран по значениям индикаторов на четыре квадранта, которые имеют следующие характерные особенности:

1) Квадрант I (“Низкая финансовая устойчивость - Низкая кредитная экспансия”): это преимущественно страны с развитой экономикой, имеющие высокое значение индекса финансового развития и умеренное увеличение темпов кредитования до момента проявления финансово-экономического кризиса. Вместе с тем невысокий уровень финансовой устойчивости,

имеющийся в этих странах, обусловил снижение ВВП на душу населения в 2009 г. до 500 базисных пунктов.

2) Квадрант II (*“Высокая финансовая устойчивость - Низкая кредитная экспансия”*): это страны развивающимися финансовыми рынками, с высоким уровнем финансовой устойчивости ФСЭ и умеренным уровнем темпов кредитования. Страны, оказавшиеся во втором квадранте, имели низкую вероятность материализации системных финансовых рисков, а изменения в ВВП на душу населения в этих странах в 2009 г. были положительными. Так, в Аргентине прирост в соотношении ВВП на душу населения составил в 2009 году 0,91%, а в Индонезии, вообще, 4,91%. Тем самым, в тех странах, в которых ФСЭ изначально имел высокий уровень финансовой устойчивости, а темпы кредитования были, в большей степени, соизмеримы с динамикой ВВП, избежали серьезных финансовых дисбалансов и сильных финансовых потрясений.

3) Квадрант III (*“Высокая финансовая устойчивость - высокая кредитная экспансия”*): следует отметить, что страны данной группы не имели очень экстремально высоких значений финансовой устойчивости и кредитной экспансии. Они, скорее, приближались к четвертому квадранту, но вместе с этим они имели невысокий уровень финансового развития и высокую кредитную экспансию, что обусловило снижение ВВП на душу населения во время кризиса до 200 базисных пунктов;

4) Квадрант IV (*“Низкая финансовая устойчивость - высокая кредитная экспансия”*): это страны с низкой финансовой устойчивостью, низким индексом финансового развития и наличием кредитных бумов, что обусловило высокие экономические потери в период финансовых стрессов (в частности, в экономике Украины снижение ВВП на душу населения во время кризиса составило около 1300 базисных пунктов [295-297]). Среди анализируемых стран величина снижения ВВП на душу населения в Украине в 2009 году была самой высокой и составила 13,29%. Попадание страны в данный квадрант

повышает вероятность усиления будущих спадов в экономике в период финансовых стрессов: страны с чрезмерной кредитной экспансией (кредитными бумагами) и невысокой финансовой устойчивостью чаще подвержены сильным финансовым стрессам.

В целом, анализ матрицы *ISD* (“дисбалансы-устойчивость-развитие”) позволяет сделать вывод о повышении уязвимости экономики к шокам, если предварительно имело место накопление ДФСЭ в процессе кредитной экспансии. Вероятность сильных финансовых потрясений повышается, если ФСЭ не имеет достаточной финансовой устойчивости. В то же самое время заметим, что разработанные показатели финансовой устойчивости являются в этом аспекте необходимыми, но явно не достаточными информационными сигналами для национальных регуляторов. Обобщенный мониторинг финансовых агрегатов, которые позволяют своевременно идентифицировать накопление ДФСЭ наряду с системой индикаторов финансовой устойчивости, как предполагается, позволит национальным регуляторам более объективно оценивать эластичность (восприимчивость) ФСЭ и национальной экономики, в целом, к кризисам.

Оценку взаимосвязей интегральных показателей финансовой устойчивости и финансовых дисбалансов с темпом экономического роста проведем на основе рассчитанных значений интегральных показателей финансовой устойчивости (I_S , I_{PR}) и ДФСЭ ($DFSII$). В качестве показателя экономического роста рассмотрим реальный ВВП. Результаты регрессионного анализа представлены в таблице 3.4.

По результатам расчетов установлено, что предложенный интегральный показатель ДФСЭ по сравнению с интегральными показателями финансовой устойчивости в большей степени и статистически значимо объясняет колебания реального ВВП в период финансовых стрессов.

Таблица 3.4 – Результаты регрессионного анализа влияния интегральных показателей на макроэкономическую динамику

Регрессионная модель		Пояснения		
$RGDP_t = \beta_0 + \beta_1 F_{jT} + \varepsilon_t,$ $j \in \{IIFSI; II_S; II_{PR}\};$ $T \in \{t_1=t; t_2=t-1; t_3=t-2\}$		$RGDP$ - реальный ВВП; F_{jT} - альтернативный интегральный показатель j в период времени T .		
Лучшая спецификация регрессионной модели				
Лучшая спецификация модели и ее параметры	t-критерий Стьюдента	P-значение	Коэффициент детерминации	Основной вывод
$RGDP_t = \beta_0 + \beta_1 DFCII_t + \varepsilon_t$				Связь между $IIFSI$ и реальным ВВП закономерная
β_0	3,66	0,001	0,36	
β_1	3,90	0,001		
$RGDP_t = \beta_0 + \beta_1 II_{S_t} + \varepsilon_t$				Связь между II_S и реальным ВВП случайная
β_0	1,81	0,239	0,00	
	β_1	-0,35	0,829	
$RGDP_t = \beta_0 + \beta_1 II_{PR_t} + \varepsilon_t$				Связь между II_{PR} и реальным ВВП закономерная
β_0	1,81	0,178	0,24	
	β_1	4,24	0,007	

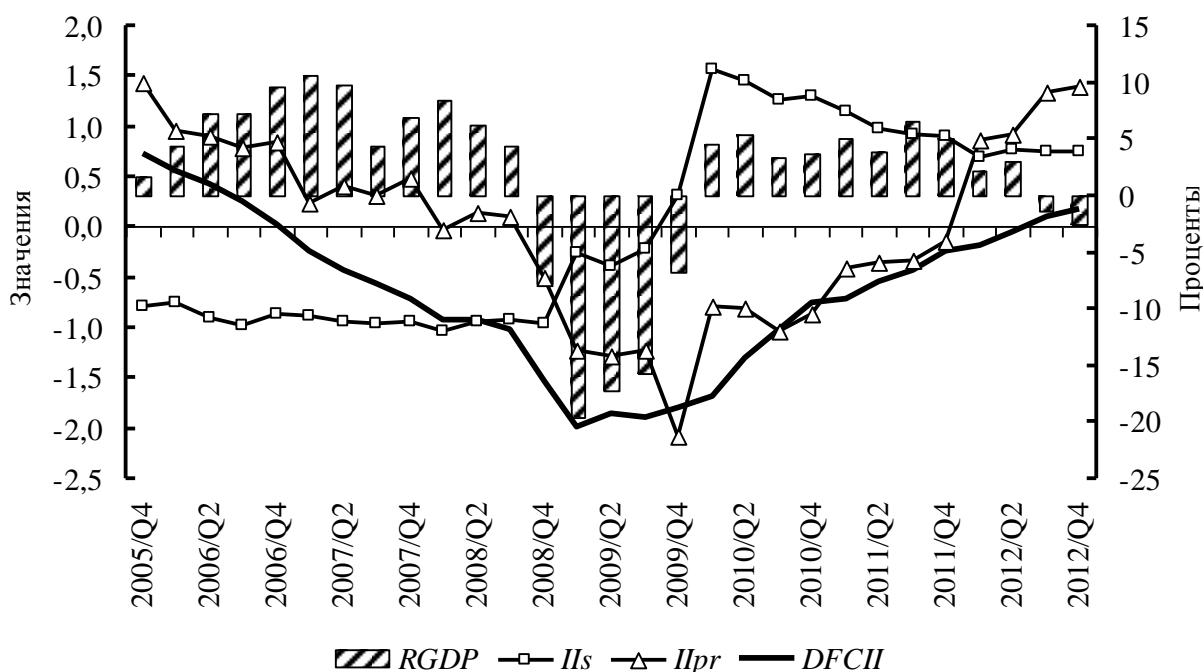
Источник: собственные расчеты

Анализ таблицы 3.4 позволил сформулировать выводы:

1) Статистически значимое влияние на изменение реального ВВП оказывает интегральный показатель финансовых дисбалансов $IIFSI$ и интегральный показатель эффективности и риска II_{PR} . Интегральный показатель платежеспособности II_S , на основе проанализированной информации, не имел статистически значимого влияния на темпы экономического роста.

2) Наибольшую долю флуктуаций реального ВВП смог объяснить интегральный показатель финансовых дисбалансов (коэффициент детерминации составил 0,36, т.е. почти 1/3). В этом аспекте, интегральный показатель эффективности и риска имел бóльшие погрешности.

На рисунке 3.16 показана динамика всех трех альтернативных интегральных показателей и изменение реального ВВП.



Примечания: 1. Все показатели представлены в годовом выражении на основе четырехквартального экспоненциального сглаживания; 2. Для повышения экономической интерпретации интегрального показателя финансовой устойчивости каждое его значения было умножено на (-1).

Рисунок 3.16 – Динамика интегральных показателей финансовой устойчивости (I_s , I_{PR}), ДФСЭ (ДФСII) и темпов экономического роста Украины (RGDP)

Источник: собственная разработка.

Анализ графика позволяет сформулировать следующие особенности исследуемых показателей:

1) Все три анализируемые интегральные показатели изменялись, практически, в одном и том же направлении, выражая синхронность своей динамики с изменением реального ВВП.

2) Наиболее схожую динамику имели интегральный показатель I_{PR} и интегральный показатель ДФСЭ (ДФСII), что объясняется наличием общей природы в изменении этих показателей. Дело в том, что наличие существенных разрывов в валютной позиции ФСЭ экономики тесно связано с валютными

дисбалансами, которые включены в расчет интегрального показателя финансовых дисбалансов. В условиях замедления темпов роста прибыли, существенное приращение требований депозитных корпораций, которые должны быть удовлетворены в иностранной валюте или в национальной, но в привязке к иностранной валюте, также несет в себе элемент финансовых диспропорций.

Далее на уровне межстранового сравнения проанализируем статистические взаимосвязи между динамикой интегрального показателя финансовой устойчивости (*FSII*), кредитным агрегатом (*CI*) и величиной ВВП на душу населения [298], (табл. 3.12).

Таблица 3.5 – Результаты регрессионного анализа на межстрановом уровне

Характеристики	ПЕРЕМЕННЫЕ МОДЕЛИ	
	интегральный показатель финансовой устойчивости - <i>FSII</i> (среднее значение за 2006-2008 гг.)	кредитный агрегат - <i>CI</i> (среднее значение за 2006-2008 гг.)
Влияние переменной на показатель ВВП на душу населения (2009 / 2008)	ВЛИЯНИЕ НЕСУЩЕСТВЕННО*: $t(0.05;20) = 0.53$	ВЛИЯНИЕ СУЩЕСТВЕННО: $t(0.05;20) = -2.83$
F-статистика Фишера	МОДЕЛЬ НЕАДЕКВАТНА: $F=0.28$	МОДЕЛЬ АДЕКВАТНА: $F=8.00$
Коэффициент детерминации	0.12	0.54

Примечание: существенная взаимосвязь по *t*-критерию Стьюдента при значении вероятности ($p=0.01$).

Источник: собственные расчеты.

Анализ табличных данных позволил сформулировать следующие выводы:

1) На основе межстранового сравнения выявлено, что кредитный агрегат (*CI*) имел статистически значимое влияние на показатель ВВП на душу населения и позволил объяснить, чуть более 50% всех флуктуаций данного макропоказателя.

2) Интегральный показатель финансовой устойчивости (*FSII*) не имел закономерного влияния на темпы экономического роста, что, отчасти, можно

объяснить различным уровнем развития финансовых рынков в анализируемых странах.

На рисунке 3.17 показано распределение стран по векторам композитного кредитного агрегата и ВВП на душу населения. Анализ графика позволил визуально выделить закономерность: *чем меньше разрыв между темпом приращения кредита и ВВП, тем меньше вероятность сильных экономических спадов в экономике в условиях финансовых стрессов.*

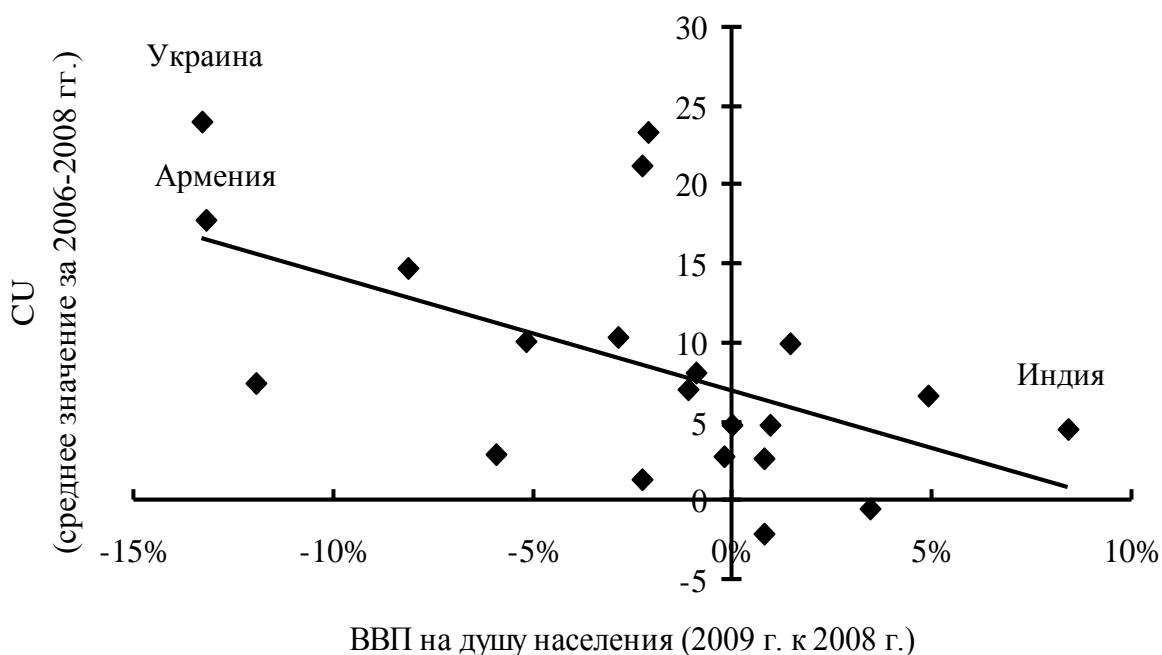


Рисунок 3.17 – Динамика кредитного дисбаланса и ВВП на душу населения

Источник: собственная разработка.

Подводя итог всестороннего исследования влияния ДФСЭ на макроэкономическую динамику, следует отметить экономическую целесообразность проведения мониторинга не только индикаторов финансовой устойчивости, но и предложенного индикатора ДФСЭ, в процессе пруденциального надзора за ФСЭ Украины [299].

Выводы к третьему разделу

1. Углублены методические основы оценки синхронности флуктуаций индикаторов ДФСЭ и индикаторов экономического развития по выделенным периодам развития ФСЭ (отсутствие существенных ДФСЭ, существенные ДФСЭ, снижение ДФСЭ в период финансового кризиса) путем расчета парных коэффициентов конкордации между объемами кредитов, выданных в экономику, значением фондового индекса, реальным эффективным обменным курсом и реальным ВВП. Выявленные закономерности свидетельствуют о том, что в период накопления существенных ДФСЭ Украины (2006-2008 гг.) неординарный рост кредитной экспансии и цен на финансовые активы происходил в отрыве от фундаментальных условий экономического развития страны, что повышало уязвимость ФСЭ к шокам.

2. Формализовано и проанализировано влияние поэлементных и общих (интегральных) показателей ДФСЭ на макроэкономическую динамику в Украине и странах СНГ. Статистически доказано, что вероятность финансовых стрессов существенно повышается, особенно в странах с развивающимися финансовыми рынками, если рост кредитных “пузырей” не связан с потребностями реального сектора экономики, а ФСЭ не имеет должного уровня финансовой устойчивости к негативным эффектам внешних и внутренних возмущений. Путем моделирования и сравнения регрессионных взаимосвязей между интегральным показателем ДФСЭ, интегральным показателем финансовой устойчивости, с одной стороны, и изменением реального ВВП, с другой, также статистически установлено, что предложенный интегральный показатель ДФСЭ в большей степени объясняет колебания реального ВВП во время финансовых стрессов.

Регулирование ДФСЭ экономики целесообразно осуществлять с использованием различных инструментов, как монетарного, так и

макропруденциального характера. В силу того, что в этом вопросе также отсутствует единая точка зрения, предлагаем рассмотреть вначале концептуальные основы регулирования финансовых дисбалансов, а затем определить направления использования монетарных и макропруденциальных в процессах регулирования ДФСЭ Украины.

Основные результаты раздел опубликован в научных работах [291, 292, 294, 295-299].



Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING"
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE

РАЗДЕЛ 4

КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ ДИСБАЛАНСОВ В
ФИНАНСОВОМ СЕКТОРЕ ЭКОНОМИКИ УКРАИНЫ4.1 Обобщение инструментов, синтез политик и организационных моделей
регулирования дисбалансов в финансовом секторе экономики

Основными инструментами, с помощью которых можно предотвращать нарастание ДФСЭ являются: рыночная дисциплина, регулирование, надзор, эффективная макроэкономическая политика [27, с.14].

Рыночная дисциплина связана с процессом раскрытия информации банковскими и небанковскими институтами ФСЭ [302]. Реализация этого процесса позволяет всем участникам рынка получать информацию о направлении использования капитала финансовых институций, экспозиции рисков, их оценке, и, соответственно, формировать представление об адекватности капитала финансовых учреждений [303, с. 1]. В соответствии с документом Базельского комитета по банковскому надзору “Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала: новые подходы” (Базелем II) такое *раскрытие информации является эффективным средством снижения асимметрии информации и направлено на повышение прозрачности деятельности банковских институций*. Достоверность, точность и полнота публикуемой ими информации оказывает непосредственное влияние на систему оценки рисков, связанных с деятельностью того или иного финансового учреждения, что, в свою очередь, может усиливать (ослаблять) системные дисбалансы в ФСЭ. Обратим внимание, что сам Базельский комитет не установил конкретных порогов раскрытия информации, поскольку их трудно определить, а, следовательно, ими можно манипулировать [298, с. 188].

Под регулированием ФСЭ в научной литературе понимается процесс создания и поддержания определенных норм и правил деятельности финансовых учреждений [304, с. 5]. Надзор определяется как форма деятельности уполномоченных (государственных) органов относительно обеспечения законности, прозрачности и стабильности деятельности учреждений ФСЭ. Очень часто в научной литературе используется понятие “пруденциальный надзор”, что дословно означает “осторожный, благоразумный, дальновидный” надзор, позволяющий своевременно выявлять осложнения и проблемы финансовых институтов, связанных с их надежностью, ликвидностью, рисками, эффективностью деятельности и качеством менеджмента [158, с. 324]. Эффективная макроэкономическая политика состоит в имплементации монетарной и фискальной политики, которые обеспечивали бы достижение макроэкономической стабильности в экономике.

Поддержание стабильности функционирования ФСЭ определяется уровнем развития экономической системы страны. Считается, что страны с более развитыми финансовыми системами имеют более широкий арсенал инструментов мониторинга и регулирования на формирующиеся диспропорции в ФСЭ [27, с.12]. Вместе с тем, мировой финансово-экономический кризис 2008-2009 годов выявил свои в механизме раннего оповещения и предупреждения кризисных явлений, несовершенстве методологии выявления ДФСЭ на ранних этапах их формирования [305, с. 5]. В связи с этим, вопросы регулирования дисбалансов и обеспечения не только ценовой, но и финансовой стабильности, приобрели особую актуальность, в том числе, и для экономики Украины, что нашло отражение в ряде системных научных исследований отечественных ученых [306-309].

Регулирование ДФСЭ должно строиться на системном подходе, основанном на гармонизации макроэкономической (монетарной, бюджетной), макропруденциальной и микропруденциальной политики. Такой симбиоз регулятивных решений позволит сдерживать финансовые бумы, снизит степень

уязвимости национальной экономики от шоков, а также создаст поле для маневров в имплементации политик, направленных на минимизацию экономических потерь в условиях циклических спадов.

Поиск эффективного сочетания монетарной и макропруденциальной политики в ответ на эндогенно формирующиеся ДФСЭ определяет необходимость дальнейших исследований, направленных на выявление объективно существующих взаимосвязей между политиками и эффектов в их имплементации [310]. Как отмечалось ранее, в соответствии с наработками первого Лауреата Нобелевской премии по экономике Яна Тинбергена, для достижения определенной цели необходимо использовать, по крайней мере, один независимый инструмент политики. Рисунок 4.1 схематично показывает, что в реальной практике инструменты и направления различных политик взаимосвязаны.

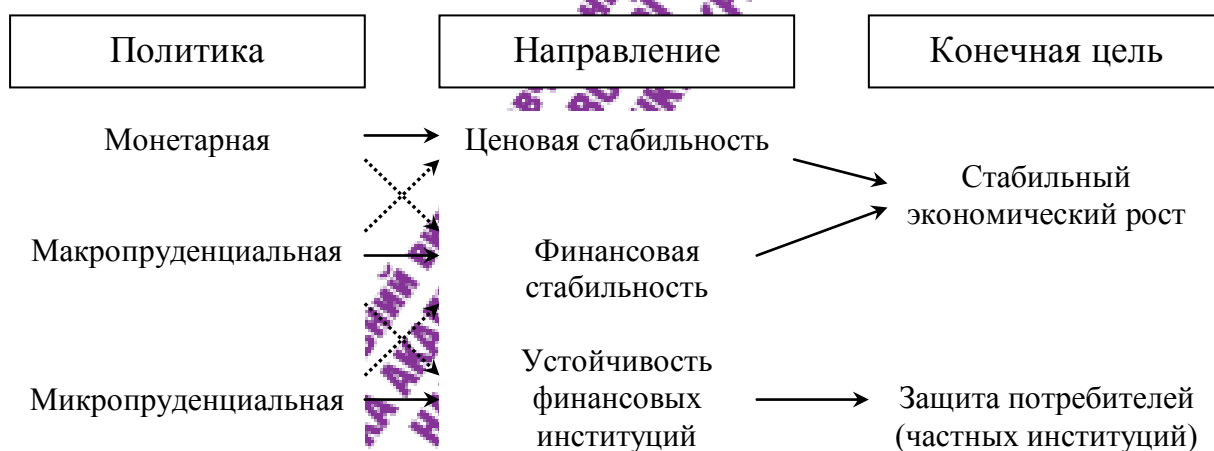


Рисунок 4.1 – Политики и их цели

Источник: [311]

Необходимо отметить, что ценовая и финансовая стабильность являются комплементарными в обеспечении макроэкономической стабильности. Стабильность цен способствует финансовой стабильности путем устранения инфляционных искажений на финансовых рынках и смягчения, тем самым, проциклическости в экономике. Вместе с тем, финансово-экономический кризис

2007-2008 годов показал, что ценовая стабильность (особенно, в развитых странах) не является достаточным условием для достижения макроэкономической стабильности.

Финансовая стабильность облегчает задачу центрального банка в обеспечении ценовой стабильности путем сдерживания чрезмерного накопления ДФСЭ (сглаживанию кредитных циклов, циклов ликвидности) и приводит к уменьшению разрывов между финансовым и реальным сектором экономики [312].

В процессе достижения своих целей каждая из представленных выше политик оказывают косвенное воздействие друг на друга в направлении достижения конечных целей.

Микропруденциальный подход рассматривает риск как экзогенное явление, которое имеет место в деятельности каждой, отдельно взятой, финансовой институции или группы финансовых институций. Ранее считалось, что стабильность работы отдельной финансовой институции является залогом стабильности всей системы. Поэтому пристальный надзор национальных регуляторов был сосредоточен на микроуровне ФСЭ экономики.

Финансово-экономический кризис 2007-2008 гг. показал недостаточную состоятельность микропруденциального надзора перед лицом накопленных ДФСЭ и общесистемных рисков. Иерархия целей политик предполагает, что цели достижения ценовой и финансовой стабильности являются одинаково важными и воздействуют на экономику в большей степени, нежели чем финансовое “здоровье” отдельной финансовой институции [313]. Поэтому Базельским комитетом по банковскому регулированию и надзору активно культивируется идея о необходимости защиты, в первую очередь, “системы”, в целом, что обеспечит стабильность функционирования ее компонентов. Сравнительная характеристика этих макропруденциальной и микропруденциальной политики представлено в таблице 4.1.

Таблица 4.1 – Сравнительная характеристика микропруденциального и макропруденциального надзора

КРИТЕРИЙ	МИКРОПРУДЕНЦИАЛЬНАЯ ПОЛИТИКА	МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНАЯ ПОЛИТИКА
Конечная цель	защита интересов вкладчиков и кредиторов банков	снижение затрат, связанных с финансовой нестабильностью
Достижение цели	предотвращение возникновения проблем в отдельных финансовых учреждениях	предотвращение (сдерживание) общесистемного финансового стресса
Модель рисков в ФСЭ	рассматриваются как результат независимой деятельности финансовой институции (экзогенно)	рассматриваются как результат коллективной деятельности институций ФСЭ (эндогенно)
Корреляции и совокупные риски по финансовым институциям	важно учитывать	иррелевантно
Калибровка пруденциальных мероприятий	на основе мониторинга рисков отдельных финансовых институций (“ <i>bottom-up</i> ”)	на основе мониторинга общесистемных рисков (“ <i>top-down</i> ”)
Возможность учетаДФСЭ (дополнено автором)	<i>невозможно</i>	<i>возможно</i>

Источник: [314, 302].

Отметим, что макропруденциальный надзор направлен, прежде всего, на регулирование общесистемных рисков, материализующихся в ФСЭ в условиях финансовых стрессов. ДФСЭ экономики – это своеобразное измерение системных финансовых рисков. В открытой для обсуждения “Зеленой книге” Национального банка Украины, опубликованной в 2010 году [210] с рабочим названием “Консультации по повышению эффективности регулирования и надзора за финансовым сектором в Украине”, раскрыты характерные особенности макропруденциального надзора. Макропруденциальный надзор предусматривает осуществление анализа рисков, которые возникают в результате коллективных действий финансовых учреждений, склонности финансовой системы к потенциальным шокам. Кроме этого, анализируются возможные макроэкономические последствия распространения проблем в финансовой сфере.

Ученые Дирк Шунмейкер и Петер Вирц [311] выделяют две проблемы, которые следуют из правила Яна Тинбергена, в аспекте имплементации политик:

4) В процессе имплементации политик, возникающие кросс-эффекты, могут привести к ослаблению или, даже, к неэффективности выбранного инструмента регулирования, ровно как и наоборот. Поэтому необходимо подбирать такие инструменты и осуществлять их калибровку таким образом, чтобы это позволило минимизировать негативные эффекты и обеспечило бы достижение общих целей в наилучшей степени.

5) В некоторых случаях невозможно избежать конфликта целей (табл. 4.2). Типовым примером является наличие формирования ценовых пузырей на активы тогда, когда уровень потребительской инфляции ниже установленного целевого ориентира, и существуют риски дефляционных процессов. В экономике сформированы перекосы, как в ФСЭ, так и в реальном секторе экономики.

Таблица 4.2 – Возможные конфликты между монетарной и макропруденциальной политикой

	Уровень инфляции выше целевого значения	Уровень инфляции вблизи целевого значения	Уровень инфляции ниже целевого значения
Финансовые бумы (ДФСЭ)	Комплементарность	Независимость	Конфликт
Отсутствие дисбалансов	Независимость	Независимость	Независимость
Финансовая дефляция (падение цен активов, кредитное сжатие)	Конфликт	Независимость	Комплементарность

Источник: [315].

В этом случае, как отмечают специалисты Банка Франции Д. Бьюи и др. [315], независимое использование макропруденциальной политики усилит, весьма, нежелательные дефляционные процессы, а смягчение монетарной

политики будет стимулировать нарастания ДФСЭ. Возможный выход из сложившейся ситуации лежит в постоянной координации макропруденциальной и монетарной политики. С одной стороны, решения в области денежно-кредитной политики должны учитывать макроэкономические эффекты макропруденциальной политики, и наоборот.

Необходимо заметить, что на основе проведенного нами анализа докризисной динамики потребительской инфляции (уровень инфляции был выше установленного целевого значения) и накопления ДФСЭ Украины было бы приемлемым сочетание монетарной и макропруденциальной политики. Это позволило бы получить синергетический эффект от имплементации рассматриваемых политик.

Международный валютный фонд [316] приводит следующие взаимосвязи монетарной и макропруденциальной политики:

1) Процентная политика может оказывать влияние на решение экономических агентов относительно политики заимствований (левериджа) и управления структурой активов и обязательств путем воздействия на стоимость заимствований, внутренние цены активов и обменные курсы.

2) Макропруденциальная политика имеет потенциал элиминирования нежелательных последствий денежно-кредитной политики. Например, при адаптивной монетарной политике, которая может привести к увеличению цен на активы, своевременное использование такого макропруденциального инструмента как коэффициент покрытия кредита залогом (*LTV-ratio*) может снизить формирующиеся дисбалансы.

3) Хорошо откалиброванная макропруденциальная политика способствует реализации контроля роста кредита и цен на активы, а также смятчает эффекты финансовой акселерации между финансовым и реальным секторами экономики.

4) Макропруденциальные инструменты могут также обеспечить формирование необходимых буферов капитала в ответ на шоки, уменьшая тем

самым, риски имплементации “мягкой” денежно-кредитной политики. Высвобождение таких буферов в периоды финансовых стрессов снизят негативные эффекты шоков от кредитного сжатия и будут выступать в качестве комплементарного элемента трансмиссии монетарных импульсов, направленных на восстановление нормальной работы ФСЭ экономики.

5) Макропруденциальная политика может оказывать влияние на выпуск (ВВП) и инфляцию. Ограничивая заимствования и, соответственно, расходы в одном или нескольких секторах экономики, макропруденциальная политика влияет на совокупный выпуск.

6) Наличие существенных кросс-эффектов между политиками является следствием несовершенства (ограничений) в имплементации каждой из рассматриваемой политики. Так, эффективная денежно-кредитная политика может компенсировать побочное воздействие макропруденциальной политики на совокупный выпуск. И наоборот, если изменения в денежно-кредитной политике оказывают влияние на принятие чрезмерного уровня риска, эффективная макропруденциальная политика должна нейтрализовать этот эффект.

7) Эффективная макропруденциальная и монетарная политика усиливают друг друга. Если в национальной экономике существует высокий уровень доверия к режиму монетарной политики и инфляционные ожидания весьма устойчивы, то отсутствует объективная необходимость несимметричной (сильной) реакции монетарной политики в ответ на формирующиеся шоки. Кроме этого, снижается бремя макропруденциальной политики. В противном случае, использование макропруденциальной политики расширяется.

8) Уровень взаимодействия между монетарной и макропруденциальной политикой зависит от особенностей национальной экономики. Например, когда положительные шоки предложения снижают уровень инфляции на товарном рынке, но при этом стимулируют рост цен на активы и кредит,

макропруденциальная политика сосредотачивает внимание на последнем, повышая, тем самым, адекватность денежно-кредитной политики.

Принимая во внимание вышесказанное, одновременное использование монетарной и макропруденциальной политики в задаче регулирования ДФСЭ сопряжено с рядом трудностей, которые связаны с существующим несовершенством макропруденциальной политики и ограничениями в имплементации монетарной политики.

Несовершенства макропруденциальной политики заключаются в следующем:

1) Сложность достижения финансовой стабильности в реальной практике, которая проявляется в возможной неоднозначности распознавания реакции рынка (эффективная или неэффективная) на имплементацию политики. Например, путем снижения процентной ставки центральный банк оказывает шок на денежный рынок, стимулируя рост реальной экономикой. Вместе с этим, возникает опасность принятия большей нормы риска по финансовым операциям.

2) Ограниченные знания о количественном воздействии макропруденциальной политики усложняет калибровку ее инструментов. Некоторые разработанные макропруденциальные инструменты не прошли апробацию реальной практикой. Кроме этого, слабо изученным является вопрос относительно синергетических эффектов, трансмиссионного механизма в имплементации набора макропруденциальных инструментов, установления правил для их реализации.

3) Существующие модели монетарной и макропруденциальной политики не позволяют в полной мере описать причинно-следственные связи проявления финансовых стрессов, а также достоверно оценить эффективность применения инструментария. В частности, как было отмечено нами ранее, сильные финансовые возмущения возникают вследствие влияния небольших шоков. А большинство разработанных моделей в настоящее время не рассматривают

нелинейные эффекты. Кроме этого, изначально предполагается, что макропруденциальные инструменты позволят, в полной мере, сдерживать накопление ДФСЭ (системных финансовых рисков). Однако, на самом деле макропруденциальная политика не является идеальной и не может гарантировать полную абсорбацию шоков для ФСЭ экономики.

4) Практический опыт применения в тандеме как монетарной, так и макропруденциальной политики все еще недостаточен. Несмотря на то, что в ряде стран (Бразилия, Израиль, Корея, Польша, Швеция, Турция, США) применялись обе политики, лишь в некоторых странах их совместная имплементация была произведена с четко сформулированными и достигнутыми целями.

5) В силу ограниченности накопленного опыта регуляторы могут столкнуться с проблемой неадекватной оценки влияния макропруденциальной политики на ВВП. Например, может быть переоценена степень, в которой резервные требования оказывают понижающее давление на совокупный спрос и инфляцию, что, в свою очередь, может привести к неадекватному изменению процентной ставки при совместном применении двух политики.

6) Несовершенная макропруденциальная политика (чрезмерно жесткая, несвоевременно имплементированная) может привести к росту экономических затрат (потерь). Кроме этого, более жесткие правила вызовут стимулы для их обхода.

7) До конца неизвестно, какой “вклад” монетарная политика вносит в поддержание финансовой стабильности. Тем не менее, денежно-кредитная политика должна использоваться в той степени, в которой она позволит компенсировать ограниченность макропруденциальной политики.

Для понимания необходимости гармонизации монетарной и макропруденциальной политики рассмотрим также *ограничения монетарной политики*.

1) Каналы монетарной трансмиссии в реальной действительности несовершенны, а поэтому передаваемые центральным банком на денежном рынке импульсы не позволяют в полной мере рассчитывать на эффективность монетарных инструментов в вопросах обеспечения не только ценовой, но и финансовой стабильности.

2) В условиях реального отсутствия режима свободно плавающего валютного курса, монетарная политика может привести к сильным стимулам для принятия риска. В этих условиях требования к макропруденциальной, фискальной политике повышаются.

3) Монетарная политика может иметь низкий уровень доверия / эффективности. В то же самое время, с точки зрения затрат, рациональным будет поиск возможностей для повышения утраченного уровня доверия и повышения эффективности денежно-кредитной политики, нежели чем использование макропруденциальной политики как не совершенного субститута.

В отличие от достигнутого консенсуса в имплементации финансовой (пруденциальной) политики, актуальным остается вопрос дальнейших направлений по калибровке *монетарной политики* для обеспечения ценовой и финансовой стабильности [314]. Решение данного вопроса зависит от объективной оценки роли монетарной политики в формировании благоприятных условий для накопления ДФСЭ и последующих кризисов. Ряд ученых (К. Борио, У. Уайт [187], Дж. Тэйлор [317], О. Иссинг [318] и др.) рассматривают эту роль как довольно значимую, другие (Ч. Бин [319], Б. Бернанке [320], Л. Свенссон [321]) отвечают на этот вопрос отрицательно.

Такие ученые как Чарльз Бин и Бен Бернанке считают, что фокус монетарной политики, как и прежде, должен быть настроен на поддержании ценовой стабильности, а для обеспечения финансовой стабильности достаточно будет использовать вновь разработанные макропруденциальные инструменты (например, требования по капиталу ликвидности, антициклические буферы

капитала). В противном случае, регуляторы столкнутся с проблемой “перегруженности” денежно-кредитной политики и снижением к ней уровня доверия [322, с. 15].

Альтернативный взгляд, который получает все большего распространения, рассматривает макропруденциальные инструменты как обязательные, но явно недостаточные на пути нейтрализации общесистемных рисков и дисбалансов. Так, по мнению Жана-Клода Трише [323], Масааки Сиракава [324] роль монетарной политики в решении данных вопросов остается очень важной.

Клаудио Борио [322, с. 20-21] приводит следующие аргументы в пользу применения монетарной политики наряду с макропруденциальной политикой. Во-первых, эффективность макропруденциальной политики в сдерживании фазы роста финансового цикла на основе калибровки соответствующего антициклического буфера капитала все еще вызывает сомнение и требует своего практического подтверждения. С другой стороны, влияние денежно-кредитной политики на условия кредитования и цены активов, едва ли вызывает сомнения. Кроме этого, появляется все больше подтверждений, что монетарная политика оказывает влияние на степень восприятия риска (“*risk-taking*”). Показатели риска и склонность к риску имеют тесную взаимосвязь с ценами активов, денежными потоками и прибылями. Снижение процентной ставки может индуцировать поиск более приемлемого уровня доходности. А слишком “мягкая” денежно-кредитная политика (на фазе роста финансового цикла) способствует кредитным бумагам и росту цен на базовые активы (например, недвижимость). Более того, эффекты монетарной политики выходят за рамки регулирования и надзора. Денежно-кредитная политика оказывает влияние на формирование “цены” левириджа заемщиков, воздействует на денежные потоки в финансовой системе экономики, а также оказывает влияние на решения, связанные с выбором нормы потребления в будущем.

Во-вторых, значительные “сокращения” финансового цикла могут приводить к глубоким спадам в темпах экономического роста, даже в том

случае, если банковская система изначально была устойчива к ним. В качестве примера здесь можно привести финансово-экономический кризис “2007-...” годов, охвативший Грецию и Португалию. Нефинансовые корпорации, стремясь сократить долю заемных средств (проводя *делевереджинг*), могут весьма серьезно оказать негативное влияние на экономику.

Мы придерживаемся смешанного подхода, который заключается в поиске оптимального сочетания макропруденциальной политики и монетарной политики. В части монетарной политики центральные банки должны адаптировать стратегии применения монетарных инструментов для нейтрализации ДФСЭ, даже, если потребительская инфляция в краткосрочном периоде остается стабильной. *Учитывая тот факт, что на фазе роста финансового цикла рост ДФСЭ происходит постепенно, и точное время накопления их критической массы определить достаточно сложно, расширение горизонтов таргетирования инфляции становится вполне оправданным шагом со стороны центральных банков.* При этом, гибкое таргетирование инфляции является не просто механистической задачей расширения горизонтов прогнозирования. Национальным регуляторам требуется некоторое время, чтобы оценить риски и возможные затраты, связанные с выбором того или иного типа монетарной политики (дальнейшая экспансия или ввод рестрикций). По мнению Клаудио Борио, глобальный финансово-экономический кризис 2007-2008 годов сформировал объективные предпосылки для переоценки “обычных” денежных правил реализации денежно-кредитной политики. *Обеспечение финансовой стабильности в условиях формирующихся финансовых дисбалансов определяет необходимость повышения процентной ставки на величину большую, нежели чем уровень ставки, рассчитанной по известному правилу Тэйлора.*

Эффективное сочетание монетарной и макропруденциальной политики можно рассмотреть через призму временного (циклического) и пространственного (структурного) измерения [322, с. 11], рис. 4.2.

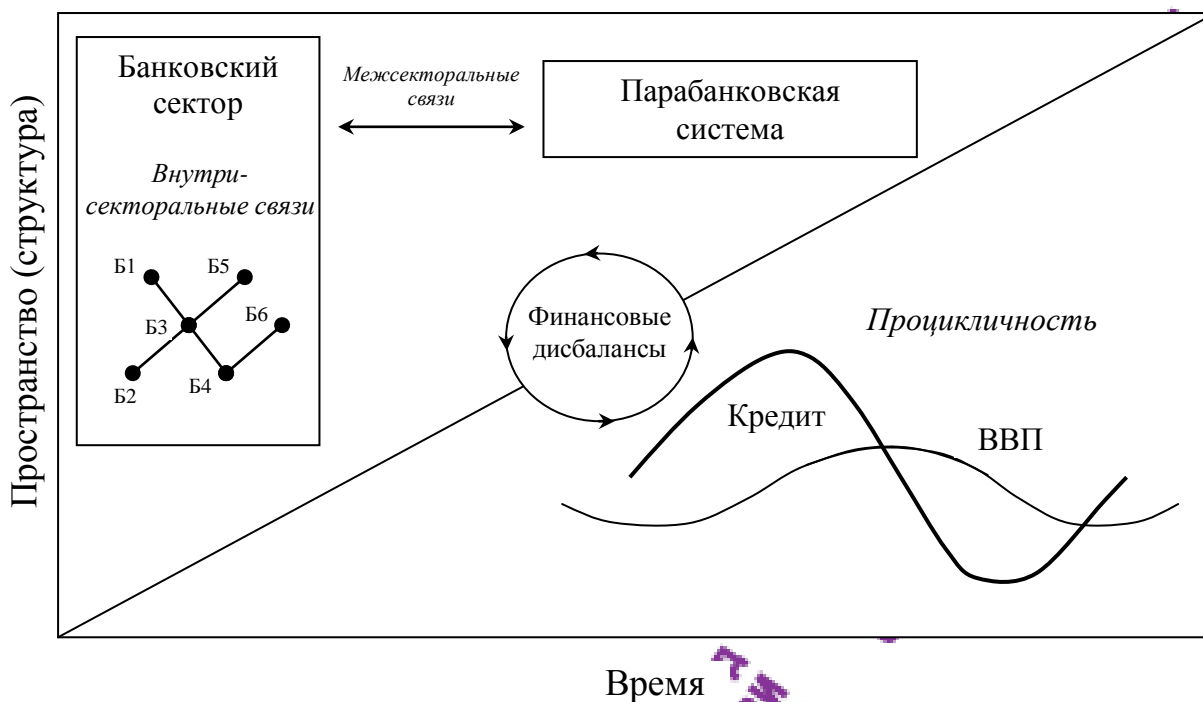


Рисунок 4.2 – Пространственно-временные измерения ДФСЭ

Источник: разработано автором.

Временное измерение, показывающее временные рамки накопления совокупных рисков в ФСЭ. Во временном измерении источником финансовых кризисов является процикличность финансовой системы. Процикличность финансовой системы раскрывается в наличии механизмов, функционирующих как в пределах ФСЭ, так и между финансовым сектором и макроэкономикой, которые могут генерировать неординарные финансовые циклы и экономические флуктуации. В этом аспекте группа ученых (А. Коринек [303], Х. Бьянки, Э. Мендоза [328]) выделяют в качестве драйверов процикличности “кредитные экстерналии”. По их мнению, “кредитные экстерналии” связаны с процессами чрезмерного заимствования (кредитными бумагами) тогда, когда отдельно взятая, финансовая институция не может объективно определить реальную цену (ценность) активов, которые традиционно выступают в ФСЭ в качестве объекта залога. И только в условиях финансовых стрессов становится

понятным, насколько сильно были сконцентрированы системные риски по соответствующим группам активов.

Другой вектор исследований, возглавляемый профессором Йельского университета Джоном Генакопелосом [326], выделяет разрушительные циклы леввериджа, который связан с желанием экономических агентов (например, спекулянтов) приобретать определенную группу активов, которые, как и в предыдущем случае, выступают в качестве кредитного обеспечения (“*collaterals*”). В этих условиях, готовность банков устанавливать слишком низкие коэффициенты покрытия залоговым имуществом стоимости кредита оказывает повышательное давление на цены активов, выступающих в качестве этого обеспечения. И эта финансовая спираль раскручивается до тех пор, пока кредитно-финансовые учреждения не перейдут к консервативной политике. В этих условиях экономические агенты (спекулянты) с небольшим собственным капиталом выходят из рыночных отношений, а рыночная стоимость активов (объектов обеспечения) стремительно падает.

Пространственное измерение, отражающее распространение рисков в пределах ФСЭ на определенный момент времени. В пространственном измерении источником финансовых стрессов являются совокупные взаимодействия и взаимосвязи финансовых институций, которые могут приводить к повышению их уязвимости к общим источникам риска, а также к совместным потерям. Временные и пространственные измерения политик взаимосвязаны в вопросах регулирования финансовых дисбалансов и обеспечения финансовой стабильности. В частности, ученый Хен Шин [327] показал, что чрезмерный рост кредита на основе расширения в качестве источников финансирования непрофильных обязательств (“*non-core liabilities*” - *недепозитных ресурсов*) усиливает взаимосвязи между финансовыми институциями.

Пространственно-временные измерения источников финансовых стрессов определяют разработку соответствующих инструментов регулирования.

Проциклическость финансовой системы можно снизить за счет создания в период накопления системных рисков соответствующих антициклических буферов капитала [328, с. 21]. Регулирование негативных эффектов коллективных взаимодействий и взаимосвязей финансовых институций основывается на калибровке пруденциальных инструментов по отношению к оценке вклада каждой институции ФСЭ в формирование системных рисков, что, на практике, находит выражение в выделении и установлении взаимосвязей между системно значимыми банками.

Подводя итог вышеизложенному представим сравнительную характеристику монетарной и макропруденциальной политики в контексте регулирования ДФСЭ (табл. 4.3).

Как отмечают специалисты Национального банка Украины [302, 329], в Украине еще не создано четкой системы оценки системного риска, а, соответственно, и действенной системы своевременного выявления и регулирования ДФСЭ национальной экономики. Макропруденциальное регулирование и надзор еще не имеет проработанной методологической основы [302, с.15]. В то же самое время, обратим внимание, что Национальным банком Украины проводится макроэкономическое стресс-тестирование, а также расчет индикаторов финансовой устойчивости, которые консолидируются в рамках программы оценки устойчивости ФСЭ экономики Украины (“ФСАП”).

Необходимо понимать, что гармоничное комплементарное реализация макропруденциальной и монетарной политики, позволит найти решение проблемы “избыточной эластичности” ФСЭ, связанной, в настоящий момент времени, с неспособностью надзорных органов эффективно сдерживать накопление проциклических финансовых дисбалансов (неустойчивых финансовых бумов).

Одним из центральных элементов *финансовой (пруденциальной) политики* центральных банков должен стать макропруденциальный (общесистемный) подход в регулировании финансовых диспропорций. Необходимо осознать, что

финансовая система проциклична. Поэтому в благоприятные периоды экономического роста, когда начинают зарождаться дисбалансы в ФСЭ, необходимо создавать защитные буферы (капитала). Формирование, таким образом, страховых резервов в ФСЭ позволит повысить его устойчивость к различным шокам и амортизировать финансовые стрессы.

Таблица 4.3 – Сравнительная характеристика монетарной и макропруденциальной политики в контексте регулирования ДФСЭ

Характеристики	Монетарная политика	Макропруденциальная политика		
Тактическая цель	Ценовая стабильность	Финансовая стабильность		
Стратегическая цель	Устойчивый экономический рост			
Кросс-эффекты в достижении целей	Влияет на стоимость кредитных средств и на изменения в принятии нормы риска ("risk-taking") экономическими агентами на разных фазах циклического развития финансовых отношений. Через изменения в монетарных условиях относительно заимствований влияет на цены активов, экстерналии в обменных курсах, циклы ликвидности.	Ограничивая заимствования в экономике, влияет на экономические издержки по секторам экономики, что, в конце концов, влияет на выпуск и инфляцию. Влияет на обратные эффекты финансовой акселерации и сдерживает, таким образом, колебания цен на активы		
Конфликтность целей	Таргетирование			
	Фазы развития	уровень инфляции выше целевого	уровень инфляции вблизи целевого	уровень инфляции ниже целевого
	<i>Отсутствие ДФСЭ</i>	комплементарность	независимость	конфликтность
	<i>Наличие, накопление ДФСЭ</i>	независимость	независимость	независимость
	<i>Финансовая дефляция (падение цен активов, кредитное сжатие)</i>	конфликтность	независимость	комплементарность
Взаимодействие политик	Адаптивная монетарная политика может компенсировать существенное воздействие макропруденциальной политики на выпуск и инфляцию		Более активная макропруденциальная политика может компенсировать монетарные смягчения, если это стимулирует принятие чрезмерного уровня риска	
Несовершенство и ограничения в дискреционности имплементации политик	Ограничения: 1) несовершенство каналов монетарной трансмиссии, 2) принятие чрезмерного риска в условиях реального отсутствия режима свободно плавающего валютного курса, 3) может иметь низкий уровень доверия и др.		Несовершенства: 1) отсутствие наработанного опыта целенаправленной имплементации, 2) отсутствие четкого понимания момента времени для "ужесточения" / "смягчения"; 3) несовершенство институционального взаимодействия между регуляторами ФСЭ и др.	
Релевантные инструменты влияния на ДФСЭ	Экономические инструменты: учетная ставка, нормативы обязательных резервов, операции с ценными бумагами, валютные интервенции и др.		Динамические инструменты: контрциклический буфер капитала, специальные налоги за риск ликвидности.	
Синергия гармоничного комплементарного применения	Постоянная координация политик, особенно в период накопления ДФСЭ даст возможность достичь положительных экстерналий от их имплементации, т.е. уменьшить негативные эффекты, которые проявляются в случае их независимого применения			

Источник: собственная разработка.

В процессе имплементации *бюджетной политики* необходимо также понимать все подводные камни экономических экспансий, связанных с финансовыми бумагами. На первых этапах своего распространения финансовые бумаги создают мнимую видимость улучшения балансовых показателей и индикаторов эффективности институций, как ФСЭ, так и институций, выступающих их заемщиками. Полученный эффект отражается положительно на наполнении государственной казны. Августин Бенетрикс и Филипп Лейн (2011) [330] в своем исследовании статистически доказали, что фискальные переменные (сальдо счета текущих операций) имеют общую сопряженность с динамикой финансового цикла (изменением в объемах кредитования). Причем, финансовые факторы воздействуют на фискальные результаты в большей степени, чем на цикл ВВП.

Принимая во внимание то обстоятельство, что после накопления критической массы ДФСЭ, небольшой шок может привести к сильным финансовым стрессам, бюджетные решения должны быть достаточно взвешенными, особенно, если это касается расходной составляющей бюджета страны. Если правительство будет принимать решения только, исходя из анализа динамики экономических циклов, не учитывая более длительные финансовые циклы, то они неизбежно могут попасть в долговую “ловушку”, а накопленные финансовые дисбалансы усугубят негативные эффекты финансовых стрессов.

Для Украины важной составляющей обеспечения ценовой и финансовой стабильности является обязательная координация денежно-кредитной и бюджетно-фискальной политики в рамках единой финансовой политики государства. Как показывает международный опыт, органы монетарной власти могут реально оказывать влияние на дестабилизирующийся рынок только лишь непродолжительное время. При отсутствии скоординированных действий со стороны других видов экономической политики (фискальной, промышленной, торговой, внешнеэкономической) действенность и результативность

инструментов центрального банка будет снижаться, вызывая при этом рост затрат на их осуществление и наращивание инфляционных тенденций [331, с. 53]. Поэтому для Национального банка Украины обеспечение ценовой и финансовой стабильности является непростой задачей, поскольку ее решение зависит не только от эффективного использования инструментов регулирования, а также определяется степенью политической, операционной и финансовой независимостью центрального банка. В этом аспекте Р. Пустовийт отмечает необходимость преодоления конфликта интересов в денежно-кредитной сфере между Национальным банком Украины и Правительством Украины [332]. Разновекторность денежно-кредитной и фискальной политики выражается в том, что правительство заинтересовано в избыточной денежной эмиссии с целью ускорения прироста ВВП, занятости и финансирования бюджета. Реализация этих интересов требует от НБУ соответствующих инфляционных уступок.

Неотъемлемым элементом в механизме регулирования ДФСЭ является также выбранная организационная модель пруденциального надзора. В международной практике выделяют следующие организационные модели:

1. *Традиционная секторная модель.*
2. *Модель "Twin Peaks".*
3. *Модель единого мегарегулятора.*

Традиционная секторная модель, предусматривает регулирование и надзор за финансовым сектором экономики специализированными организациями (органы, регуляторы). Как отмечает С. Мошенский, каждая из этих организаций осуществляют регулирование своего сегмента ФСЭ экономики – банковского, страхового, фондового [333, с. 90]. Следует отметить, что за период времени с 2000 года по 2006 год от традиционной секторной модели отказались 15 стран Европы (табл. 4.4).

Таблица 4.4 – Структура надзорных органов в странах Евросоюза по состоянию на октябрь 2010 года¹⁾

Страна	Секторная модель	Модель “Twin Peaks”	Модель единого мегарегулятора	Количество надзорных органов (изменения показаны в скобках) ²⁾	Центральный банк имеет полномочия и выполняет надзор ³⁾
Австрия	X-----	-----	----->X	1 ⁴⁾	X (Б)
Бельгия		X<=====	=====X	1	
Болгария	X			2	X (Б)
Кипр	X			4	X (Б)
Чехия	X=====	=====	=====>X	1	X (ФС)
Дания			X	1	
Эстония	X-----	-----	----->X		
Финляндия	X=====	=====	=====>X	2->1	
Франция	X=====	=====>X			
Германия	X-----	-----	----->X	X ⁵⁾	
Греция	X			3	X (Б)
Венгрия	X-----	-----	----->X	1	
Ирландия	X-----	-----	----->X	1	X (ФС)
Италия	X	X		4	X (Б)
Латвия	X-----	-----	----->X	1	
Литва	X			3	X (Б)
Люксембург	X			2->3	X ⁶⁾ (ФС)
Мальта	X-----	-----	----->X	1	
Нидерланды	X-----	----->X		2	X (ФС)
Польша	X=====	=====	=====>X	1	
Португалия	X	X		3	X (Б)
Румыния	X			4	X (Б)
Словакия	X=====	=====	=====>X	1	X (ФС)
Словения	X			3	X (Б)
Испания	X			3	X (Б)
Швеция			X	1	
Великобритания	X-----	X<=====	=====X	1	

¹⁾ Для того, чтобы показать эволюцию структуры надзорных органов использовались следующие графические обозначения: ----> изменения с января 2000 года по июнь 2003 года; ==> изменения с июня 2003 года по сентябрь 2006 года; ==> изменения после сентября 2006 года. ²⁾ Количество надзорных органов, которые полностью отвечают за принятие итоговых решений в сфере их компетенций. ³⁾ Центральные банки осуществляют надзор за: Б – банками, СК – страховыми компаниями, ФС – всеми сегментами ФСЭ. В Эстонии и Финляндии надзор осуществляется независимыми регуляторами, которые являются частью юридического лица соответствующих центральных банков. ⁴⁾ Национальный банк Австрии (OeNB) и Орган по надзору за финансовым рынком Австрии (FMA) совместно отвечают за надзор за банками. ⁵⁾ Центральный банк Германии осуществляет постоянный мониторинг институций. ⁶⁾ Центральный банк Люксембурга осуществляет пруденциальный надзор за ликвидностью рынков и рыночных операторов во всех сегментах ФСЭ.

Источник: составлено на основе [334].

В то же самое время, секторный подход к надзору за финансовыми учреждениями сохраняется в Болгарии, Кипре, Греции, Литве, Люксембурге,

Румынии, Словении, Испании. В Болгарии центральный банк осуществляет надзор за банками, а Комиссия по финансовому надзору ("*Financial Supervision Commission*" - "*FSC*") – по операциям с ценными бумагами, инвестициями, со страховыми компаниями и пенсионными фондами. Секторная модель государственного регулирования ФСЭ экономики реализована и в Украине.

Модель "*Twin Peaks*" (модель перекрестного регулирования) предполагает распределение полномочий между регуляторами, один из которых осуществляет пруденциальный надзор, а другой, – регулирование операций на финансовом рынке. Модель перекрестного регулирования используется во Франции, Италии, Нидерландах.

Например, во Франции в 2010 году центральный банк создал Управление пруденциального надзора (*Autorité de contrôle prudentiel, ACP*), куда были переданы полномочия по лицензированию и надзору за банками, платежными системами, сектора инвестиционных услуг, страхового сектора. Управление пруденциального надзора возглавляет управляющий Банком Франции, за которым в структуре Управления закреплен заместитель, курирующий вопросы страхового сектора. В то же самое время, несмотря на тесные связи с центральным банком, Управление является независимым административным органом и имеет высокую степень автономии. Обращаем внимание, что наряду со странами, в которых модель "*Twin Peaks*" сформировалась на основе эволюции секторной (традиционной) модели, можно выделить страны, которые вернулись к модели "*Twin Peaks*", имея практический опыт модели единого мегарегулятора (например, Бельгия, Великобритания). Так, в парламент Бельгии в 2010 году провел институциональную реструктуризацию финансового надзора, аккумулировав надзорные функции за финансовыми институтами в центральном банке. При этом, от центрального банка будет отделена Комиссия по банковским, финансовым и страховым рынкам (*Banking, Finance and Insurance Commission, CBFA*), которая будет осуществлять мониторинг за финансовыми рынками и надзор за компаниями, прошедшими

процедуру листинга, финансовым продуктами, услугами, посредниками.

Модель единого мегарегулятора (единого надзорного органа) предполагает сосредоточение всех надзорных полномочий в сфере компетенций одного надзорного органа – мегарегулятора. Эта модель является эволюцией двух предыдущих и реализована более, чем в 10 странах Евросоюза (Австрии, Чехии, Эстонии, Финляндии, Германии, Венгрии, Ирландии, Латвии, Польше и др.). Функции мегарегулятора на практике выполняет либо центральный банк (Чехия, Ирландия, Словакия), либо независимый от центрального банка орган (Дания, Германия, Венгрия, Латвия и др.). В то же самое время, несмотря на наличие независимого мегарегулятора, центральные банки выполняют определенные функции, связанные с надзором [335]. В Германии функционирует Федеральное управление по финансовому надзору (*“Bundesanstalt für inanzdienstleistungsaufsicht”* - *“BaFin”*), осуществляющее надзор за всеми сегментами ФСЭ экономики. При этом, Дойче Бундесбанк (*“Deutsche Bundesbank”* - *“BBk”*) постоянно осуществляет банковский мониторинг, проводит инспекции на местах, производит оценку документов, отчеты аудитором и годовую финансовую отчетность. Дойче Бундесбанк самостоятельно проводит аудит и оценку банковских операций по проверке соблюдения нормативных требований к капиталу и адекватности управления рисками.

Исследуя вопрос эволюции регуляторных органов такие отечественные ученые, как О. Козменко и др. [336, с. 367], отмечают, что, несмотря на общие тенденции перехода во многих развитых странах к модели единого мегарегулятора, роли центральных банков будут оставаться достаточно весомыми [337]. Примером здесь может быть и Германия, и новая финансовая архитектура по надзору в Европейском Союзе, в Совет по системным рискам которого входит Председатель Европейского центрального банка, директора национальных банков, и при этом руководители надзорных органов других секторов финансового рынка на макроуровне не представлены [338, с. 9-11].

4.2 Обобщение международного и отечественного опыта пруденциального надзора финансового сектора экономики

Обеспечение стабильности функционирования ФСЭ экономики требует от денежных властей надлежащего осуществления макропруденциального регулирования и надзора. Как было отмечено ранее, целью макропруденциального надзора является мониторинг, идентификация и уменьшение системных рисков в ФСЭ. Обращаем внимание на то, что системные риски нарастают в результате накопления на системном уровне финансовых дисбалансов, часто связанных с ростом цен активов и величины долга в экономике. В период быстрого роста объемов кредитования и цен активов, в условиях отсутствия на то фундаментальных экономических причин, ФСЭ становится более уязвимым к шокам. При этом, риски, формирующиеся в процессе накопления финансовых дисбалансов, могут усиливаться самими же финансовыми институтами, имеющих соответствующие экспозиции к ним, а также в результате роста взаимной задолженности, что, в целом, повышает уровень возможных “заражений” среди финансовых институтов и уровень экономических потерь в условиях финансовых кризисов. Поэтому ключевым элементом макропруденциального надзора является анализ рынков долга, рынков недвижимости и других секторов рыночной экономики. Более того, как отмечают специалисты Банка Норвегии, Ведомства по финансовому надзору Норвегии (“*Norway Authority Supervision*”) и Министерства финансов Норвегии [339], для осуществления мониторинга магнитуды дисбалансов на системном уровне в текущей ситуации, необходимо также оценивать и риски будущего аккумуляирования финансовых дисбалансов.

Для построения высокоэффективной, действенной системы макропруденциального надзора в Украине необходимо изучить

международный опыт макропруденциального надзора в процессах регулирования финансовых дисбалансов и системных рисков.

1. Макропруденциальный финансовый надзор в США.

Как отмечается в коллективной работе специалистов “Дойче Банк”, в предкризисный период времени (до 2007 года) в США отсутствовал единый орган, который имел бы четкий мандат для осуществления финансового надзора за всем финансовым сектором. Кроме этого, ситуация усугублялась явными упущениями в надзоре за отдельными институтами и отсутствием согласованных действий между регуляторами США, что привело к низкой эффективности макропруденциального надзора [340].

Изучив уроки глобального финансового стресса 2010 года, в США был принят Закон “О реформировании Уолл-стрит и о защите потребителей”, авторами которого стали Крис Додд и Барни Франк (Dodd-Frank Act – закон Додда-Франка). На основании данного нормативно-правового акта в стране появился Совет по надзору за финансовой стабильностью (*Financial Stability Oversight Council – FSOC*) и Управление финансовых исследований (*Office of Financial Research – OFR*), которые осуществляют сегодня мониторинг системных рисков.

В соответствии с законом Додда-Франка Совет по надзору за финансовой стабильностью имеет официальный *мандат*, который включает:

– идентификацию рисков финансовой стабильности США, которые могут возникать в результате критического ухудшения финансового здоровья или в текущей деятельности крупных, системных финансовых институций;

– укрепление рыночной дисциплины и элиминирование ожиданий финансовых учреждений относительно федеральной поддержки “утопающих” институций (*bailout expectation*);

– адекватную реакцию федеральных властей на возникающие угрозы финансовой стабильности экономики США.

Выполняя функции макропруденциального надзорного органа, Совет “*FSOC*” идентифицирует системно значимые банковские и небанковские финансовые институты (*SIFIs*), а также объекты рыночной инфраструктуры финансового рынка (*FMUs*), которые подлежат контролю со стороны ФРС. Совет “*FSOC*”, осуществляя мониторинг финансовых рынков, функционирует в режиме системы раннего оповещения о возможных системных угрозах. Кроме этого, с целью защиты потребителей он может проводить оценки событий, которые могут потенциально нести системные риски.

Совет “*FSOC*” размещается при Министерстве финансов США. Управление в Совете производится при участии его членов (10 членов с правом голоса и 5 без права голоса). Работа Совета поддерживается функциональными комитетами и межведомственными рабочими группами, сотрудниками Министерства финансов США, а также Отделом финансовых исследований, снабжающим Совет всей необходимой финансовой аналитикой.

В отношении финансовой стабильности Совет “*FSOC*” имеет следующие зоны ответственности:

1) Регуляторная координация, которая способствует взаимодействию между основными регуляторами финансовой системы, содействует улучшению координации в границах регуляторной структуры;

2) Сбор информации и оценка, что способствует передаче информации среди регуляторных агентий в интересах выявления системных рисков и других нарастающих угроз. В том случае, если какая-либо информация не будет доступна, Совет может подключить Отдел “*OFR*” для того, чтобы собрать необходимую ему информацию непосредственно от финансовых институтов;

3) Пруденциальное регулирование отдельных небанковских институций. Совет на основе разработанных критериев определяет, какие небанковские институции будут объектом дополнительного пруденциального регулирования

со стороны ФРС США, в том числе, по требованиям к капиталу, стресс-тестированию и другим критериям устойчивости и финансовой надежности;

4) Регулирование безопасности и надежности обеспечивающей инфраструктуры финансового рынка: Совет, как и в предыдущем случае, устанавливает критерии и определяет объекты инфраструктуры финансового рынка, которые будут объектом пристального контроля ФРС США, Комиссии по ценным бумагам и биржам (*"The Securities and Exchange Commission"* – *"SEC"*), Комиссии по торговле товарными фьючерсами (*"Commodities Futures Trading Commission"* – *"CFTC"*);

5) Принятие резолюций. Совет играет важную роль в принятии резолюций относительно тех фирм, финансовое состояние которых может оказать критическое влияние на финансовую стабильность страны;

6) Оценка правил для обеспечения финансовой защиты потребителей. Совет имеет полномочия отмены ряда финансовых правил для потребителей в том случае, если эти правила содействуют росту системных рисков.

Совет *"FSOC"* ежегодно представляет в Конгресс США отчет о проведенной им работе, о существенных рыночных изменениях и возможных угрозах финансовой стабильности США, а также относительно системно значимых институций. При этом, он не имеет эксплицитных полномочий по осуществлению микропруденциального регулирования, за исключением тех институций, которые являются системно значимыми для экономики страны.

Общая структура системы надзора в США представлена на рисунке М. 2 приложения М. В соответствии с делегированными полномочиями Совет *"FSOC"* вправе давать рекомендации нижестоящим агентствам (управлениям) в отношении имплементации стандартов пруденциального надзора, особенно в тех случаях, когда определенные институции или деятельность группы учреждений вызывают угрозу для финансовой стабильности. В свою очередь, в процессе внедрения реформы Додда-Франка ряд регуляторных агентств

сохранили свои полномочия относительно регулирования финансовых институций, а для некоторых из них эти полномочия были расширены.

Важным аспектом системы надзора в США является четкая координация и согласованность микро- и макропруденциального надзора между Советом “*FSOC*” и другими нижестоящими надзорными органами. Так, ФРС США проводит оценку рисков, стресс-тестирование небанковских финансовых институций. Вместе с тем, результаты анализа, получаемые Советом “*FSOC*” и Управлением финансовых исследований (“*OFR*”), по институциям, которые лежат вне компетенции ФРС, дают основания для формулирования соответствующих рекомендаций непосредственно для ФРС США.

Управление “*OFR*” выступает в надзорной системе США интеллектуальной системой поддержки по принятию решений Советом “*FSOC*”. Оно занимается сбором и стандартизацией данных, проводит исследования, осуществляет риск-менеджмент и другие мероприятия, связанные с мониторингом ФСЭ страны. Вместе с этим, Управление “*OFR*” имеет автономию от Совета в части спонсирования и проведения исследовательских проектов. Кроме этого, директор Управления “*OFR*” самостоятельно ежегодно отчитывается перед Конгрессом США.

2. Макропруденциальный финансовый надзор в Евросоюзе.

В ответ на финансово-экономический кризис 2007-2008 годов в Евросоюзе была создана специальная Комиссия, которую возглавил Жак де Ларозьер. В 2010 года на основе его рекомендаций была создан Европейский совет по системным рискам (“*The European Systemic Risk Board*” – “*ESRB*”). Совет “*ESRB*” отвечает за макропруденциальный надзор финансовой системы Евросоюза с целью предотвращения (снижения) системных рисков, угрожающих финансовой стабильности Евросоюза. Совет “*ESRB*” способствует бесперебойному функционированию внутреннего рынка и, тем самым, обеспечивает устойчивый вклад ФСЭ в поддержание экономического роста [341].

Для выполнения данной миссии Совет “*ESRB*” выполняет следующие задачи:

- определяет и/или осуществляет сбор и анализ всей необходимой информации;
- идентифицирует и ранжирует системные риски;
- проводит оповещение относительно системных рисков и, при необходимости, производит обнародование эти сигналы;
- формирует рекомендации для осуществления ответной реакции по выявленным рискам и, при необходимости, также доводит их до общественности;
- в случае критической ситуации конфиденциальная информация доводится до Еврокомиссии и соответствующих Европейских надзорных органов (“*European Supervisory Authorities*” – “*ESAs*”);
- мониторинг выполнения рекомендаций и ответной реакции на сформированные им предупреждения;
- тесное сотрудничество с другими участниками Европейской системы по финансовому надзору (“*European System of Financial Supervision*” – “*ESFS*”) и, при необходимости, совместная (с “*ESAs*”) разработка индикаторов и измерителей системных рисков;
- участие в Объединенном Комитете европейских надзорных органов (“*Joint Committee of the ESAs*”);
- координация своих действий с международными финансовыми организациями, в частности, с МВФ и Советом по финансовой стабильности (“*Financial Stability Board*” – “*FSB*”) и с другими органами стран, не входящих в состав Евросоюза;
- выполнение других связанных задач, которые определены законодательством Евросоюза.

Совет “*ESRB*” возглавляет Президент Европейского центрального банка и включает 37 членов Совета с правом голоса, включая управляющих

центральных банков, и 28 членов без права голоса, которые являются представителями соответствующих надзорных агентий.

Общая структурная схема надзорной системы в Евросоюзе представлена на рис. М.1 приложения М. Анализ данной структуры с учетом предварительно изложенных сведений о Совете “*ESRB*” позволяет выделить следующие отличия в его работе от Совета “*FSOC*” (США):

1. Совет “*ESRB*” формально не имеет прямого контроля над инструментами политики. Он лишь оповещает надзорные органы, а в некоторых случаях и общественность, о значительных системных рисках, и формирует необходимые рекомендации. Принцип, который он проецирует на надзорные агентства можно сформулировать как “выполни или объясни” (“*act or explain*”).

2. Совета “*FSOC*” не имеет возможности вмешиваться в финансовые институции или рынки, т.к. дальнейший надзор осуществляют национальные надзорные органы.

3. В сборе всей необходимой информации и ее анализе принимают участие: ЕЦБ, Европейская банковская организация (“*European Banking Authority*”), национальные центральные банки, технический консультативный Комитет (“*Advisory Technical Committee*” – “*ATC*”), научный консультативный Комитет (“*Advisory Scientific Committee*” – “*ASC*”).

3. Макропруденциальный финансовый надзор в Великобритании.

В Великобритании с 1 апреля 2013 года начал свое функционирование Комитет по финансовой политике (“*Financial Policy Committee*” – “*FPC*”), миссией которого является идентификация, мониторинг и реализация мер для устранения (уменьшения) системных рисков, содействуя защите и повышению устойчивости финансовой системы страны. Вторичной целью Комитета “*FPC*” является поддержка экономической политики Правительства [342].

Комитет “*FPC*” является дочерней организацией Банка Англии, руководитель которого, как и в Совете “*ESRB*”, одновременно и возглавляет

данный комитет. Членами Комитета являются профильные специалисты, среди которых заместители руководителей Банка Англии по финансовой стабильности, монетарной политике, пруденциальному регулированию, а также в его состав входят: исполнительный директор по финансовой стабильности, ведущие эксперты по монетарной политике, регулированию и макроэкономике, и другие специалисты. Результаты аналитической работы и мероприятия, проводимые Комитетом “FPC”, доводятся им до Парламента и широкой общественности.

Осуществляя макропруденциальное регулирование с целью поддержания финансовой стабильности, Комитет “FPC” обеспечивает решение следующих задач [343]:

- повышение устойчивости финансовой системы путем идентификации и устранения совокупных рисков и уязвимости всей системы;
- *повышение макроэкономической стабильности за счет ликвидации ДФСЭ*, в частности, через выравнивание кредитных циклов.

Помимо Комитета “FPC” в регулировании ФСЭ Великобритании участвуют:

- Орган пруденциального регулирования (“*Prudential Regulatory Authority*” – “PRA”), который отвечает за пруденциальное регулирование и надзор за банками, строительными обществами, кредитными союзами, страховщиками и основными инвестиционными компаниями;
- Орган по финансовому поведению (“*Financial Conduct Authority*” – “FCA”), осуществляющее регулирование рынка финансовых услуг Великобритании с целью защиты потребителей и обеспечения добросовестной конкуренции.

Осуществляя мониторинг, Комитет “FPC” выполняет следующие ключевые функции:

– мониторинг финансовой стабильности финансовой системы Великобритании, выявление угроз (рисков), уязвимости ФСЭ и циклических дисбалансов;

– мониторинг и оценка действий Органов “PRA” и “FCA”, которые могут оказывать влияние на финансовую стабильность;

– выражение иных аспектов деятельности Банка Англии, тесно связанных с финансовой стабильностью, а именно, регулирование финансовой инфраструктуры, принятие резолюций для фирм, находящихся в критическом состоянии, обеспечение ликвидности ФСЭ и т.п.;

– оценка эффективности и совершенствование макропруденциального инструментария.

Инструменты макропруденциального регулирования пока еще не протестированы реальными экономическими возмущениями. Поэтому их потенциальный набор является объектом научных изысканий и сегодня. Среди наиболее известных инструментов Комитетом “FPC”, Банком Англии, Казначейством рассматриваются:

1. Требования к контрициклическому капиталу, которые варьируются в зависимости от фазы экономического цикла. В периоды быстрого кредитного роста частного сектора эти буферы должны, в некоторой степени, “остудить” предложение денег в экономике, сгладить кредитный цикл, позволив банкам сформировать дополнительные уровни собственного капитала.

2. Переменные (меняющиеся) веса рисков по активам. Этот инструмент включает повышение требований к капиталу по определенным видам кредитования. В том случае, если Органы пруденциального надзора видят сильные экспозиции финансовых институций к определенному классу активов, то изменение весов в учете риска по этим активам повысит цену финансовых операций, что также должно выступить сдерживающим фактором неадекватной кредитной экспансии.

3. Динамические резервы по кредитным операциям, величина которых должна быть адекватной величине возможных потерь в процессе кредитного сжатия, что определяет необходимость их формирование на антициклической основе.

4. Иные виды инструментов: требования к обеспечению, уровню леввериджа, к краткосрочной ликвидности финансовых институций.

Таким образом, подводя итог рассмотрения системы макропруденциального надзора в США, Евросоюзе и Великобритании, понимаем, что надзорные институции должны противостоять будущим флуктуациям на рынке цен активов, развитию ДФСЭ и материализации системных рисков. Вместе с тем, апробированных временем (кризисами) моделей контрциклических “вперед смотрящих” измерителей системного риска пока нет [341, с. 15]. Модели прогнозирования ДФСЭ и разработка адекватного ответа со стороны денежных властей также находятся на этапе системных исследований.

В основном, предложения для осуществления превентивных мер включают формирование контрциклических буферов капитала, совершенствование системы показателей, характеризующих уровень долга и дохода домохозяйств, отношения объема кредита и рыночной стоимости залогового имущества. Однако, эти меры, пока, еще не откалиброваны, как практикой национальных надзорных органов, так и в деятельности финансовых институций. Поэтому *традиционные монетарные инструменты, по-видимому, еще будут использоваться в ближайшее время центральными банками для регулирования ДФСЭ и системных рисков, параллельно с внедряемыми международными стандартами банковского регулирования и надзора.*

4. *Институционально-организационные основы регулирования ФСЭ экономики в Украине [344].*

В Украине имплементирована секторная модель государственного регулирования ФСЭ экономики, в соответствии с которой сферы

ответственности распределены среди трех государственных регуляторов: Национальным банком Украины, Национальной комиссией по регулированию финансовых услуг (Нацкомфинуслуг) и Национальной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку (НКЦБФР).

I. Национальный банк Украины. В соответствии с Конституцией Украины, Законом Украины “О банках и банковской деятельности” от 7 декабря 2000 года № 2121-III (с изменениями и дополнениями) и Законом Украины “О Национальном банке Украины” от 20 мая 1999 года № 679-XI (с изменениями и дополнениями) регулирование и банковский надзор в Украине осуществляет Национальный банк Украины.

В соответствии со статьей 1 раздела I Закона Украины “О Национальном банке Украины” [345] *банковское регулирование* – это одна из функций Национального банка Украины, которая состоит в создании системы норм, которые регулируют деятельность банков, определяют общие принципы банковской деятельности, порядок осуществления банковского надзора, ответственность за нарушение банковского законодательства. Соответственно, *банковский надзор* – это система контроля и активных упорядоченных действий Национального банка Украины, направленных на обеспечение соблюдения банками и другими лицами, относительно которых Национальный банк Украины осуществляет надзорную деятельность законодательства Украины и установленных нормативов, с целью обеспечения стабильности банковской системы и защиты интересов вкладчиков и кредиторов банка.

Как отмечает О. Васюренко [249], основными задачами банковского регулирования являются:

- обеспечение стабильности и надежности банковской системы с целью содействия экономическому подъему;
- защита интересов вкладчиков;

- создание конкурентной среды в банковском секторе, благодаря которой расширяется спектр банковских услуг, вводятся новейшие банковские технологии, повышается эффективность решений в области ценообразования банковских услуг;
- повышение прозрачности деятельности, как отдельного банковского учреждения, так и всего банковского сектора Украины на основе усовершенствования системы учета и отчетности в банках и приближении их к международным стандартам;
- поддержание необходимого уровня стандартизации и профессионализма в банковском секторе, обеспечение эффективной деятельности банков и внедрение технологических нововведений в интересах потребителей банковских услуг.

В соответствии со статьей 66 Закона Украины “О банках и банковской деятельности” [346] государственное регулирование деятельности банков осуществляется Национальным банком Украины в таких формах:

1) Административное регулирование: регистрация банков и лицензирование их деятельности; установление требований и ограничений относительно деятельности банков; применение санкций административного или финансового характера; надзор за деятельностью банков; предоставление рекомендаций относительно деятельности банков.

2) Индикативное (монетарное) регулирование: установление обязательных экономических нормативов; определение норм обязательных резервов для банков; установление норм отчислений к резервам на покрытие рисков от активных банковских операций; определение процентной политики; рефинансирование банков; корреспондентских отношений; управление золотовалютными резервами, включая валютные интервенции; операций с ценными бумагами на открытом рынке; импорта и экспорта капитала.

В статье 25 Закона Украины “О национальном банке Украины” [345] определены основные экономические средства и (монетарные) методы денежно-кредитной политики:

- определение и регулирование норм обязательных резервов для коммерческих банков;
- процентная политика;
- рефинансирование коммерческих банков;
- управление золотовалютными резервами;
- операции с ценными бумагами (кроме ценных бумаг, которые подтверждают корпоративные права), в том числе с казначейскими обязательствами, на открытом рынке;
- регулирование импорта и экспорта капитала;
- внедрение на срок до шести месяцев требования относительно обязательной продажи части поступлений в иностранной валюте;
- изменение сроков расчетов по операциям экспорта и импорта товаров;
- эмиссию собственных долговых обязательств и операции с ними.

На основе вышеизложенного, с учетом наработок в этом вопросе О. Васюренко, проиллюстрируем графически административные и монетарные (индикаторные) инструменты регулирования банковского сектора (как основной движущей силы ФСЭ национальной экономики), которые непосредственно можно использовать в регулировании дисбалансов [347], периодически возникающих в процессе функционирования ФСЭ экономики Украины (рис. 4.3).

Регулирование и надзор банковского сектора Украины осуществляется Национальным банком Украины с учетом международных стандартов регулирования банковской деятельности.

В международной практике отсутствует единый подход к регулированию ФСЭ экономики. Как отмечают Н. Славянская, А. Незнамова, каждое государство старается найти свой подход, который часто основывается на

адаптации мирового опыта к национальной правовой системе. Не исключением является и парабанковская система Украины, которая, несмотря на невысокую долю в структуре финансовых активов институций ФСЭ, имела невысокий уровень риск-менеджмента в докризисный период времени. Рассмотрим государственные регуляторы данного сектора экономики.



Рисунок 4.3 – Формы регулирования банковской деятельности

Источник: составлено на основе [249, 346], собственная разработка.

II. Национальная комиссия по регулированию рынка финансовых услуг. В соответствии с Положением “О Национальной комиссии, которая осуществляет

государственное регулирование в сфере рынков финансовых услуг” от 23 ноября 2011 года 1070/2011 [118] Нацкомфинуслуг согласно законодательству осуществляет государственное регулирование и надзор за деятельностью финансовых учреждений (кроме банков, профессиональных участников фондового рынка, институтов общего инвестирования, финансовых учреждений, которые имеют статус межправительственных международных организаций, Государственной казначейской службы Украины и государственных целевых фондов).

Важным этапом реализации регулирования и надзора за небанковскими финансовыми учреждениями (страховыми компаниями, кредитными союзами, негосударственными пенсионными фондами) является утвержденная Нацкомфинуслуг “Концепция внедрения пруденциального надзора за небанковскими финансовыми учреждениями и Программа развития системы пруденциального надзора за небанковскими финансовыми учреждениями” от 15.07.2010 г. № 585 [348].

Согласно этой Концепции *пруденциальный надзор* представляет собой систему надзорных процедур Госфинуслуг (сегодня – Нацкомфинуслуг) за соблюдением финансовым учреждением пруденциальных правил, которая позволяет уменьшить надзорную нагрузку на финансовые учреждения, деятельность которых не несет угрозы невыполнения обязательств перед существующими клиентами, и усилить надзорные усилия за учреждениями, деятельность которых является или может быть угрозой для выполнения таких обязательств. *Пруденциальные правила* – это количественные и качественные показатели, нормативы и требования относительно ликвидности, капитала и платежеспособности, прибыльности и качества активов, рискованности операций, качества систем управления и управленческого персонала, соблюдение правил предоставления финансовых услуг и т.п.

Целью пруденциального надзора небанковских финансовых учреждений является защита интересов потребителей финансовых услуг, предотвращение

наступления неплатежеспособности и обеспечение финансовой устойчивости финансовых учреждений через применение соответствующих корректирующих мероприятий путем:

- выявления высоких рисков в деятельности финансовых учреждений;
- контроля за платежеспособностью, ликвидностью и прибыльностью финансового учреждения;
- минимизации случаев банкротства и системного кризиса финансовых учреждений;
- прогнозирования будущих финансовых результатов на основе отчетов текущего периода.

Ориентиром для проведения пруденциального надзора за страховыми компаниями выбрана Директива Европейского Парламента и Совета № 2009/138/ЕС от 25 ноября 2009 года, относительно учреждения и осуществления деятельности по страхованию и перестрахованию (Solvency II); для кредитных учреждений - рекомендации Международной ассоциации кредитных союзов (WOCCU); а для пенсионных фондов - рекомендации Международной ассоциации органов надзора за негосударственными пенсионными фондами (IOPS).

Реализацию данной концепции в деятельности сектора небанковских финансовых учреждений можно рассматривать как возможность своевременного (на основе стресс-тестирования) выявления дисбалансов, которые могут продуцировать системные финансовые риски этих учреждений.

III. Национальная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку. В соответствии с Положением “О Национальной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку” от 23.11.2011 г. № 1063/2011 [349] НКЦБФР осуществляет государственное регулирование рынка ценных бумаг Украины. Наряду с рассмотренными выше регуляторами ФСЭ экономики (НБУ, Нацкомфинуслуг) НКЦБФР также разработала и утвердила:

- “Концепцию внедрения пруденциального надзора за деятельностью профессиональных участников фондового рынка” от 12.04.2012 г. № 553 [350];
- одобрено Решение “Об утверждении Положения относительно пруденциальных нормативов профессиональной деятельности на фондовом рынке – депозитарной деятельности и требований к системе управления рисками” от 02.10.2012 г. № 1347 [351];
- одобрено Решение “Об утверждении Положения относительно пруденциальных нормативов профессиональной деятельности на фондовом рынке – деятельности по управлению активами институциональных инвесторов (деятельность по управлению активами)” от 25.09.2012 г. № 1346 [352];
- одобрено Решение “Об утверждении Положения о консолидированном надзоре за деятельностью небанковских финансовых групп, преобладающая деятельность в которых осуществляется лицом, которое получило лицензию на осуществление профессиональной деятельности на фондовом рынке” от 02.10.2012 г. № 1345 [353].

В данной Концепции внедрения пруденциального надзора за деятельностью профессиональных участников фондового рынка сформулированы *пруденциального надзора и пруденциальных правил*, которые по точности передают содержание этих определений в рассмотренной выше Концепции пруденциального надзора Нацкомфинуслуг.

Основными целями пруденциального надзора в Концепции НКЦБФР являются: обеспечение реализации единой государственной политики, защита активов инвесторов и, как следствие, усиление доверия инвесторов к фондовому рынку Украины, предотвращение наступления неплатежеспособности профессиональных участников фондового рынка через применение соответствующих мероприятий путем:

- формирования системы оценки рисков в деятельности профессиональных участников фондового рынка и управление ими;

- установления особенностей организации и проведение внутреннего аудиту (контроля);
- контроля за платежеспособностью, ликвидностью и прибыльностью профессиональных участников фондового рынка;
- предотвращения возникновения системных рисков на фондовом рынке с целью обеспечения устойчивости и надежности всего рынка в целом;
- разработки принципов корпоративного управления профессиональных участников фондового рынка;
- прогнозирования будущих финансовых результатов на основе анализа полученной информации.

Основными документами, которые регламентируют осуществление пруденциального надзора на международных финансовых рынках и на фондовом рынке, в частности, являются:

- Директивы Европейского Парламента и Совета № 97/9/ЕС от 3 марта 1997 г., № 2004/39/ЕС от 21 апреля 2004 г. (MiFi), № 2006/48/ЕС и № 2006/49/ЕС от 14 июня 2006 г., № 2006/73/ЕС от 10 августа 2006 г., № 2009/65/ЕС от 13 июля 2009 года (UCITS IV), № 2010/43/ЕС от 1 июля 2010 г. (имплементирует UCITS IV относительно организационных требований, конфликта интересов, ведения бизнеса, управления рисками и содержания договора между депозитарием (хранителем) и компанией по управлению активами);
- соглашение в рамках Базельского комитета по банковскому надзору относительно международной конвергенции измерения капитала и стандартов (Basel II);
- стандарты международной ассоциации органов надзора за негосударственными пенсионными фондами (IOPS),
- принципы для инфраструктур финансовых учреждений (Консультативный доклад, Банк международных расчетов, март 2011).

Административные данные с расчетом аналитических показателей, которые должны предоставлять НКЦБФР торговцы ценных бумаг, в полной мере отражают концепцию “CAMELS”, используемую в качестве основы индикаторов финансовой устойчивости в банковском секторе Украины.

Развитие финансового посредничества в Украине формирует объективные предпосылки для построения наиболее подходящей модели организационного регулирования ФСЭ экономики. Многие европейские страны, как это было показано выше, прошли путь от секторной модели регулирования ФСЭ к модели единого мегарегулятора. Актуальным этот вопрос остается и для национальной экономики. Анализ научных трудов О. Козьменко, С. Козьменко, Т. Васильевой, И. Школьник, а также рассмотрение открытой для обсуждения “Зеленой книги” НБУ (“Консультации по повышению эффективности регулирования и надзора за финансовым сектором в Украине”), позволил выделить следующие возможные сценарии регулирования и надзора ФСЭ экономики Украины, схема которых представлена на рис. М.3 приложения М. Рассмотрим основные преимущества и недостатки модели единого мегарегулятора в современных условиях развития национального ФСЭ экономики [305, с. 9; 328, с.22-23; 354, с. 82].

1. Сценарий создания независимого (вне НБУ) мегарегулятора:

1.1. Преимущества:

- закрепление ответственности за разработку политики ФСЭ;
- внедрение консолидированного надзора за финансовыми учреждениями;
- создание единой базы данных финансовых учреждений;
- упрощение (унификация) и уменьшение объемов отчетности;
- эффективное использование ресурсов (финансовых, человеческих);
- разработка унифицированного подхода к регулированию и надзору за финансовыми учреждениями.

1.1. Недостатки:

- риск преобразования мегарегулятора в “бюрократическую машину”;
- увеличение нагрузки на Государственный бюджет относительно финансирования разработки законодательства и организационных изменений;
- риск переходного периода, прежде всего, для банков;
- увеличение нагрузки на Государственный бюджет, связанное с содержанием регулятора;
- отсутствие макропруденциального надзора;
- низкий уровень защиты прав инвесторов и потребителей финансовых услуг.

2. Сценарий создания независимого мегарегулятора при НБУ:

2.1. Преимущества:

- закрепление ответственности за разработку политики ФСЭ;
- отсутствие риска переходного периода для банковского сектора;
- внедрение консолидированного надзора за финансовыми учреждениями;
- создание единой базы данных финансовых учреждений, на основе программно-технических средств НБУ;
- упрощение (унификация) и уменьшение объемов отчетности;
- разработка унифицированного подхода к регулированию и надзору за финансовыми учреждениями;
- осуществление макропруденциального надзора;
- эффективное использование ресурсов (финансовых, человеческих);
- повышение профессионального уровня сотрудников регуляторного органа и финансовых учреждений на базе учебных заведений Национального банка Украины;
- уменьшение нагрузки на Государственный бюджет.

2.2. Недостатки:

- риск переходного периода для небанковского сектора;
- риск преобразования мегарегулятора в “бюрократическую машину”;

– риск возникновения ошибочного представления относительно рефинансирования Национальным банком Украины небанковских финансовых учреждений;

– увеличение нагрузки на Государственный бюджет относительно финансирования разработки законодательства и организационных изменений;

– низкий уровень защиты прав инвесторов и потребителей финансовых услуг.

По мнению ряда ученых, среди которых, О. Козьменко, С. Козьменко, Т. Васильева, И. Школьник, создание единого мегарегулятора в Украине должно иметь сильную финансовую основу в виде: зрелого финансового рынка; формирования четкой структуры финансовых институтов и групп, требующих общих основ надзора и регулирования; достаточного уровня государственных финансов для осуществления необходимых институциональных и законодательных преобразований; стабилизации национальной экономики и достижение устойчивого экономического роста в послекризисный период времени; и другие [336, с. 371].

Таким образом, обеспечение стабильного функционирования ФСЭ экономики Украины остается актуальнейшей задачей. Ее сложность определяется рядом объективных факторов, которые не позволяют в полной мере осуществлять эффективное регулирование ФСЭ, в частности:

– наличие диспропорций в уровне развития банковского сектора и сектора небанковских финансовых институций;

– отсутствие, наработанной практикой, действенной методологии регулирования ФСЭ, препятствующей накоплению дисбалансов в функционировании ФСЭ национальной экономики;

– отсутствие консенсуса относительно эксплицитности мандата Национального банка Украины на поддержание финансовой стабильности [161, с. 38];

– ограниченность монетарных инструментов НБУ и, так называемых, “денежных правил” (М. Фридмена, Дж. Тейлора, Л. Бола, А. Орфанидеса) для обеспечения, как ценовой, так и финансовой стабильности, которые бы, в свою очередь, своевременно нейтрализовали внутрисистемные и внешние дисбалансы в ФСЭ;

– монетарная реакция на формирующиеся дисбалансы может иметь моральные риски [161, с. 38];

– несовершенство механизма координации денежно-кредитной, бюджетно-фискальной и долговой политики в процессе разработки единой финансовой политики государства.

Для повышения качества решений, направленных на обеспечение финансовой стабильности в Национальном банке были осуществлены структурно-организационные преобразования: в его структуре было сформировано отдельное управление по вопросам финансовой стабильности.

Появление новой структурной единицы в Национальном банке Украины, объединившей и сконцентрировавшей вопросы финансовой стабильности, можно считать вполне закономерным явлением. Как отмечает директор Генерального экономического департамента Национального банка А. Петрик [355, с. 5]: *мировой опыт свидетельствует о том, что многие центральные банки уже получили законодательное подкрепление в формализации их основной цели - обеспечения финансовой стабильности.* На практике, это нашло выражение в создании специальных подразделений макропруденциального надзора, которые имеют автономный статус по отношению к макроэкономическим исследованиям и банковскому надзору. И как было показано выше, в большинстве случаев, такие подразделения возглавляют либо председатели центральных банков, либо их заместители.

Переосмысление роли и места Национального банка в вопросах обеспечения финансовой стабильности, основной составляющей которой должен стать макропруденциальный надзор, привело к законодательным

инициативам. В предшествующих редакциях Закона Украины “О национальном банке Украины” основная цель центрального банка состояла, только лишь, в обеспечении стабильности национальной валюты. В редакции Закона № 2478-VI от 09.07.2010 года основная функция Национального банка Украины была расширена еще тремя:

– при выполнении своей основной функции Национальный банк должен исходить из приоритетности достижения и поддержки ценовой стабильности в государстве;

– Национальный банк в пределах своих полномочий оказывает содействие стабильности банковской системы при условии того, что это не будет препятствовать достижению предыдущей цели;

– Национальный банк также оказывает содействие поддержания устойчивых темпов экономического роста и поддерживает экономическую политику Кабинета Министров Украины при условии, при условии того, что это не будет препятствовать достижению предыдущих двух целей.

По мнению А. Петрик [355, с. 5], функция поддержания центральным банком стабильности банковской системы, со временем, может трансформироваться в функцию поддержания стабильности финансовой системы. Возвращаясь к урокам мирового финансово-экономического кризиса 2008-2009 гг., необходимо подчеркнуть, что полная реализация режима инфляционного таргетирования не обеспечило Украину, как, впрочем, и многие развитые страны мира от накопления ДФСЭ. Политика “дешевых” денег оказывало положительное воздействие на экономический рост лишь определенный период времени, а последующее замедление темпов роста реального ВВП компенсировалось ростом доходности по базовым и финансовым активам, расширением потребительского кредитования и осуществлением спекуляций с недвижимостью, что впоследствии привело к формированию спекулятивной составляющей в динамике цен активов и проявлению процикличности финансовой системы [356, с. 33]. О. Петрик

отмечает, что *поддержание низкой инфляции как цели монетарной политики центральных банков при одновременном игнорировании “пузырей” на рынке финансовых активов и на рынке недвижимости не было достаточным, и привело к обвалу всей финансовой системы* [357, с. 5].

Обеспечение финансовой стабильности формирует требования к совершенствованию организации направлений работы в Национальном банке [355, с. 5]:

1) Осуществление макропруденциального надзора, который находит свое выражение в мониторинге и анализе функционирования всей финансовой системы, анализе индикаторов финансовой стабильности. *Важным вопросом сегодня является создание системы превентивных индикаторов, которые будут указывать на смену ситуации в будущем.* Определенным вкладом в решении данного вопроса может быть использование центральным банком предложенных нами индикаторов финансовых дисбалансов.

2) Разработка плана мероприятий своевременного реагирования со стороны центрального банка, что должно найти свое выражение в совершенствовании системы поддержки принятия решений. Инструментальной основой этой системы решений, по нашему мнению, является оптимальное сочетание монетарных и макропруденциальных инструментов.

3) Подготовка плана антикризисных мероприятий (антикризисный менеджмент), который необходимо “запускать” для выхода из кризиса в случае его наступления.

Со слов А. Петрика, в ближайшем времени Национальный банк будет выпускать отчет о финансовой стабильности. А в скором времени, с учетом мирового опыта, в центральном банке необходимо создать соответствующий Комитет, в состав которого должны войти представители других национальных регуляторов. Функция данного Комитета будет заключаться в выработке управленческих решений на основе рассмотрения аналитических данных по вопросам финансовой стабильности.

В поисках оптимальной структуры макропруденциального регулирования и надзора за финансовым сектором экономики Украины, на основе Национального плана действий на 2012 год в январе 2013 года Кабинет Министров Украины внес проект Указа Президента Украины “Об образовании Совета по вопросам финансовой стабильности” в Администрацию Президента Украины. Проектом Указа было предусмотрено образование *Совета по вопросам финансовой стабильности*, как консультативно-совещательного органа при Президенте Украины с целью повышения координации деятельности регуляторных органов ФСЭ относительно

- подготовки предложений относительно определения основных направлений развития ФСЭ Украины;
- снижения уровня его уязвимости;
- разработки механизмов и основ координации по реализуемым регуляторными органами мероприятиям;
- разработки долгосрочной стратегии развития ФСЭ Украины;
- разработки совместных подходов к развитию системы макропруденциального надзора;
- содействия согласования стратегии развития отдельных сегментов финансового сектору и т.п.

В марте 2013 года Президент Украины своим указом утвердил Национальный план мероприятий на 2013 год относительно внедрения Программы экономических реформ на 2010- 2014 годы “Зажиточное общество, конкурентоспособная экономика, эффективное государство” [358]. Отдельным разделом в данном плане является вопрос развития ФСЭ экономики Украины. В части повышения стабильности и уровня капитализации финансовой системы Украины поставлены следующие задачи перед Правительством, Министерством финансов, Национальным банком (при согласовании), НКЦБФР, Нацкомфинуслуг, Министерства экономического развития (табл. 4.5).

Таблица 4.5 – План мероприятий по повышению стабильности и уровня капитализации финансовой системы на 2013 год

Цель	Содержание задачи и мероприятия	Ответственные за исполнение	Срок выполнения	Индикатор выполнения
9. Внедрение проведения регулярной оценки финансовой стабильности	Внедрение регулярного рассмотрения оценки финансовой стабильности и внесение соответствующих рекомендаций для рассмотрения на заседаниях <i>Совета по вопросам финансовой стабильности</i> .	Национальный банк Украины (при согласовании), Минфин Украины, НКЦБФР, Нацкомфинуслуг, Минэкономразвития Украины	сентябрь	регулярные отчеты по оценке финансовой стабильности
10. Снижение рисков финансовой системы	10.1. Внесение на рассмотрение Верховной Рады Украины проекта Закона Украины о производных финансовых инструментах (деривативы)	Премьер-министр Украины, Минэкономразвития Украины, НКЦБФР, Национальный банк Украины (при согласовании)	июнь	принятие Закона, обозначенного в п/п 10.1
	10.2. Внесение на рассмотрение Верховной Рады Украины проекта Закона Украины о внесении изменений в Налоговый кодекс Украины относительно налогового учета операций с деривативами и ценными бумагами, налогообложения клиринговой деятельности	Премьер-министр Украины, Министерство доходов и сборов Украины, НКЦБФР, Минэкономразвития, Национальный банк Украины (при согласовании)	июнь	принятие Закона, обозначенного в п/п 10.2
	10.3. Нормативно-правовое обеспечение внедрения обращения деривативов на биржевом рынке	НКЦБФР, Национальный банк Украины (при согласовании), Минэкономразвития Украины	в шестимесячный срок со дня официального опубликования Закона Украины, обозначенного в п/п 10.1	издание актов по вопросам, указанных в п/п 10.3 внедрение обращения деривативов

Источник: [358].



4.3 Сущность и анализ эффективности каналов монетарной трансмиссии в Украине в периоды накопления финансовых диспропорций

Регулирование ДФСЭ обуславливает необходимость четкого понимания механизма, с помощью которого денежные власти в процессе имплементации монетарной политики оказывают воздействие на экономическую активность. В части идентификации ДФСЭ, как это было показано в предыдущих разделах, в качестве “маяков” могут выступать соответствующие индикаторы формирования финансовых дисбалансов. Однако в теории и практике банковского дела существуют различные точки зрения относительно того, какие индикаторы должны быть предметом пристального контроля со стороны центральных банков.

В связи с этим, рассмотрим место ФСЭ в передаточном монетарном трансмиссионном механизме и определим роль финансовых рынков в формировании “неденежных” факторов инфляционных процессов, тесно связанных с формированием финансовых дисбалансов.

Под монетарным трансмиссионным механизмом принято понимать процесс последовательной передачи импульсов монетарной политики центрального банка на макроэкономические переменные [359, с. 9; 360, 361].

Специалисты Национального банка Украины трактуют монетарный трансмиссионный механизм, как “отношения по поводу передачи изменений в инструментарии денежно-кредитной политики центрального банка на финансовую конъюнктуру (финансовая сфера экономики) и в дальнейшем - на макроэкономические переменные, которые отображают состояние развития реального сектора экономики через сложную совокупность каналов (цепей промежуточных переменных) и связей прямого и обратного действия” [359, с. 11-12]. Передача монетарных импульсов проходит через, так называемые каналы, среди которых часто выделяют: процентный канал, курсовой канал

(канал валютного курса), канал цен активов, кредитный канал, канал ожиданий, (рис. 4.4).



Рисунок 4.4 – Общая схема монетарного трансмиссионного механизма

Источник: собственная разработка на основе [362].

I. Процентный канал считается главным каналом трансмиссионного механизма. Центральный банк, осуществляя регулирование процентной (учетной) ставки оказывает влияние на краткосрочные процентные ставки денежного рынка, что впоследствии приводит к изменению долгосрочных ставок.

С течением времени, через ФСЭ импульс центрального банка передается в реальный сектор экономики, воздействуя на склонность к потреблению. В результате функционирования трансмиссионного механизма, изменение реальной процентной ставки становится детерминантом совокупного спроса и, в конечном итоге, шоки спроса, определяют новый уровень внутренних цен. Необходимо отметить, что во многих исследованиях, связанных с оптимизацией монетарной политики, процентная ставка рассматривается в качестве основного инструмента для достижения целевых показателей, которые таргетируются центральным банком.

II. *Валютный канал* является достаточно важным для стран с формирующимися финансовыми рынками. Он связан с воздействием центрального банка на денежную массу и процентные ставки, что определяет спрос на иностранную валюту и воздействует на чистый экспорт продукции, инфляцию и уровень производства. Причем, как отмечают специалисты Национального банка Украины [363, с. 18] изменение курса национальной валюты влияет на совокупные затраты субъектов экономики двумя путями: через эффект изменения относительных цен и через балансовый эффект:

1. Эффект изменения относительных цен проявляется в изменении спроса на отечественные товары и услуги, которые становятся при укреплении курса национальной валюты более дорогими по сравнению с импортными товарами. Это служит причиной изменений в совокупном спросе в экономике, и, соответственно, в объемах чистого экспорта, который является неотъемлемой составляющей ВВП страны. Влияние монетарной политики на экономику через канал обменного курса оказывается не только через совокупный спрос и предложение, но и через экономические ожидания предприятий и населения.

2. Балансовый эффект изменения обменного курса национальной валюты связан с наличием у субъектов экономики обязательств в иностранной валюте. Если эти обязательства не покрываются полностью активами в иностранной

валюте, рост курса может привести к изменениям собственного капитала и затрат на обслуживание обязательств в иностранной валюте.

Финансово-экономический кризис 2008-2009 годов показал, насколько уязвимы страны к валютным рискам, если их экономика отличается высокой степенью долларизацией, а в качестве основных направлений вложений средств можно рассматривать только иностранную валюту, рынок недвижимости и депозиты. Как было ранее отмечено, темпы роста кредитования в Украине в иностранной валюте были несопоставимо велики по сравнению с приращением соответствующей депозитной базы, что стимулировало рост валютных дисбалансов и накопление валютных рисков.

III. Канал цен активов может быть описан Q-теорией инвестиций Джеймса Тобина [364] а также теорией жизненного цикла потребления Франко Модильяни [365]. В частности, Q-теория раскрывает поведение инвесторов по поводу вложения ими средств в реальные активы в зависимости от соотношения рыночной стоимости компании к восстановительной стоимости, используемого ею, производственного капитала. При прочих равных условиях, снижение номинальных процентных ставок на денежном рынке снижает привлекательность денег как актива, приносящего доход. В то же самое время, возрастает рыночная стоимость финансовых и реальных активов, которые становятся источником получения более высокой доходности. В связи с этим, фирмам становится выгодно аккумулировать средства с финансовых рынков.

Схожие выводы следуют из теории жизненного цикла Франко Модильяни. В результате роста цен на финансовые и реальные активы стоимость чистых активов домохозяйств возрастает (эффект богатства). Принимая во внимание то обстоятельство, что домохозяйства оценивают не столько текущий доход, сколько ожидаемый, снижается вероятность их финансовых затруднений и возрастают уровень потребительских расходов. Практическим примером этих теорий является докризисный период в экономике Украины, когда, вначале неординарно возросли цены на недвижимость и финансовые активы, а затем, и

цены на потребительские товары. В это же время, как было показано в предыдущих разделах, сформировались явные дисбалансы в ФСЭ, которые впоследствии оказали негативное влияние на темпах экономического роста и уровне инфляции.

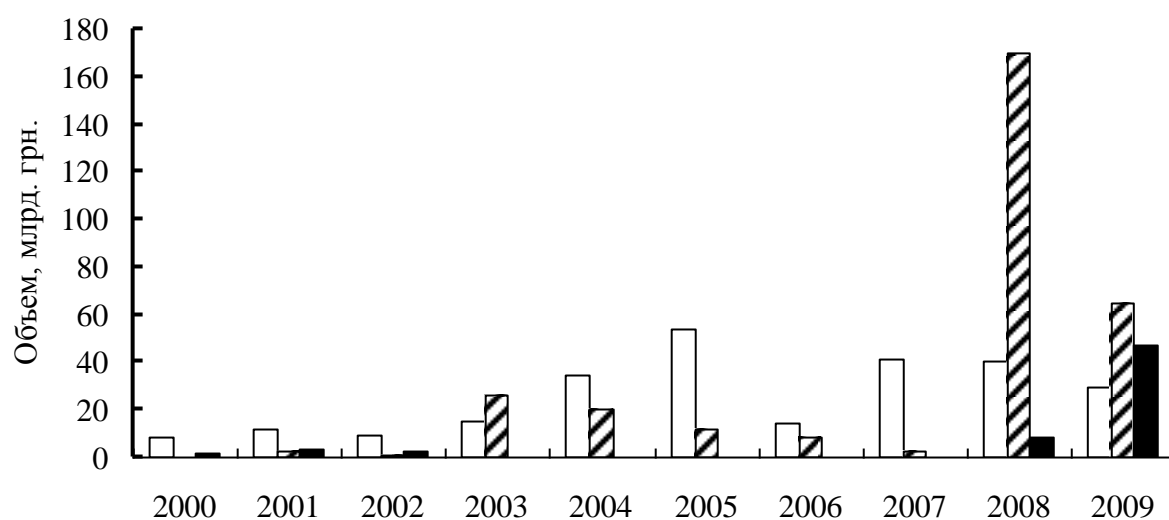
Следует обратить внимание, что специалистами Национального банка Украины [359, с. 16] в составе канала цен активов выделяется выше представленный валютный канал в виду того, что денежная наличность, в том числе иностранная, является составляющей активов субъектов экономики, наряду с ценными бумагами, недвижимостью и т.п. Кроме этого, включение валютного канала в канал цен активов обусловлено неразвитостью отечественного фондового рынка, а также из-за отсутствия систематизированной статистической базы данных относительно развития рынков ценных бумаг и недвижимости.

IV. Кредитный канал, как отмечают специалисты центрального банка, также является одним из основных каналов в механизме монетарной трансмиссии, особенно в странах с банкцентричной финансовой системой, где основным посредником в схеме финансирования на финансовом рынке выступает банковский сектор [359, с. 18]. Центральный банк, стимулируя спрос на деньги, оказывает влияние на объем избыточных резервов банков, которые, в свою очередь, расширяют кредитование, воздействуя при этом на объемы инвестирования и выпуска продукции в экономике.

Соответственно, стимулируя расширение кредитного предложения, центральные банки “подпитывают” рост цен на финансовые активы (рыночную стоимость компании) и залоговое имущество, что, в дальнейшем, стимулирует всю банковскую систему расширять кредитование. В то же самое время, на примере отечественной экономики, заметим, что в период активной кредитной экспансии, разрывы между темпами и объемами кредитования, с одной стороны, были несоизмеримо больше темпов роста доходов населения, а также

средств, направляемых ими на депозиты. В ФСЭ формировались явные дисбалансы.

За период времени с 2000 года по 2009 годы валютный, кредитный и фондовый (как части цен активов) каналы кардинально менялись в структурном соотношении безналичного выпуска Национальным банком Украины денег в экономику (рис. 4.5).



- приобретение иностранной валюты для формирования золотовалютного резерва НБУ
- ▨ поддержка ликвидности банков через различные механизмы рефинансирования
- операции с государственными ценными бумагами (ОВГЗ) на открытом рынке

Рисунок 4.5 – Динамика выпущенных в обращение НБУ платежных средств за период времени с 2000 по 2009 годы

Источник: собственная разработка на основе [210]

Анализ графического материала показал, что в интервале времени с 2000 года по 2005 годы в структуре валютного канала постоянно преобладала величина валютных активов (за исключением 2003 года). В частности, в 2007 году она составила 94,3% от общего объема безналичной эмиссии Национального банка Украины (прирост за год составил почти 200%). В дальнейшем же, количество денег, поступивших в экономику Украины через валютный канал постепенно сокращалось, и в период кризиса, на первый план в

эмиссии денег в экономике получил кредитный канал. В 2008 году была произведена кредитная эмиссия денег в размере 169,5 млрд. грн. (около 80% по структуре).

Национальный банк Украины прокомментировал эту ситуацию, тем, что в условиях возникновения напряженности на финансовом рынке, начиная с октября 2008 года, через валютный канал преимущественно происходило изъятие денег из обращения, поскольку Национальный банк Украины проводил операции по продаже иностранной валюты. Одновременно происходил отток средств с депозитных счетов банков, что существенно повлияло на их ликвидность. В таких условиях Национальный банк Украины увеличил объемы поддержки ликвидности банков через механизмы рефинансирования, что увеличило долю операций через кредитный канал в структуре эмиссионных операций [210].

В 2009 году помимо преобладания кредитного канала существенно возросла доля операций, осуществленных центральным банком через фондовый канал (по сравнению с 2008 годом рост составил почти в 9 раз). Это было обусловлено осуществлением Национальным банком Украины операций по выкупу у банков государственных облигаций Украины, с целью капитализации банков.

V. Канал ожиданий. Использование монетарных инструментов регулирования может оказывать влияние также и на ожидания экономических агентов относительно объемов выпуска и будущих цен. Сформированные ожидания выступают, в данном случае детерминантами потребления, сбережения, инвестиций и производства. Направления эффектов ожиданий сложно спрогнозировать, и они могут варьироваться с течением времени. Например, рост процентной ставки центрального банка может быть воспринято, как намерение регулятора снизить инфляцию, замедлив, при этом, темпы экономического роста. С другой стороны, увеличение процентной ставки может быть воспринято, как недооценка реального потенциального

роста экономики. В том и другом случае, мандат доверия к центральному банку будет различным.

Операции центрального банка оказывают влияние, в первую очередь, на краткосрочные процентные ставки денежного рынка. Характер же взаимосвязей краткосрочных и долгосрочных процентных ставок будет уже в определенной мере, определяться сформированными ожиданиями и доверием к монетарной политике центрального банка.

В том случае, если монетарная политика будет адекватной ожиданиям, а общая макроэкономическая ситуация в стране будет характеризоваться стабильностью и прогнозируемостью, то стимулы экономического роста будут положительными. Проявление же нестабильности, наоборот, усилит пессимистические ожидания и снизит стимулы к экономическому росту, что может непосредственно отразиться на эффективности передаточного механизма монетарной трансмиссии и привести к неадекватным изменениям процентных ставок в экономике и отразиться на совокупном спросе [359].

Монетарный трансмиссионный механизм постоянно находится под влиянием ряда внешних шоков, которые находятся вне зоны контроля центрального банка. Среди таких шоков обычно выделяют: общее состояние мировой экономики, изменения в фискальной политике, колебания цен на сырье, размеры премий за риски. Подытоживая вышеизложенное, необходимо указать, что формирование ДФСЭ имеет внутреннюю (эндогенную) природу. В виду того, что финансовые рынки сами являются составной частью передаточного механизма монетарной трансмиссии, накопленные дисбалансы деформируют действенность тех или иных каналов данного механизма. По нашему мнению, своевременная реакция центральных банков на изменение цен активов, которые потенциально несут в себе негативные последствия для национальной экономики, возможно, будет способствовать минимизации дисбалансов и поддержанию действенности инструментов центрального банка в части монетарного регулирования экономики.

VI. *Балансовый канал монетарного трансмиссионного механизма.* Шоки монетарной политики центральных банков оказывают воздействие на ФСЭ через постоянно действующие каналы монетарной трансмиссии, основные из которых мы уже рассмотрели. Вместе с тем, как показывает практика, эти шоки могут иметь больший эффект, как на ФСЭ, так и на реальный сектор экономики, в виду наличия обратного самоусиливающегося механизма, проявляющегося в проциклической динамике кредита, цен активов и уровня экономической активности.

В зависимости от того, насколько сильно в ФСЭ накоплены дисбалансы, обратные эффекты, связанные с падением цен активов, будут усиливать “сжатие” кредита, а вместе с ним, и инвестиций. Причем, вследствие проциклическости цен активов, этот процесс приводит к дальнейшему сокращению внутреннего потребления, выпуска продукции, цен активов и кредита. Данный механизм часто ассоциируется с концепцией финансового акселератора, который в 1995 году предложили, ныне действующий, председатель ФРС США Бен Бернанке и профессор Марк Гертлер [366]. Затем эта концепция нашла свое развитие в работах указанных ученых совместно с Симоном Гилкристом [367], а также в работе Нобухиро Кийотаки и Джона Мура [368] при описании ими кредитных циклов. В рамках концепции финансового акселератора прямые эффекты шоков, связанные с изменением процентной ставки, усиливаются эндогенными изменениями во внешней финансовой премии, которая представляет собой разницу между стоимостью привлечения внешних средств (путем выпуска акций или долговых ценных бумаг) и внутренними источниками финансирования (остающейся в распоряжении прибыли) [366, с. 2]. Размер внешней финансовой премии отражает информационные несовершенства на кредитных рынках [369]. Депозитные корпорации постоянно осуществляют мониторинг за деятельностью своих заемщиков, которые могут потенциально продуцировать риски неблагоприятного отбора (“*adverse selection*”) и моральные риски

(“*moral hazard*”). Причем, в условиях неполноты (асимметрии) информации, располагаемой финансовыми институтами о своих клиентах, а также, в зависимости от степени владения информацией о ситуации на финансовых рынках, эта премия будет всегда положительной величиной.

Регулируя процентную ставку, центральный банк оказывает влияние на величину внешней финансовой премии. В процессе имплементации монетарной политики, центральный банк генерирует передаточный монетарный импульс, как через “узкий” канал заимствований, так и через балансовый канал (расширенный кредитный канал), оказывает воздействие на чистую стоимость заемщиков, их денежные потоки и ликвидные активы. По мнению Бена Бернанке, именно балансовый канал определяет асимметричное (усиленное) воздействие изменения цен активов на реальную экономику.

Из работы Бена Бернанке, Марка Гертлер и Симона Гилкрита [366, 367] следует, что когда в экономике накоплены явные финансовые дисбалансы, циклическое падение цен активов приводит к резкому ухудшению балансовых позиций хозяйствующих субъектов, особенно тех, кто имел сильное кредитное плечо и проводил агрессивную политику заимствований. В этих условиях, любой, даже небольшой по величине монетарный шок, способен вызвать мультиплицирующий эффект в пропускной способности канала заимствований, то есть происходит кредитное сжатие и последующая долговая дефляция.

Нобухиро Кийотаки и Джон Мур предметно исследовали кредитные циклы и показали, что большинство реальных (материальных) активов выступают одновременно и факторами производства, и обеспечением кредитов в экономике. Соответственно, шоки, воздействующие на стоимость этих активов, приводят к более резкому ужесточению к условиям заимствований через механизм финансового посредничества. Отсюда следует, что проциклическая флуктуация цен активов воздействует на стоимость залогового имущества, снижая кредитные возможности фирм и, следовательно, их капитальные расходы. Снижение же инвестиций снижает рыночную стоимость активов

фирм, что вызывает дальнейшее проциклическое уменьшение кредитных возможностей в последующих периодах времени. Ученые назвали этот негативный обратный процесс как “межвременной мультипликативный эффект” (“*inter-temporal multiplier effect*”). На рисунке 4.6 представлен механизм финансового акселератора в период ипотечного кризиса 2007 года.

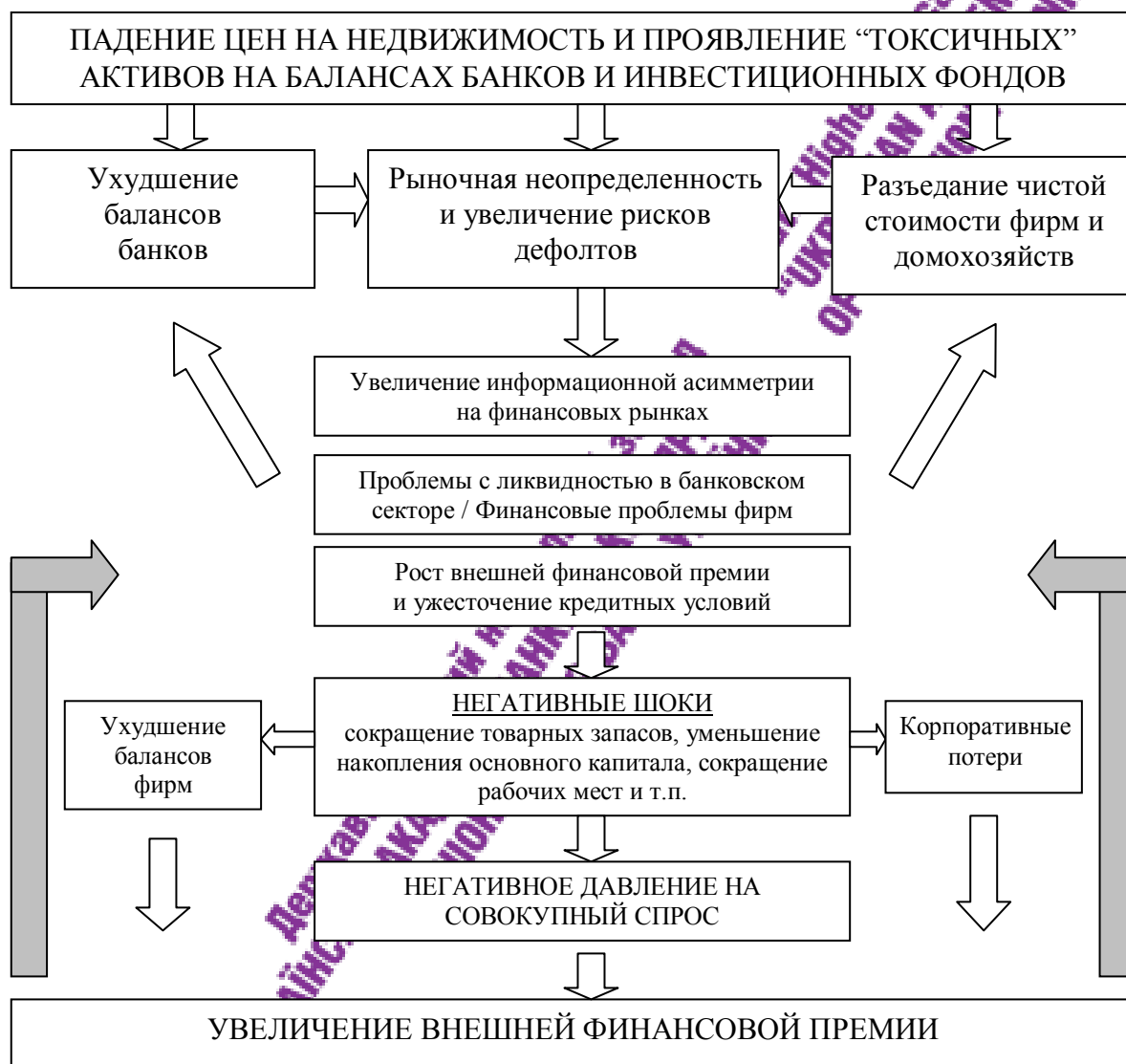


Рисунок 4.6 – Схема механизма финансового акселератора в период глобального ипотечного кризиса 2007 года

Источник: составлено на основе [370, с. 14].

Данная схема была разработана специалистами по управлению активами “Креди Агриколь” (“*Credit Agricole Asset Management*”) [370]. В аспекте

исследуемого нами вопроса регулирования ДФСЭ данная схема поясняет механизм усиления финансовых шоков в экономике. Фирмы и домохозяйства, которые в процессе кредитной экспансии и роста цен активов, существенно увеличивали уровень кредитного плеча, сформировали объективные условия для накопления ДФСЭ. В условиях финансового кризиса эти дисбалансы непосредственно отразились на чистой балансовой стоимости экономических агентов. При этом, “запаздывающая” рестрикционная денежно-кредитная политика центральных банков усиливала влияние шоков падения цен активов на балансовые позиции финансовых институций и фирм.

Финансово-экономический кризис 2008-2009 годов выявил “слабость” каналов монетарной трансмиссии в Украине, что, в целом, снизило эффективность монетарных решений центрального банка.

I. Действенность процентного канала. Как отмечают В. Мищенко, А. Сомик, Р. Лысенко [371, с. 10], действенность процентного канала монетарной трансмиссии в странах с развитыми финансовыми рынками, обычно, определяется следующими предпосылками:

- операционной и политической независимостью центрального банка, что является основой адекватного применения инструментов денежно-кредитной политики в соответствии с ситуацией на рынке;
- сильной управленческой позицией центрального банка, которая базируется на условиях дефицита ликвидности (структурной или созданной путем стерилизации избыточной ликвидности), незначительного удельного веса наличности вне банков и низкого уровня долларизации экономики;
- развитостью рынка ценных бумаг и межбанковского рынка, через которые происходит перелив капитала в экономике, и формируются рациональные ожидания (доверие) экономических агентов в отношении денежно-кредитной политики центрального банка;

– наличием эффективного инструментария монетарной политики и механизма его использования, адекватному действующему режиму монетарной политики.

В период кредитного сокращения, когда финансово-экономический кризис оказал столь сильное негативное влияние на устойчивость ФСЭ Украины к шокам, стало очевидным, что объективные условия действенности процентного канала, которые являются характерными для стран с развитыми финансовыми рынками, оказались невыполнимыми в реалиях отечественной экономики. Это обусловило слабость процентного канала монетарной трансмиссии. В частности, специалисты Центрального банка [371, с. 11-27] выделили следующие факторы снижения его действенности:

1. Нарушение политической независимости центрального банка. В нормальных экономических условиях центральный банк выполняет независимую от Правительства денежно-кредитную политику. Однако, на практике, Национальный банк Украины проводил несвойственные ему операции (рефинансирование банков, кредитуящих отдельные приоритетные для государства направления, участие в рекапитализации банков путем выкупа государственных облигаций Украины, проведение целевых валютных интервенций и т.п.). Такая практика операций центрального банка, наличие фискального доминирования, привела к снижению эффективности механизма монетарной трансмиссии, что нашло свое выражение:

– в повышении политической напряженности вокруг деятельности центрального банка, что негативно отразилось на ожиданиях (доверии) экономических агентов, девальвационному давлению на гривну;

– в выполнении центральным банком операций, связанных с наполнением государственного бюджета, финансирования отдельных антикризисных мероприятий и рефинансирования банков для кредитования отдельных приоритетных направлений, что сказалось на увеличении предложения денег через кредитный (рефинансирования приоритетных

направлений), фондовый (выкуп ОВГЗ) и валютный каналы (конвертация валютных средств правительства в гривне) эмиссии гривны;

– волатильности средств на Едином казначейском счете Правительства в НБУ (уменьшения объема средств правительства в национальной валюте на счетах в НБУ на 86% в течение 2009 г., конвертация в гривну валютных средств, в том числе полученных от МВФ), что обусловило изменения в ликвидности банковской системы;

– политическом давлении и вмешательстве в операционную работу центрального банка (рефинансирование банков до марта 2009 года производилось не на основе разработанного совместного Порядка рефинансирования банков, а в порядке, утвержденном Кабинетом министров Украины), что внесло искажение в рациональные ожидания экономических агентов относительно стоимости денег в экономике, и повысило волатильность ставок на межбанковском рынке.

2. Избыточная ликвидность и нечеткая структурная позиция ликвидности. В условиях фискального доминирования (бюджетно-налоговой политики), связанного с традиционными мобилизационными операциями центрального банка по государственным долговым ценным бумагам на открытом рынке, явные диспропорции в чистых операциях с ликвидностью и неразвитость самого финансового рынка, снижает чувствительность рыночных процентных ставок к процентным инструментам центрального банка.

3. Неразвитость финансового рынка не позволяет формировать справедливую цену на денежном рынке и обеспечить эластичную реакцию субъектов рынка на изменения в денежно-кредитной политике центрального банка. В частности, как отмечают В. Мищенко, А. Сомик, Р. Лысенко [371], неразвитость рынка ценных бумаг в Украине снижает возможности субъектов рыночных отношений в альтернативном размещении свободных средств. Основными рынками для вложения и перераспределения средств остаются депозитный, валютный и рынок недвижимости. Так, в период кредитного

сокращения и рекапитализации банков имели место разрывы между ценой выкупа центральным банком ОВЗГ (административно в 2009 году доходность была зафиксирована на уровне 9,5%) и их рыночной стоимостью (около 20% в 2009 году).

4. *Слабая связь между процентной ставкой центрального банка и рыночными процентными ставками.* В операциях на денежном рынке наблюдаются искажения в эластичности рыночных ставок к ставке центрального банка: в периоды структурного профицита ликвидности ставки “овернайт” на межбанковском рынке, в целом колеблются в диапазоне “процентного коридора”, а в период кредитного сокращения (структурного дефицита ликвидности) наблюдается явный разрыв между процентной ставкой центрального банка и рыночными процентными ставками (ставка “овернайт” на межбанковском рынке достигала более 60%). Отсюда следует, что центральный банк на завершающей фазе кредитного цикла не имел существенного воздействия на формирование стоимости денег на (краткосрочном) денежном рынке, а учетная ставка не выполняла свою индикативную роль.

5. *Доверие общества к монетарной политике.* Степень доверия экономических агентов к деятельности денежных властей, прогнозируемости использования инструментов денежно-кредитной политики играет ключевую роль в формировании рыночных ожиданий. Рассмотренные выше обстоятельства, связанные с нарушением операционной, политической независимостью центрального банка, неразвитость фондового рынка и другие факторы, обусловили снижение доверия к Национальному банку Украины, что негативно отразилось на процентном канале монетарного трансмиссионного механизма в период сокращения кредитного предложения.

В связи с недостаточной эффективностью процентной политики, Национальный банк Украины в последующем внес ряд изменений в нормативно-правовые акты, направленные на усиление действенности учетной

ставки и процентного канала монетарного трансмиссионного механизма [214, с. 42]:

- внесение изменений в Положение “О процентной политике Национального банка Украины” [372-374];
- утверждение нового Положения “О регулировании Национальным банком Украины ликвидности банков Украины” от 06.05.2009 года, № 410/1642 [375];
- принятие Постановления Правления НБУ “О некоторых вопросах регулирования денежно-кредитного рынка” от 29.09.2009 года, № 567 [376].

Вопрос повышения действенности процентного канала нашел свое отражение в целевых установках на государственном уровне. Национальным планом мероприятий на 2013 год в аспекте развития ФСЭ экономики Украины [358] и поддержания ценовой стабильности указывается необходимость постепенного повышения действенности использования процентной ставки в качестве основного инструмента монетарной политики и гибкое управление обменным курсом национальной валюты.

В соответствии с Основными задачами денежно-кредитной политики на 2013 год [210] монетарный режим, основанный на ценовой стабильности, предполагает ведущую роль процентных ставок как главных инструментов и операционных ориентиров денежно-кредитной политики. Центральный банк обращает внимание, что по мере развития финансовой системы и эффективной работы трансмиссионных механизмов происходит усиление роли процентной политики в регулировании денежно-кредитного рынка.

В связи с этими обстоятельствами, в дальнейшем, мы также будем рассматривать процентную ставку в качестве базового инструмента регулирования возможных ДФСЭ.

II. Действенность кредитного канала изначально определяется наличием следующих условий [371, с. 28-29]:

- финансовая система с преобладанием банков в качестве финансовых посредников (банкоцентричная финансовая система);
- основной доход банки получают от предоставления кредитов;
- низкая концентрация банков с иностранным капиталом и невысокая зависимость отечественных банков от внешних источников привлечения средств;
- высокая степень зависимости банков от рефинансирования центрального банка (отсутствие избыточной ликвидности в банковской системе) и доступность кредитов рефинансирования.

В Украине исторически сложилась ведущая роль банков в реализации функции финансового посредничества. Весомой она оставалась и в период формирования ДФСЭ, и во время финансово-экономического кризиса. Из предыдущего анализа следует, что приток иностранного капитала на отечественный финансовый рынок, возросшая депозитная база банков на фоне затухающего экономического роста и повышение уровня потребления в экономике спровоцировало проблему избыточной ликвидности. В последующем это привело к снижению зависимости банковского сектора от рефинансирования центральным банком и уменьшило чувствительность финансовых институций к инструментам неденежной эмиссии.

Последние результаты моделирования действия кредитного канала монетарного трансмиссионного механизма, которые были представлены Центром научных исследований Национального банка Украины, эмпирически подтвердили снижение действенности данного канала в период кредитного сжатия. В частности, специалисты отметили смену характера взаимосвязей между денежной массой и объемами банковского кредитования. В период финансово-экономического кризиса существенной связи между данными монетарными переменными не выявлено в виду ограниченности возможностей центрального банка поддерживать кредитную эмиссию денег в условиях финансового стресса.

III. Действенность канала цен активов в период кредитного сжатия можно охарактеризовать следующими тенденциями [371, с. 44-49]:

1. Падение цен реальных активов вызвало самоусиливающиеся шоки в процессе действия механизма финансового акселератора. Вместе со снижением уровня благосостояния экономических агентов в результате падения цен на недвижимость снизилась и рыночная стоимость фирм относительно восстановительной стоимости капитала (эффект *Q-Тобина*), что оказало негативное влияние на их кредитоспособность и углубило падение уровня экономического развития в национальной экономике.

2. Фондовый рынок смягчил мультиплицирующий эффект канала цен активов в период финансового стресса 2008-2009 годов в силу своей неразвитости. В то же самое время, рост мобилизационных операций центрального банка, в которых основным финансовым активом выступали ОВГЗ, обострило проблему фискального доминирования и внесло диспропорции в эффекты канала цен активов.

3. В условиях финансово-экономического кризиса резко возрос спрос на иностранную валюту и золото как основных инструментов сохранения ликвидности, что оказало непосредственное воздействие на процессы курсообразования иностранной валюты и определения новых цен на золото.

IV. Действенность канала обменного курса. Как было показано выше, в период развертывания финансово-экономического кризиса в Украине возросла значимость кредитного канала не эмиссионного расширения денег в экономике, а роль валютного канала снизилась.

Вместе с тем, накопленные финансовые (валютные) дисбалансы в докризисный период времени были связаны с высокой накопленной долей кредитов, предоставленных в иностранной валюте при слабой гибкости обменного курса гривны. В дальнейшем, это сформировало сильные девальвационные ожидания экономических агентов и усилило скорость передачи шоков в экономику через валютный канал (балансовый эффект).

Центральный банк в этой ситуации вынужден был использовать валютные интервенции для спасения курса гривны (в объеме 20,87 млрд. грн. на конец 2009 года). В период кредитного сжатия изменилась структура каналов чистой эмиссии гривны: валютный канал стал основным каналом изъятия гривневой массы, в то время как в докризисный период он был основным эмиссионным каналом [371, с. 56].

В условиях девальвации гривны в канале обменного курса проявился эффект изменения относительных цен (эффект замещения), связанный с инфляционным ростом стоимости импорта и переключением субъектов экономики на отечественные товары.

V. Действенность канала ожиданий. Специалисты Центра научных исследований Национального банка Украины (В. Мищенко, А. Сомик, Р. Лысенко) выделили следующие особенности канала ожиданий в период финансово-экономического кризиса:

1. Девальвационные ожидания субъектов рынка выступили акселератором, который ускорил действие монетарного трансмиссионного механизма через валютный канал и усилил отрицательное влияние кризиса на макроэкономические переменные через канал обменного курса.

2. Канал ожиданий работал мультипликатором в дестабилизации курсовой стабильности, росте долларизации депозитной базы банков, массового изъятия вкладов, уменьшении сроков для размещения депозитов, и в увеличении денежной наличности вне банков, что, в целом, усложнило работу передаточного трансмиссионного механизма.

3. Ослабление внутреннего инфляционного давления, связанного со снижением доверия к денежным властям и падению активности деятельности рыночных субъектов, что обусловило снижение совокупного спроса и предложения.

4.4 Анализ альтернативных научных подходов к определению роли цен активов в процессах регулирования финансовых диспропорций

Индикаторы формирования ДФСЭ, связанные с неординарным ростом цен на финансовые и базовые активы, выступают индикаторами будущих критических (кризисных) флуктуаций в экономике. Как показали результаты исследований, представленные в предыдущих разделах, неординарный спрос на объекты недвижимости, рост фондовых индексов и последующий стремительный рост расходов домохозяйств на предметы потребления происходило при достаточно “мягких” монетарных условиях, что способствовало накоплению ДФСЭ. В связи с этим, обеспечение финансовой стабильности требует решения ряда вопросов:

- насколько адекватной должна быть денежно-кредитная политика центральных банков по отношению к флуктуациям цен на финансовые и базовые активы в экономике;
- насколько весомым является традиционный показатель инфляции (индекс потребительских цен) в условиях выполнения мандата центральными банками поддержания стабильности цен в экономике;
- каким образом должна быть построена денежно-кредитная политика, чтобы обеспечить поддержание ценовой и финансовой стабильности, и минимизировать, при этом, дисбалансы, которые могут возникать в ФСЭ.

Как отмечает, К. Корищенко [363], основание для возникновения альтернативных квазиконсенсусному взглядов на формирование целевых ориентиров денежно-кредитной политики выступили исторические прецеденты развития финансовых возмущений и макроэкономических дисбалансов в условиях благоприятной ценовой динамики и общей денежной стабильности. Инфляционная фаза мировой экономической конъюнктуры завершилась порядка тридцати лет назад, и ознаменовало серьезные сдвиги в целевых

параметрах денежно-кредитной политики центральных банков. Вместе с тем, финансовые потрясения на этом закончились (Латинская Америка 1970-х гг., Япония 1980-х гг., Юго-Восточная Азия во второй половине 1990-х гг., мировой финансово-экономический кризис 2008-2009 гг.).

Полемика относительно того, насколько является необходимым учет цен на реальные и финансовые активы при формулировке и мониторинге целей (таргетов) центрального банка, является достаточно острой. В целом, выделяют несколько научных подходов к определению роли цен активов, которые будут раскрыты дальше.

Обратим внимание на результаты последних исследований, представленные специалистами Банка международных расчетов. В них разъясняется сущность ДФСЭ и роль цен активов в моделях монетарного регулирования ДФСЭ. Так, в работе Клаудио Борио и Филиппа Лоу [231] выделен ряд аспектов возникновения, мониторинга и регулирования финансовых диспропорций.

Во-первых, ученые показали, что за последние десятилетия обнаружена тесная связь существенных колебаний цен активов и последующих флуктуаций финансового и реального секторов экономики [363, с. 131]. При этом, сама постановка вопроса о необходимости реагирования центральным банком на финансовые “пузыри” не раскрывает суть проблемы, и является, тем самым, запаздывающей во времени формулировкой для денежных властей. Финансовые стрессы в экономике возникают в результате накопления ДФСЭ, которые формируются в период благоприятных экономических условий.

Характеризуя индикаторы финансовой стабильности и денежно-кредитное регулирование, Клаудио Борио и Филипп Лоу отметили необходимость мониторинга не только цен финансовых активов, но и цен объектов недвижимости (жилой и коммерческой). Они исходили из того, что объекты недвижимости занимают основную долю в совокупном благосостоянии домохозяйств и отображают, тем самым, действие “*эффекта богатства*”. В

подтверждении данного тезиса ученые привели стилизованные факты. Так, быстрый рост кредитования, сам по себе, не представляет большой угрозы для стабильности финансовой системы. То же самое, можно сказать о росте цен на активы или инвестиционном буме. Скорее всего, сочетание событий (одновременное возникновение высоких темпов кредитования, быстрое повышение цен на активы, и в некоторых случаях, высокий уровень инвестиций) повышает вероятность возникновения финансовых проблем. Причем, существенный рост цен активов происходит в условиях существенного расширения объемов кредитования и увеличения денежной массы [363, с. 132]. В этих условиях, накопленные в ФСЭ дисбалансы “удлиняют” бизнес-цикл и финансовый цикл в экономике.

Во-вторых, не оспаривая тот факт, что низкая и стабильная инфляция способствует финансовой стабильности, *финансовые диспропорции могут накапливаться в периоды дефляции или в условиях невысокой инфляции!* Одной из причин этих процессов является положительная связь между благоприятными условиями развития производства, которые оказывают понижающее давление на цены, с одной стороны, и бумы (взлеты) цен на активы, “доступные” кредиты, оптимистические оценки риска, - с другой стороны. Кроме этого, направленность денежно-кредитной политики на стабилизацию цен, оказывает влияние на ожидания экономических субъектов, которые “не торопятся менять свои цены и заработные платы” (*эффект “липкость” цен и заработных плат*), что также снижает инфляционное давление при расширении совокупного спроса. В этих условиях, смягчение денежно-кредитной политики может запустить процесс формирования ДФСЭ.

В-третьих, в процессе регулирования ФСЭ *достижение денежной и финансовой стабильности требует, чтобы были определены некоторые приоритеты в обеих сферах.* Ограничение в денежной сфере в части сдерживания кредитной экспансии должно определяться на основе установленного правила денежно-кредитной политики, направленного на

недопущение накопления ДФСЭ. В принципе, в финансовой сфере, осуществление пруденциального регулирования и надзора должно быть некоторой гарантией на предмет предотвращения финансовых потрясений.

Формирование ДФСЭ происходит на протяжении длительного времени, и внутренние силы, лежащие в основе механизма саморегулирования ФСЭ экономики не позволяют нейтрализовать дисбалансы до того момента времени, когда накопленный их уровень потенциально будет нести явную угрозу финансовой стабильности в экономике. Поэтому в зависимости от того, какую эластичность денежные власти будут иметь по отношению к ценовой (денежной) и финансовой стабильности, связанной с бесперебойным выполнением ФСЭ своих основных функций, определит степень уязвимости экономики к циклам бумов и спадов.

Российский ученый К. Корищенко [363] отмечает, что полемика вокруг необходимости учета цен активов в процессах регулирования ФСЭ экономики, обусловлена отсутствием четкого механизма финансовой трансмиссии, в результате действия которого сложившиеся тренды на финансовых рынках имеют определенное воздействие на реальный сектор экономики. Это следует из того, что ценовая (денежная) и финансовая стабильность, как было показано ранее, условно взаимопересекаются, но полностью друг друга не перекрывают, о чем, в частности, в свое время, еще говорил профессор Чарльз Гудхарт [377]. *Обеспечение денежной стабильности не гарантирует финансовой стабильности, а сильные колебания на финансовых рынках, не определяются полностью следствием наступления денежной нестабильности.*

В теории и практике банковского дела выделяют два научных подхода к определению роли цен активов, которые мы неразрывно связываем с вопросом регулирования ДФСЭ. Описание данных подходов нашло отображение в работах Клаудио Борио, Филиппа Лоу [231], докладе экс-президента Европейского центрального банка Жана-Клода Трише [378], а также в работе

Константина Корищенко [363]. На рисунке 4.7 представлена небольшая систематизация этих подходов.



Примечания: ЦБ - центральный банк, ИПС - индекс потребительских цен, ДКП - денежно-кредитная политика.

Рисунок 4.7 – Научные подходы к целеполаганию центральных банков

Источник: собственная разработка.

1. Ортодоксальный подход к определению роли цен активов. В своей сильной версии ортодоксальная точка зрения раскрывается в том, что ценовая стабильность является достаточным условием для финансовой стабильности. Майкл Бордо [379] в своем исследовании отметил тот факт, что многие страны еще в 90-е годы установили в качестве таргетов денежно-кредитной политики эксплицитные (заданные) цели по инфляции. Ретроспективный анализ таких

экономик, как США, Канады и Великобритании, показал, что нестабильность в уровне цен (наличие дефляционных процессов) способствовала развитию финансовой нестабильности. В то же самое время, в экономике ряда стран были и прецеденты (США в конце девятнадцатого и начале двадцатого века), когда банковские паники происходили в условиях сравнительно стабильных цен.

Вместе с тем, заметим, что мировой финансово-экономический кризис 2007-2008 годов в странах с развитой экономикой происходил на фоне невысокой волатильности в уровне цен (рис. 4.8).



Примечание: в качестве базы для подсчета индексов взят 2005 год за 100%.

Рисунок 4.8 — Динамика базовых индексов инфляции в Еврозоне и США за 2000-2009 годы (в годовом выражении)

Источник: собственная разработка на основе [380, 381].

Из представленного рисунка 4.8 следует, за период времени, предшествующему финансово-экономическому кризису, базовые индексы потребительской инфляции, отражающие долгосрочные тенденции в уровне потребительских цен, не отличались неординарными колебаниями как в США,

так и в Еврозоне. Поэтому можно вполне считать, что финансовые кризисы могут происходить и во времена относительной стабильности потребительских цен, а сами кризисы могут дестабилизировать достигнутый уровень базовых индексов инфляции.

Таким образом, концепция ценовой стабильности предполагает наличие условий для поддержания финансовой стабильности (отсутствия ДФСЭ) в экономике лишь в том случае, когда инфляционные цели рассматриваются не в краткосрочной перспективе, а с более длительным горизонтом.

Более умеренная версия ортодоксальной точки зрения имеет больше сторонников, особенно, среди представителей центральных банков. Она состоит в том, что центральные банки должны реагировать на финансовые дисбалансы, сопровождаемые сильными отклонениями цен активов только тогда, когда флуктуации цен активов могут оказать реальное влияние на прогнозируемую инфляцию потребительских цен в рамках классического канала трансмиссионного механизма. Как отмечает К. Корищенко, характер такого влияния является ключевым, поскольку изначально не рассматриваются возможные последствия резкого падения цен активов и его пагубного воздействия на общую макроэкономическую ситуацию [363, с. 135].

В 2000 году ФРС США применила, так называемую, стратегию “приборки после пузырей” (“*top-up-after*”), которая получила название “доктрина Гринспена”, позволив сформироваться и лопнуть технологическому “пузырю”. При этом, экономика США не пострадала и достаточно быстро вышла из рецессии. По этому поводу экс-председатель ФРС США Алан Гринспен [382] в 2002 году заявил, что центральные банки могут в краткосрочном периоде существенно подымать процентные ставки для выявления финансовых “пузырей”. Однако, времени для калибровки реакции центральных банков на уже сформированные финансовые дисбалансы не остается. Поэтому попытки “остудить” финансовый рынок, когда он уже “разогрет” неординарным ростом цен на финансовые активы, почти наверняка, является иллюзией.

В то же самое время, обратим внимание на ограниченность самой денежно-кредитной политики в задаче обеспечения финансовой стабильности. Авторитетными учеными, председателем совета управляющих ФРС США Беном Бернанке и профессором Нью-Йоркского университета Марком Гертлером в свое время был сформулирован тезис о том, что формирование спекулятивных “пузырей” находится вне сферы монетарных властей [383]. *Колебание цен на финансовые активы учитывается центральными банками в процессе реализации денежно-кредитной политики лишь в той части, в которой эти колебания оказывают влияние на целевые ориентиры (например, на ценовую стабильность)*. Соответственно, поддержка ликвидности ФСЭ экономики, в соответствии с ортодоксальным подходом, является только лишь крайней (чрезвычайной) мерой, применяемой в условиях тяжелых последствий финансовых кризисов.

В пользу ортодоксальной точки зрения служат исследования экономики США, проведенными Сидни Людвигсоном, Чарльзом Стенделем, и Мартином Леттау [384]. Результаты исследований свидетельствуют о невысокой значимости канала благосостояния в монетарном трансмиссионном механизме: повышение федеральных процентных ставок несущественно отражалось на уровне потребления. Цены активов, при этом, изменялись, в большей степени, не в результате калибровки процентной ставки ФРС, а в результате эндогенной реакции ФРС на возникшее ценовое давление в реальном секторе экономики.

Испытав мировой финансово-экономический кризис 2008-2009 годов, критики стратегии “приборки после пузырей” (Гринспена-Бернанке) приводят следующие аргументы:

→ поддержание низких процентных ставок на протяжении длительного периода времени привело к формированию новых ипотечных “пузырей”, последствия “взрывов” которых мировая экономика испытывает до сих пор;

– данная стратегия создает условия для формирования “пузырей” на инфляционной основе, а последующий спад в экономике сопровождается дефляционными процессами.

Таким образом, принимая во внимание наличие “слабости” механизма монетарной трансмиссии, регулирование ФСЭ экономики на основе ортодоксального подхода формирует мягкую или нейтральную по отношению к формирующимся дисбалансам денежно-кредитную политику. Любое же отклонение уровня инфляции от своего таргетируемого значения не может быть полностью обусловлено неординарной ценовой динамикой активов [363, с. 136; 385].

II. Гетеродоксальный подход к определению роли цен активов. В соответствии с данным подходом роль цен активов является весьма существенной при формулировании целей центральными банками и задает более высокую степень дискреционности в реализации денежно-кредитной политики.

Теоретическое обоснование экономической целесообразности такого подхода привели Стивен Сичетти, Ханс Генберг и др. [386]. Центральные банки, которые стремятся сгладить колебания выпуска и инфляции, должны принимать монетарные решения с учетом цен активов. Их аргументация заключается в том, что бумы цен активов приводят к искажению в уровне инвестиций и потребления. В результате, в экономике сначала образуется прирост в объеме выпуска и уровне инфляции, а затем неминуемый спад. Поэтому умеренное повышение (снижение) процентных ставок в ответ на колебания цен активов, превышающих определенные пороговые значения, позволит сгладить волатильность, как выпуска, так и уровня инфляции, понижая вероятность формирования дисбалансов и ценовых “пузырей”. Ученые подчеркивают, что политика центральных банков должна выстраиваться не на борьбе с кризисами, а с его детерминантами, что

формирует объективные условия для проведения “профилактических” (превентивных) шоков со стороны центральных банков.

Общая идея данного подхода состоит в том, что управление ценовой динамикой активов представляет собой отдельную задачу центральных банков. Когда имеет место неординарная флуктуация цен активов, меняются инфляционные ожидания экономических агентов, что, в конечном счете, может привести к отклонению значения индекса потребительских цен от своей таргетируемой величины [363, с. 137]. Следование же в этой ситуации выше рассмотренному принципу Бена Бернанке и Марка Гертлера требует наличие адекватных экономических моделей, позволяющих прогнозировать степень влияния изменения цен активов на потребительскую инфляцию.

В развитии гетеродоксального подхода можно выделить “пионерскую” работу Армена Алчиана и Бенджамина Клейна [387], которые предложили в 1973 году использовать в качестве таргета центрального банка композитный индекс цен, учитывающий, как изменение в уровне потребительских цен, так и динамику цен активов. В ней ученые развили идею Ирвинга Фишера о необходимости расширения ценовой метрики и предложили включать в ценовые индексы цены активов.

В 2001 году Чарльз Гудхарт [388] (бывший сотрудник Банка Англии, заслуженный профессор Лондонской школы экономики и политических наук) совместно с Борисом Хофманом (старшим экономистом монетарно-экономического департамента Банка международных расчетов) разработали индекс финансовых условий (“*Financial Condition Index*” - “*FCI*”). Индекс финансовых условий представляет собой дальнейшее развитие (расширение) индекса монетарных (денежных) условий (“*Monetary Condition Index*” - “*MCI*”), который был впервые предложен специалистами Банка Англии [363, с. 139]. В своем исследовании ученые отметили, что известный индекс “*MCI*”, рассчитываемый как отклонение средневзвешенной краткосрочной процентной ставки и обменного курса от своих предыдущих значений, обычно,

используется в рамках денежно-кредитной политики. Вместе с тем, цены активов (недвижимости, ценных бумаг) также оказывают влияние на совокупный спрос в трансмиссии монетарной политики. Поэтому их включение в синтетический индекс цен позволяет раскрыть в наибольшей степени природу инфляционных давлений.

С практической точки зрения идея, изложенная в научных изысканиях данных ученых, была подвергнута критике Жаном-Клодом Трише [378], который, выступая на конференции в 2005 году в Сингапуре, отметил:

1. В реальности, цены на активы не могут выступать полноценным индикатором будущего изменения потребительских цен, поскольку изменение цен активов происходит на основе изменения фундаментальных факторов, а не только вследствие смены инфляционных ожиданий.

2. Таргетирование цен активов увеличивает риски (moral hazard), на которые идут частные экономические агенты, ожидающие попытки монетарных властей стабилизировать цена на активы.

3. В условиях функционирования рациональных экономических агентов существует обратная связь между монетарной политикой и ценами активов. Дело в том, что цены на активы частично определяли бы, в этом случае, денежно-кредитную политику. Вместе с тем, сформированные ожидания на предмет будущих действий монетарных властей будут оказывать воздействие на сегодняшние цены активов. Как результат, инфляция становится полностью детерминированной от ожиданий рынка и отличается экстремальной волатильностью (“инфляция неопределенности”).

4. В том случае, если центральный банк таргетирует индекс потребительской инфляции посредством успешной реализации стратегии денежно-кредитной политики с учетом всех индикаторов инфляционного давления (в том числе сигналов, идущих от цен активов), таргетирование цен активов приведет к двойному учету инфляционного давления, идущего от флуктуаций этих же активов.

5. Определенный “вес” цен активов, как составляющей величины композитного (агрегированного) ценового индекса является неоднозначным. В виду сложившейся традиционно высокой доли расходов на приобретение активов, “вес” цен активов может принимать экстремально высокие значения. В то же время “вес” потребительской инфляции будет снижаться. Причем, методологические дискуссии по этому поводу, так, все еще, и не нашли своего консенсуса.

6. Центральные банки не имеют достаточного контроля по отношению к ценам на активы. И в долгосрочной перспективе, цены на активы детерминируются фундаментальными факторами, а не денежно-кредитной политикой.

В рамках “облегченной” версии гетеродоксального подхода выделяют принцип “движение против ветра”, предполагающий осторожное увеличение процентных ставок, даже в случаях, когда не выявлены негативные шоки роста цен активов, но которые потенциально могли бы оказать влияние на ценовую стабильность в краткосрочной и среднесрочной перспективе. Основное предположение, лежащее в основе данного принципа, это то, что цены на активы могут меняться нелинейно, то есть неординарно. В случае отрицательных шоков, эффекты, заложенные в нелинейной динамике цен активов, связанные, например, со снижением стоимости залогового имущества, принесут потери финансовому посредничеству гораздо большие, нежели чем эффекты, получаемые в условиях положительных шоков изменения цен активов. В соответствии с принципом “движение против ветра” центральный банк проводит более жесткую денежно-кредитную политику для обеспечения стабильности цен в течение длительного периода времени и недопущения неординарных ростов цен активов, закладывающих основу для формирования ДФСЭ. Такая политика центрального банка призвана сохранить достигнутый уровень ценовой стабильности.

Следует отметить, что, сам принцип “движение против ветра” имеет преимущество, заключающееся в возможности нивелировать проблему моральных рисков (“*moral hazard*”). Дело в том, что более активная политика центрального банка в период бумов и более мягкая в период спадов будет препятствовать формированию чрезмерных рисков, к которым будут склонны экономические агенты на фазе бумов. Это, в свою очередь, приведет к более низкому уровню накопленных задолженностей и менее тяжелым последствиям возможных будущих спадов (кризисов).

Экономическая целесообразность такой позиции нашло свое научное аргументированное подтверждение в исследовании Клаудио Борियो, Уильяма Инглиш и Эндрю Филардо [389]. В условиях финансовой либерализации бумы и спады на финансовых рынках могут стать довольно частыми событиями, нежели чем это было ранее. Их большая частота может быть следствием того, что центральные банки, запаздывают с реакцией, в результате чего в ФСЭ начинают накапливаться финансовые диспропорции и системные риски. Причем, задержка в реагировании на сложившиеся обстоятельства может происходить из-за, вполне рационального, поведения денежных властей. Центральные банки, ожидая влияние факторов избыточного давления спроса на таргетируемый уровень инфляции, невольно сталкиваются с тем, что шоки спроса оказывают воздействие на величину потребительской инфляции через некоторый промежуток времени (лаг), а накопленные финансовые диспропорции к этому моменту времени могут быть уже достаточно большими. В связи с этими обстоятельствами, ученые призывают расширить горизонты денежно-кредитной политики на среднесрочную перспективу для выявления ДФСЭ.

Жан-Клод Трише [378] отмечает, что превентивное монетарное воздействия в преддверии возможного роста цен активов, можно было бы сравнить с покупкой страховки от потенциально опасных циклов бумов и спадов цен активов, где страховая премия компенсировала бы отклонения

уровня инфляции от таргетируемого значения, эксплицитно заданного центральным банком.

В этом аспекте, научный интерес представляют тезисы Европейского центрального банка (ЕЦБ), которые были опубликованы в 2010 году в его ежемесячном бюллетене [390]. *Специалисты ЕЦБ подчеркнули значимость принципа “движение против ветра”, который определяет своевременную реакцию центральных банков на процессы роста цен активов, если те приводят к надуванию “пузырей”.* В то же время, ЕЦБ обратил внимание на сложность выявления “пузырей” на ранних стадиях их формирования.

При этом, в качестве основного монетарного инструмента, позволяющего стабилизировать финансовые рынки, называется процентная ставка [391, с.8], так как:

1) Даже небольшие изменения в спредах между долгосрочной и краткосрочной процентной ставками может оказывать существенное влияние на рентабельность финансовых субъектов с высоким уровнем левериджа и проблемами несоответствия в сроках погашения своих обязательств (“*maturity mismatch*”). Поскольку центральные банки способны оказывать влияние на кривую доходности, своевременное регулирование процентной ставки на денежном рынке будет иметь положительные эффекты в решении проблем гэпов ликвидности и левериджа.

2) Разъяснительная (коммуникационная) работа центральных банков по поводу изменений процентной ставки в ответ на рост дисбалансов, может служить сигнальным механизмом, поддерживающим уровень доверия в оценке рисков центральными банками.

3) Реализация указанных выше двух составляющих монетарной политики на ранней стадии ценовых бумов может сдерживать “стадное” поведение экономических агентов.

Рассмотренные аргументы еще раз обосновывают реализацию стратегии “движение против ветра”. Но, как отмечают специалисты ЕЦБ, данная

стратегия не влечет за собой реализацию таргетирования каких-либо активов [390, с. 1]. Просто обоснование тех или иных решений в ходе имплементации монетарной политики должно включать в себя анализ среднесрочной и долгосрочной перспективы рисков нарушения ценовой стабильности в ходе флуктуаций цен активов.

Приверженцы принципа “движение против ветра” весьма осторожны в рекомендациях, подчеркивая высокие требования к располагаемой информации относительно “пузырей”. По-сути, реализация данного принципа возможна в следующих случаях:

- вероятность того, что “пузырь” лопнет в ближайшем будущем, невелика;
- дальнейший рост цен на активы является достаточно чувствительным к изменению процентной ставки центрального банка;
- потери в эффективности (регулируемости) резко могут возрасти с ростом “пузырей”.

Отсюда следует, что трудности в практической реализации принципа “движение против ветра”, состоят в выявлении неординарных цен на активы, которые отвечают выше раскрытым условиям его применения. Кроме этого, сами “пузыри” могут иметь свои источники в основных структурных дисбалансах экономики. Поэтому для поддержания стабильности экономики эффективность государственного регулирования базируется на принципе взаимосвязанности в принимаемых решениях. С этой точки зрения, необходимо обеспечить гармонизацию целей денежно-кредитной политики и бюджетно-фискальной политики государства.

Принцип “движения против ветра” не является универсальным в процессе реализации денежно-кредитной политики. Для малых открытых экономик имплементация данного принципа, скорее всего, будет невозможна. В условиях глобализации рынков капитала маловероятно, что центральные банки “небольших” экономик будут иметь реальное влияние на внутренние цены

(например, на акции) в условиях финансовой глобализации. С другой стороны, нельзя также исключать возможности неупорядоченной реакции рынка финансовых активов в ответ на регулирование цен, даже если такая политика имплементирована на протяжении длительного времени.

Анализируя стратегии “очистка после пузырей” и “движение против ветра”, центральный банк должен определить момент времени для своевременного реагирования на сложившиеся экономические обстоятельства. С одной стороны, необходимо понимать последствия динамики цен активов, которые могут привести к отклонению потребительской инфляции от целевого уровня (в рамках классического монетарного трансмиссионного механизма). С другой, необходимо взвешенно оценить реализацию превентивных мероприятий тогда, когда циклические бумы и спады цен активов потенциально могут оказать негативное воздействие на устойчивость ФСЭ экономики, и ценовую стабильность в краткосрочной и среднесрочной перспективе.

Основной целью Европейского центрального банка, в этом аспекте, выступает поддержание гармонизированного уровня инфляции (*HICP* – *Harmonized Index of Consumer Prices*) на уровне близком к 2% в среднесрочной перспективе, что характеризует достаточно гибкий режим таргетирования инфляции. Целесообразность проведения такой политики подтверждается рядом научных исследований. Так, результаты исследования в этой области, представленные Ларсом Свенссоном [392], показали экономическую целесообразность ослабления жесткой привязки центральных банков к целевым показателям инфляции. Если в обществе имеется высокое доверие (ожидания) к таргетируемому центральным банком уровню инфляции, то в условиях благоприятной экономической конъюнктуры поддержание стабильности цен может переориентировать возросший спрос на рынки активов (рынок недвижимости, фондовые рынки), что создаст благоприятные условия для формирования дисбалансов. Поэтому более рациональным подходом с позиции

центрального банка является выбор более гибкой денежно-кредитной политики, которая позволит, в некоторой временной перспективе, минимизировать потери общества по отклонениям ВВП и инфляции от своих ожидаемых (таргетируемых) значений.

Вместе с тем, ЕЦБ не намеривается систематически реагировать на шоки цен активов. Вместо этого, он постоянно отслеживает информацию относительно того, какие драйверы управляют ростом цен активов. Предполагается, что денежная масса и уровень инфляции в долгосрочном периоде коррелируют между собой. Монетарный анализ должен выявить, в какой степени формирование избыточной ликвидности и кредитная экспансия могут стать детерминантами формирования ценовых “пузырей” активов и накопления соответствующих ДФСЭ. В этом отношении, традиционное таргетирование инфляции будет терять свою эффективность. Необходимо не просто установление эксплицитного формирования прогнозов инфляции на соответствующий период времени (традиционное таргетирование инфляции), а выявление драйверов, которые могут оказать дестабилизирующее воздействие на ценовую стабильность в среднесрочном периоде времени.

Как отмечает К. Корипенко [363, с. 138], по причине появления новой задачи денежно-кредитной политики, направленной на предотвращение ценовой нестабильности, фактором которой является неординарный темп роста цен активов (индикатор формирования ДФСЭ), выбор индекса потребительских цен в качестве целевого показателя управления перестает быть безусловным индикатором. Взамен этого, он становится первичным элементом в общей схеме целевых параметров монетарной политики. Более точная настройка индекса потребительской инфляции на драйверы цен финансовых и реальных активов предполагает включение этих драйверов в функцию потребительской инфляции. Это позволит своевременно выявлять финансовые условия будущих ДФСЭ и, соответственно, повысит адекватность монетарных усилий центральных банков.

Таким образом, подытожив выше рассмотренные научные подходы к определению роли цен активов с позиции регулирования ДФСЭ отметим: для обеспечения сбалансированного экономического роста и минимизации последствий периодических экономических спадов центральным банкам необходимо ясно понимать причины роста цен активов. Если существенный рост цен активов основан на фундаментальных составляющих (технологических шоках), что, в свою очередь, может приводить к неординарному росту фондовых индексов, то денежным властям, возможно, было бы целесообразным использовать стратегию Гринспена-Бернанке (“очистка после пузырей”). С другой стороны, если на определенном временном континууме в качестве драйвера дальнейшего стимулирования роста цен активов появляется спекулятивная составляющая, которая усиливается кредитными бумагами, центральным банкам необходимо усилить банковский надзор и применять стратегию “движение против ветра”, используя (помимо макропруденциальных инструментов) монетарные инструменты регулирования. Теоретическое обоснование, в целом, смешанной стратегии служат опубликованные в 2013 году результаты исследований специалистов Национального бюро научных исследований Оливера Жанна и Антона Коринека [393].

Синтез проанализированных политик и изучение зарубежного опыта по имплементации инструментов регулирования финансовых диспропорций, периодически возникающих в процессе развития ФСЭ, позволил обосновать совершенствование научно-методических подходов по регулированию ДФСЭ путем формализации взаимодействия политик (монетарной, макропруденциальных), инструментов (контрциклический буфер капитала, отношение основной суммы кредита к рыночной / оценочной стоимости залога и др.) и правил их имплементации на основе предложенного интегрального подхода к оценке ДФСЭ, что соответствует реализации принципа “движение против ДФСЭ” (рис. 4.9).

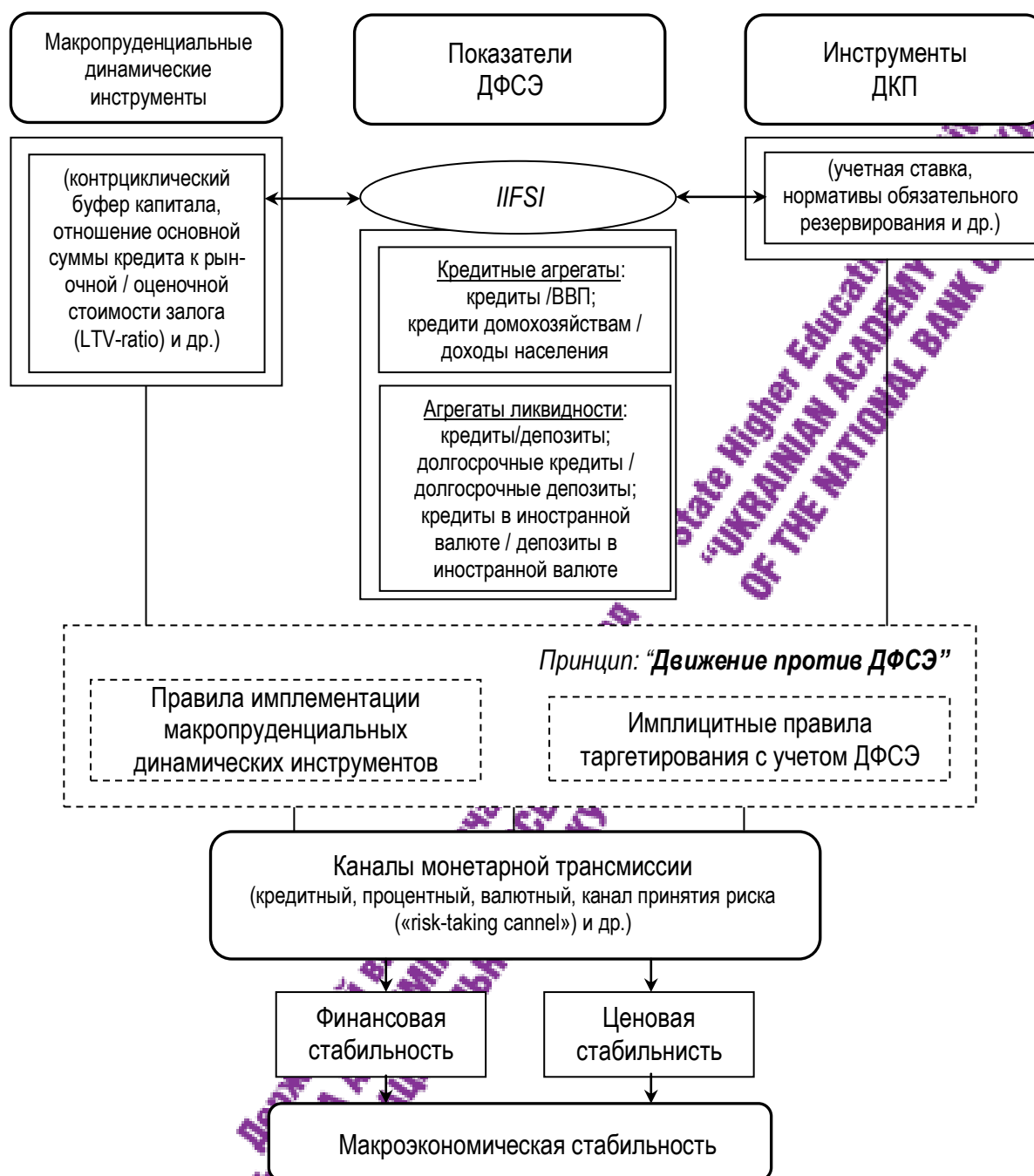


Рисунок 4.9 – Формализация взаимодействия макропруденциальных и монетарных инструментов в период формирования ДФСЭ

Источник: собственная разработка.

Выводы к четвертому разделу

1. На основе обобщения мирового и отечественного опыта formalизована концептуальная модель регулирования ДФСЭ путем установления взаимодействий политик (монетарной, макропруденциальных), инструментов (контрциклический буфер капитала, налог за риск ликвидности) и правил их имплементации на основе предложенного интегрального подхода для оценки ДФСЭ, что отвечает принципу "движение против ДФСЭ" и предоставляет возможность достичь положительных экстерналий в процессе имплементации политик, уменьшить негативные эффекты, которые проявляются в случае их независимого применения.

2. Исследован международный опыт макропруденциального надзора в процессах регулирования финансовых дисбалансов и системных рисков. По результатам исследования отмечено, что многие центральные банки уже получили законодательное подкрепление в формализации их основной цели - обеспечения финансовой стабильности. Во многих странах в профильные надзорные органы за финансовой стабильностью входят специалисты высшего уровня управления центральными банками.

3. Описаны каналы монетарной трансмиссии, через которые денежные власти потенциально могут оказывать воздействие на процессы формирования ДФСЭ. Выделен канал принятия риска ("risk-taking channel"), который раскрывает природу формирования ДФСЭ. Показано, что ДФСЭ деформируют действенность каналов монетарного механизма и снижают эффективность монетарных инструментов. Выделены объективные причины несовершенства каналов монетарной трансмиссии на примере экономики Украины.

4. Систематизированы, а также раскрыты преимущества и недостатки политик регулирования ФСЭ экономики в контексте флуктуации цен активов в процессе их имплементации. На основе критического анализа данных политик

предложено эвристическое правило для центрального банка, обосновывающее применение стратегии “движение против ветра” тогда, когда выявлено, что драйвером роста цен на активы выступает спекулятивная составляющая, усиливающаяся кредитными бумагами.

Основные результаты четвертого раздела опубликованы в научных работах [300, 310, 335, 337, 347, 369].



Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

State Higher Educational Institution
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”

РАЗДЕЛ 5
МОНЕТАРНЫЕ И МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ
РЕГУЛИРОВАНИЯ ДИСБАЛАНСОВ В ФИНАНСОВОМ СЕКТОРЕ
ЭКОНОМИКИ УКРАИНЫ

5.1 Анализ результативности монетарных инструментов в период формирования дисбалансов в финансовом секторе национальной экономики

Анализ результативности монетарных инструментов Национального банка произведем путем сопоставления таргетируемых и фактических значений параметров денежно-кредитной политики. Для отражения периода времени существенного накопления ДФСЭ рассмотрим интервала времени: период отсутствия существенных ДФСЭ (2002-2005 гг.) и период их существенного накопления (2006-2008 гг.).

В основных задачах денежно-кредитной политики на 2002 год Национальный банк Украины заявил о постепенном создании условий, необходимых для перехода к прямому таргетированию инфляции, а также к политике, направленной на поддержание стабильности реального эффективного обменного курса, который учитывал бы динамику соотношения покупательной способности национальной денежной единицы с покупательной способностью валют основных торговых партнеров [210]. В 2004 и 2005 годах Национальный банк Украины в очередной раз подтвердил курс денежно-кредитной политики на таргетирование инфляции, что, в свою очередь, определило необходимость тесного сотрудничества с органами государственной власти в направлении создания эффективных инструментов и механизмов влияния на инфляцию и достижение ее целевого значения.

Для достижения стабильности денежной единицы, снижения процентных ставок, поддержания курса гривны и обеспечения равновесия на денежно-кредитном рынке Национальный банк Украины использовал инструменты денежно-кредитной политики: обязательное резервирование, процентную политику, операции на валютном рынке, рефинансирование, мобилизационные операции и т.п. На рисунке 5.1 представлена динамика учетной ставки НБУ, а также целевые и фактические значения инфляции в Украине за 2003-2005 годы, когда явные внутрисистемные дисбалансы еще не имели столь серьезных масштабов.



Примечание: значения учетной ставки и средневзвешенной ставки взяты по верхней границе диапазона их целевых значений.

Рисунок 5.1 – Динамика учетной ставки НБУ и уровня инфляции

Источник: составлено на основе [210].

Анализ рисунка 5.1 показал, что на фоне существенного снижения учетной ставки (с 27% в 2000 году до 7% в 2002 году) и средневзвешенной ставки

рефинансирования (с 29,6% до 9,2% за тот же период времени), инфляция в Украине не превысила свой целевой “потолок” только в 2002 и 2003 гг. В 2004 г. и 2005 г. превышение таргетируемой инфляции составило 2,6% и 6,5% в абсолютном выражении соответственно.

Главной причиной такой разбалансировки Национальный банк Украины назвал несоответствие между спросом и предложением на потребительском рынке, которое возникло вследствие значительных бюджетных выплат социальной направленности [210].

В. Геец [394, с. 10] отмечает, что в результате переломных тенденций, как в пенсионной политике, так и в политике заработной платы, после трех лет (2001-2003) относительной стабильности цен их последующий рост формировал в Украине обстановку все увеличивающегося спроса, удовлетворить который ресурсами мощностей национальной экономики уже в 2005 году стало невозможным, резко начал расти импорт и увеличилось кредитование в иностранной валюте. Параллельно с этими процессами, вследствие сформировавшихся ожиданий относительно укрепления гривны, в Украине значительно увеличился приток спекулятивного капитала из-за границы. В 2005 году удельный вес иностранного капитала в уставном капитале банков повысился более, чем в 2 раза, что обусловило последующую ревальвацию курса на 4,8 процента (с 531,92 до 512,47 грн. за 100 американских долларов) при среднегодовом ожидаемом значении 5,27-5,31 грн. за 1 доллар США. Как отмечает А. Кузнецова [309, с. 142], последующая *привязка монетарной политики к обменному курсу доллара, в отличие от обеспечения внутренней стабильности национальной валюты, привело к “перегреву экономики, росту инфляции, долларизации, дисбалансам банковской системы, дефициту текущего счета платежного баланса”*.

В таблице 5.1 показана динамика отклонений фактических значений от ожидаемых значений по монетарным показателям денежной массы и курса гривны к доллару США за 2002-2005 годы.

Таблица 5.1 – Ожидаемые и фактические значения монетарных показателей Украины за 2002-2005 годы

Годы	Ожидаемое значение прироста денежной массы (МЗ), %	Фактический прирост денежной массы (МЗ), %	Абсолютное отклонение	Ожидаемое значение курса гривны к доллару США	Фактический курс гривны к доллару США	Относительное отклонение, %
2002	20	41,7	22	5,60	5,3266	-27
2003	27	46,5	20	5,48	5,3327	-15
2004	39	32,4	-7	5,42	5,3192	-10
2005	33	54,3	21	5,31	5,1247	-19

Источник: составлено автором на основе [210], собственные расчеты.

Анализ монетарных показателей свидетельствует о том, что на протяжении исследуемого периода времени фактические значения ни одного из таргетируемых монетарных показателей не соответствовало плановым значениям. Как отмечает А. Кузнецова [309, с. 135], Украина, как и многие другие страны, столкнулась в этот период времени (после Азиатского кризиса 1998 года) с проблемой нестабильного денежного мультипликатора.

Восстановление финансовых рынков, появление новых участников и инструментов, а также выход Украины на международные финансовые рынки серьезно усложнило одновременное достижение целевых показателей денежной и монетарной базы. В частности, после замедления темпов прироста денежной массы в 2004 году, ее прирост в 2005 году составил 54,3%, превысив ожидаемое значение на двадцать один процентный пункт, стимулируя тем самым постепенное накопление инфляционных ожиданий. Рост денежной массы, сопровождался ослаблением темпов прироста реального ВВП, что на фоне укрепления гривны и увеличения ликвидности банковского сектора Украины (за счет повышения доходов населения Украины, увеличения доли иностранного капитала в уставном капитале отечественных банков), сформировало объективные условия для будущей кредитной экспансии и усиления ДФСЭ [395, с. 14].

В начале 2006 года, как отмечают С. Буковинский, А. Гриценко и Т. Кричевская [395, с. 10], Национальным банком был утвержден план мероприятий по подготовке к переходу к монетарному устройству, основанному на ценовой стабильности и нацеленный на успешное внедрение инфляционного таргетирования. Данный план включал группу мероприятий:

- по усилению операционной и политической независимости центрального банка в реализации среднесрочной монетарной стратегии, что позволило бы усилить влияние НБУ на ценовую стабильность;
- усовершенствованию транспарентности деятельности НБУ в части формирования информационной среды и раскрытия особенностей внедряемого инфляционного таргетирования;
- подготовке ряда проектов законодательных актов, необходимых для нового монетарного устройства;
- по усовершенствованию инструментов денежно-кредитной политики по повышению эффективности регулирования ставок денежного рынка как основы инфляционного таргетирования.

В основных задачах денежно-кредитной политики на 2006 год Национальный банк Украины определил возможные риски денежно-кредитной политики, среди которых:

- внутренние системные риски, связанные с неустойчивым экономическим ростом, которые обуславливают неопределенность спроса на деньги, инфляционное давление со стороны производства, необходимость использования административного регулирования цен;
- риски внешней неопределенности, которые могут отрицательно влиять на платежный баланс, уровень золотовалютных резервов и валютно-курсовую политику;
- *накопленный кредитный риск банковской системы, обусловленный кредитной экспансией последних лет;*

– политические риски, которые могут спровоцировать несбалансированность бюджета и необоснованный рост бюджетных затрат.

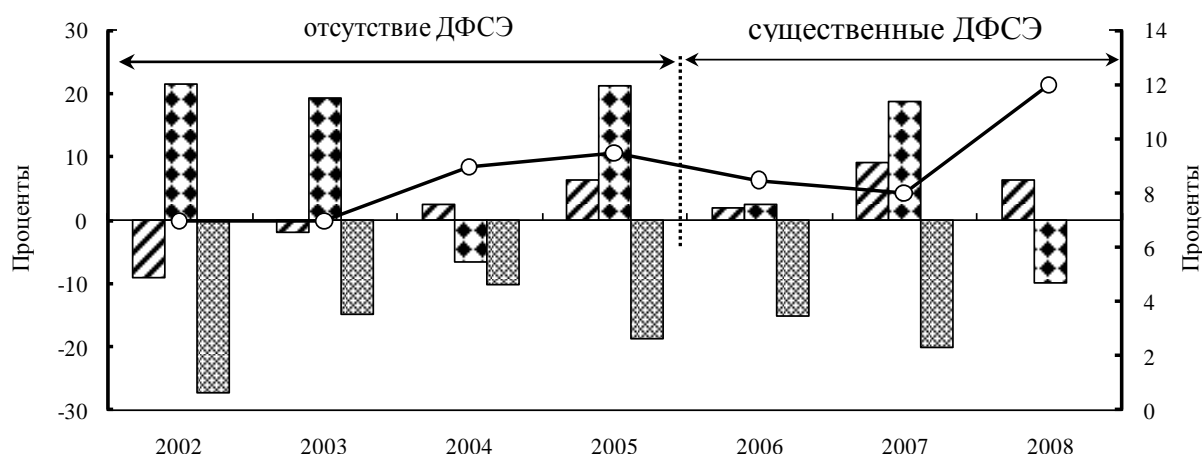
По-сути, *Национальный банк впервые акцентировал внимание на возникновении финансовых диспропорций на кредитном рынке, которые способствовали увеличению системных финансовых рисков в масштабах всей банковской системы Украины.* Вместе с этим, монетарные инструменты центрального банка (процентные ставки, обменный курс, эмиссионные и мобилизационные механизмы) были направлены на реализацию валютно-курсовой политики, которая определяла условия внутривалютной ценовой стабильности.

Среди основных задач денежно-кредитной политики центрального банка в 2007-2008 годы (период явных ДФСЭ экономике) [210], можно выделить следующие векторы монетарных усилий Национального банка Украины:

- сдерживание нарастающих темпов инфляции, вызванных внутренними и внешними факторами;
- снижение уровня долларизации экономики и ее регулирование мероприятиями денежно-кредитной политики, содействие постепенному выравниванию дисбалансов по кредитованию в национальной и иностранной валюте;
- повышение эффективности процентной политики Национального банка Украины, создание нормативных и рыночных условий для действенного регулирования процентных ставок;
- контроль присутствия иностранного капитала в банковской системе Украины, оптимизация взаимодействия национального банковского сектора с иностранными инвесторами, недопущение монополистических тенденций и снижение качества банковского капитала;
- обеспечение экономических условий для повышения доли долгосрочного кредитования через адекватное управление рисками и повышение уровня корпоративного управления;

– повышение действенности банковского надзора и регулирование путем осуществления надзора на основе оценки рисков, процедур надзора на консолидированной основе, усовершенствования и широкомасштабного применения системы раннего реагирования для выявления отрицательных тенденций в деятельности банков и предупреждение их развития.

Проанализируем, насколько объявленные центральным банком целевые ориентиры денежно-кредитной политики, были достигнуты в годы формирования явных дисбалансов (2006-2008) в ФСЭ экономики Украины. На рисунке 5.2 показаны абсолютные, относительные отклонения монетарных ориентиров, а также динамика учетной ставки НБУ период отсутствия явных дисбалансов (2002-2005) и в период их активного накопления (2006-2008).



▨ Абсолютное отклонение фактического значения инфляции от ожидаемого (левая ось)

▣ Абсолютное отклонение фактического значения денежной массы от ожидаемого (левая ось)

▤ Относительное отклонение фактического значения курса гривны к доллару США от ожидаемого (левая ось)

—○— Учетная ставка НБУ (правая ось)

Примечания: 1) значения учетной ставки и средневзвешенной ставки взяты по верхней границе диапазона их целевых значений на конец года; 2) ожидаемое значение курса гривны к доллару США на 2008 год в “Основных задачах денежно-кредитной политики НБУ” не приводилось.

Рисунок 5.2 – Абсолютные и относительные (курс гривны к доллару США) отклонения монетарных ориентиров и динамики учетной ставки НБУ за 2002-2008 годы

Источник: составлено автором на основе [210].

Как видно из представленного графика, изменение учетной ставки центрального банка в 2006-2007 годах (с 8,5 % до 8%) имело, скорее всего, проциклический, нежели чем контрциклический характер. При этом, превышение фактического прироста денежной массы в 2007 году (на 51,7 %) над ее ожидаемым значением, почти на 19 %, по официальной точке зрения центрального банка, не имело решающего влияния на формирование инфляционной динамики.

Кроме этого, расширение денежной массы происходило в условиях приращения депозитов физических лиц (вклады населения за 2007 год увеличились на 53,8 %), что также отвлекало средства населения с потребительского рынка [210]. В 2007 году в структуре выпуска денег в обращение превалировал канал выкупа Национальным банком Украины иностранной валюты на межбанковском рынке (93,9% от общего объема эмиссии), что обеспечило, в большей мере, пополнение оборотных средств предприятий-экспортеров.

С начала 2007 года валютный рынок Украины характеризовался существенным ростом поступлений иностранной валюты в страну (почти на 42% по сравнению с соответствующим периодом 2006 года). Поступления были связаны, прежде всего, с ростом экспортной выручки, активизацией внешних заимствований и иностранных инвестиций [210]. Укрепление национальной валюты и усиление инфляционных ожиданий подтолкнуло Национальный банк Украины на четырехпроцентную ревальвацию национальной валюты во втором квартале 2008 года [394, с. 13]. Кроме этого, в силу нарастания инфляционных ожиданий Национальным банком Украины были определены резервные требования на краткосрочные внешние заимствования, повышены резервные требования по кредитам в иностранной валюте, заданы новые требования к адекватности капитала [309, с. 143]. Тем не менее, реализация указанных мероприятий не позволило в полном объеме решить проблему накопленных ДФСЭ Украины: экспансия кредитования в иностранной валюте,

несопоставимая с ростом депозитной ресурсной базы в иностранной валюте продолжалась, что стимулировало накопление валютных рисков и рисков дальнейшего роста внешнего долга.

Национальный банк дал пояснения по поводу наличия существенных отклонений по таргетируемой инфляции в 2008 году:

- снижение по сравнению с предыдущим годом урожая зерновых и усиление через это проблем в животноводстве;
- ускоренный рост доходов населения в объединении с динамическим развитием потребительского кредитования;
- значительный рост цен производителей;
- высокие инфляционные ожидания, сформированные, главным образом, неосторожными высказываниями относительно недостаточного урожая, необоснованной эмиссии и т.п.;
- политическая неопределенность;
- спекулятивные действия некоторых субъектов рынка.

Анализ результативности монетарных инструментов Национального банка, которые должны были обеспечить достижение объявленных целей денежно-кредитной политики, проведенных Т. Савченко [214], который системно исследовал адекватность всех базовых монетарных инструментов центрального банка фазам экономического цикла. По результатам анализа можно сформулировать следующие выводы:

1) Целевые ориентиры центрального банка, направленные на возобновление и поддержание устойчивого экономического роста в стране, сформировали основу для расширения спекулятивной составляющей в финансовых операциях. Отметим такой факт, что в условиях увеличения инфляции (с 11,6 % в 2006 году до 16,6 % в 2007 году), денежной массы (с 34,5 % в 2006 году до 51,7 % в 2007 году) и повышения реального обменного валютного курса (со 110,7 % в 2006 году до 112,2 % в 2007 году), учетная ставка Национального банка снизилась с 8,5% до 8% соответственно. Как

предполагалось, такое снижение учетной ставки должно было стимулировать банки расширять кредитование реального сектора экономики. Однако, в виду невозможности освоения всего объема кредитных ресурсов в секторе нефинансовых корпораций, банки начали расширять кредитование домохозяйств.

2) Учетная ставка как основной индикатор процентной политики Национального банка, несмотря на формирующиеся дисбалансы в ФСЭ национальной экономики, формально выполняла проточическую функцию, стимулируя предложение кредита в экономике (рис. 5.3).



Рисунок 5.3 – Абсолютные отклонения целевого уровня инфляции и изменения учетной ставки НБУ в период формирования явных ДФСЭ Украины
 Источник: составлено автором на основе [210].

Ее рост в 2008 году с 8 % до 12 % можно рассматривать как ответную реакцию центрального банка на возросший в стране уровень инфляции. Справедливо отметим, что повышая процентную ставку по различным инструментам рефинансирования, центральный банк проводил процентную

политику, направленную на повышение ликвидности отечественных банков [210]. Однако, невысокая эластичность в изменении учетной ставки центрального банка к нарастанию финансовых дисбалансов, предопределило снижение действенности данного монетарного инструмента в реализации целей денежно-кредитной политики.

Помимо объективных факторов, оказавших влияние на снижение результативности денежно-кредитной политики в части достижения таргетируемых ориентиров (неадекватное изменению продуктивности труда повышение социальных стандартов, инфляция предложения, неурожаи), катализатором инфляционных процессов стала кредитная экспансия с доминированием соответствующего кредитования домохозяйств в иностранной валюте, что усиливало накопление внутрисистемных и внешних дисбалансов.

3) Динамика норм обязательного резервирования в национальной экономике, как отмечает Т. Савченко, также носила проциклический характер [214, с. 42] (рис. 5.4). В период времени с 2001 по 2003 год, а также на протяжении 2006-2008 годов нормы резервирования имели тенденцию снижения, что наряду с учетной ставкой центрального банка определило нейтральность денежно-кредитной политики не только фазам экономического цикла, но также и фазам финансового цикла, связанного с накоплением финансовых дисбалансов в национальной экономике.

5) Проциклический характер имели и валютные интервенции Национального банка Украины: во время фазы экономического роста сальдо валютных интервенций было положительным, а начиная с четвертого квартала 2008 года отрицательным.

В период существенного накопления ДФСЭ, Национальный банк использовал валютные интервенции преимущественно для поддержания стабильности обменных курсов и формирования золотовалютных резервов (рис. 5.5), что в последующем также сыграло определенную роль в суживании

возможностей сглаживания колебаний экономического и финансового циклов в 2008-2009 годах.



Рисунок 5.4 – Динамика некоторых нормативов обязательного резервирования

Источник: составлено автором на основе [210].

Вследствие паники в 4 квартале 2008 года курс гривны возрос почти на 60%. В сложившихся обстоятельствах Национальный банк в административном порядке ввел ограничения, которые были связаны с разрывом соглашений по долгосрочным депозитам населения. Валютные резервы центрального банка только за один квартал снизились с 37,5 млрд. долларов США (в третьем квартале 2008 года) до 31,5 млрд. долларов США – в четвертом квартале, т.е. почти на 16%.



Рисунок 5.5 – Динамика официальных резервных активов НБУ и курса доллара США в период явных ДФСЭ Украины

Источник: составлено автором на основе [210]

б) Операции центрального банка по рефинансированию и операциям с ценными бумагами (деPOSITНЫМИ сертификатами), как отмечает Т. Савченко, в основном имели контрциклический характер, и были направлены на поддержание ликвидности банковского сектора в период обострения финансового кризиса [214, с. 43].

Таким образом, протикличность монетарных инструментов денежно-кредитной политики Национального банка Украины в период формирования ДФСЭ сузило его возможности в достижении поставленных целей.

Причем, инерция накопленных финансовых диспропорций была слишком велика для того, чтобы минимизировать потери от материализации накопленных системных финансовых рисков в условиях кризиса. Поэтому для поддержания финансовой стабильности национальной экономики необходимо понимать, в какой момент времени кардинально меняются фундаментальные условия расширения кредита в экономике, когда дальнейшее расширение

кредитного предложения вызвано не ростом продуктивности труда, ростом реального ВВП, а притоком спекулятивного капитала, неадекватным ростом фондовых индексов, (сверх)оптимистичными ожиданиями на рынке.

Заметим, что и Национальный банк в период начала острой фазы кризиса в Украине сфокусировал взгляд на принятии монетарных решений, которые должны были основываться на прогнозе развития реального сектора экономики, платежного баланса и финансового рынка. В основных задачах денежно-кредитной политики на 2009 год, центральный банк заявил о необходимости перехода к новому монетарному режиму, который должен обеспечить макроэкономическую и финансовую сбалансированность национальной экономики. Реализация намеченных планов предполагала более адекватные и решительные действия центрального банка в направлении создания превентивных механизмов по предотвращению возникновения таких ситуаций в будущем [210].

5.2 Обзор и анализ денежных правил (на примере правила Тэйлора) реализации денежно-кредитной политики

Регулирование ДФСЭ обуславливают необходимость разработки адекватных стандартизированных процедур (правил) денежно-кредитной политики. Экономисты Резервного банка Новой Зеландии, Дж. де Броуэр и Дж. О'Риган, под правилами денежно-кредитной политики рассматривают функцию ответной реакции центрального банка, в соответствии с которой инструмент денежно-кредитной политики отвечает на изменения ряда ключевых экономических переменных [396, с. 245]. Вместе с этим, как отмечает С. Моисеев [397, с. 37], многие теоретики и практики считают, что простое механистическое следование некоторой математической формуле

денежного правила может привести к неадекватным решениям. Поэтому правила денежно-кредитной политики представляют собой нечто большее, чем заданная математическая функция. Денежное правило – это всего лишь один из инструментов системы поддержки принятия управленческих решений, которые должны иметь свою методологию и отличаться гибкостью.

Важным аспектом в процессе регулирования возможных ДФСЭ является ответ на вопрос, должна ли политика центрального банка определяться заранее, на основе некоторых денежных правил (*политика по правилам*), или она должна “подстраиваться” под определенные обстоятельства (*дискреционная политика*). Сторонники активной политики считают саморегулирование рынка длительным и неэффективным, что обосновывает более активное вмешательство государства в экономику. Приверженцы дискреционной денежно-кредитной политики поддерживают нейтралитет центрального банка на происходящие в экономике изменения. В этом случае действия центрального банка носят незапланированный характер [400, с. 410].

Проведенные исследования результативности монетарных инструментов Национального банка в период накопления внутрисистемных дисбалансов, дают основания для формулирования рекомендаций центральному банку в пользу более активного и адекватного вмешательства в экономику в период превалирования спекулятивной, высокорискованной составляющей развития отечественного ФСЭ. Под адекватностью денежно-кредитной политики центрального банка формированию ДФСЭ предлагается понимать степень эластичности монетарных инструментов величине и скорости формирования этих дисбалансов.

Вместе с этим, если в ФСЭ отсутствуют явные диспропорции в объемах привлеченных и размещенных средств (по видам валют, по срокам, по субъектам экономических отношений), и базой расширения ресурсов ФСЭ является рост реального производства и продуктивности труда, то денежно-кредитная политика центрального банка должна базироваться на принципе

невмешательства в экономические процессы. Сочетание активной и пассивной позиции центрального банка в зависимости от фаз экономического и финансового циклов, по нашему мнению, и определяют гибкость денежно-кредитной политики.

Для разработки рекомендаций по совершенствованию применения монетарных инструментов в период ДФСЭ рассмотрим основные правила денежно-кредитной политики (табл. Н.1 приложения Н) и проанализируем, насколько процентная политика Национального банка соответствовала известному правилу Тэйлора в период накопления ДФСЭ Украины.

Одним из первых экономистов, предложивший правило денежно-кредитной политики, стал шведский ученый Кнут Виксель. Предвосхитив переход многих стран в начале 30-х годов от золотого стандарта к кредитным деньгам, Кнут Виксель в 1898 году предложил правило изменения процентной ставки в зависимости от изменения цен: «пока цены остаются неизменными ставка центрального банка должна оставаться неизменной. Если цены возрастают, то процентная ставка должна тоже возрастать; и если цены падают, процентная ставка должна снижаться; а процентная ставка в дальнейшем должна поддерживаться на ее новом уровне, пока изменение цен не вызовет соответствующее изменение в том или ином направлении» [398, с. 45]. Правило Викселя можно представить, как обязательство центрального банка установить операционную процентную ставку в соответствии со следующим уравнением:

$$i_t = i_{t-1} + \phi p_t \quad (5.1)$$

или

$$\Delta i_t = \phi \pi_t,$$

где i_t – номинальные процентные ставки центрального банка в моменты времени $t, t-1$;

p_t – логарифм некоторого общего индекса цен в момент времени t ;

ϕ - коэффициент эластичности;

π_t - уровень инфляции в момент времени t ($\pi_t = \Delta p_t$) [398, с. 46].

Кнут Виксель считал, что простое правило монетарной политики, реагирующее на изменение цен, будет вполне достаточным для достижения удовлетворительной, хотя и несовершенной ценовой стабильности [399, с. 37]. Однако, данное правило не нашло широкого применения в силу отсутствия учета в нем изменений в реальном экономическом производстве.

В отличие от Кнута Вискеля Милтон Фридмен сосредоточил внимание на монетарном таргетировании в реализации денежно-кредитной политики. В своей денежной теории Милтон Фридмен указал на запаздывание (временной лаг) реакции рынка на проводимую центральным банком антициклическую денежно-кредитную политику, и поэтому выступил за соблюдение денежными властями монетарных правил. Правило постоянного темпа прироста денежной массы (правило Фридмена) можно записать в виде следующего равенства:

$$\begin{aligned} \Delta m + \Delta v &= \pi + \Delta y, \\ \Delta m &= const, \end{aligned} \quad (5.2)$$

где $\Delta m, \Delta v, \Delta y$ - темпы прироста значений денежной массы, скорости обращения, реального производства соответственно;

π - нормативный уровень инфляции ($\pi = \Delta p$) [398].

Режим монетарного таргетирования устанавливает в качестве цели (таргета) рост денежной массы, которую связывают с денежным агрегатом $M3$ [363, с. 63].

$$\Delta m = \pi^* + \Delta y^* - \Delta v^*, \quad (5.3)$$

где π^* - нормативный уровень инфляции;

Δy^* - темп роста потенциального ВВП;

Δv^* - тренд скорости обращения денег.

Комментируя выше представленное монетарное правило, К. Корищенко [363, с. 63], раскрывает реакцию центрального банка на возможные изменения в параметрах уравнения (5.3). Если темпы инфляции превышают нормативные или если рост ВВП будет выше потенциального, то это окажет влияние на превышении фактической денежной массы над ее таргетируемой величиной. В этом случае центральный банк должен сократить денежную массу до целевого уровня, что в последующем приведет к восстановлению темпа инфляции и темпа роста потенциального ВВП на желаемом уровне.

На основе анализа статистических данных за 1950-1960-е годы Милтон Фридмен сделал вывод о том, что ежегодное приращение денежной массы для экономики США должно составлять 2%. При этом, как отмечает С. Моисеев [400, с. 415], правило Фридмена в моделях всеобщего равновесия позволяет оптимально распределять ресурсы в экономике при условии, что номинальная процентная ставка в долгосрочном периоде будет стремиться к нулю. В то же самое время, в краткосрочном периоде денежные власти имеют большие маневры в регулировании предложения денег, что позволяет учесть циклические колебания в экономике и обеспечить ее стабилизацию на соответствующих фазах цикла.

В 1980-е годы ФРС США попыталась апробировать простые монетарные правила. На практике оказалось, что эти теоретические правила далеки от реальной действительности в силу отсутствия устойчивых взаимосвязей между изменением денежной массы и темпами реального производства в краткосрочном периоде времени (в пределах года) [2, с. 416]. Эти правила, скорее всего, корректно работают в среднесрочном периоде (несколько лет), когда возможно выявить изменения в спросе на деньги, вызванные действием объективных обстоятельств. В краткосрочном же периоде отклонения денежной массы от ее целевого значения не всегда вызваны динамикой темпов

роста потенциального ВВП и скоростью обращения денег. Соответственно, асимметрия информации относительно спроса и предложения денег на кредитном рынке снижает действенность данного монетарного правила на практике.

Вместе с этим отметим, что в настоящее время многие экономисты связывают регулирование денежной массы через регулирование процентной ставки центрального банка. Правило, которое можно при этом применять, можно представить в следующей форме:

$$i_t = \bar{i}_t + \beta(m_t - \bar{m}_t) \quad (5.4)$$

где \bar{i}_t - средняя номинальная процентная ставка в момент времени t ;

$m_t - \bar{m}_t$ - отклонение денежной массы m_t от среднеожидаемого значения \bar{m}_t в момент времени t ;

β - коэффициент эластичности [401, с. 169].

В соответствии с уравнением (5.4) возможное превышение денежной массы своего таргетируемого значения может быть минимизировано повышением процентной ставки, и наоборот.

Принимая во внимание указанные выше недостатки простых монетарных правил, научное сообщество продолжило разработку новых денежных правил. В 1980-1990-е годы на основе исследований Р. Холл, Г. Менкью [402], М. Фельдштейн и Дж. Сток [403], Г. Рудебуш [404] было разработано правило поддержания целевого значения номинального дохода. По-сути, таргетирование номинального дохода Δx^* предполагает обеспечение целевого значения суммы темпа прироста потенциального ВВП и уровня инфляции: $\Delta x^* = \pi^* + \Delta y^*$. При этом, модифицированное монетарное правило можно представить в следующем виде:

$$\Delta m = \pi^* + \Delta y^* - \Delta v, \quad (5.5)$$

где Δv - фактическое отклонение скорости обращения денег от своего предыдущего значения [363, с. 89].

Отличительной особенностью уравнения (5.5) по сравнению с (5.3) является параметр скорости обращения денег v , который предлагался оценивать не по тренду, а по его текущему значению. Учет текущих изменений скорости обращения денег соответствует контрциклическому характеру таргетирования номинального дохода. В случае экономического подъема скорость обращения денег может быть выше трендового значения (повышается спрос на деньги) по сравнению с динамикой реального ВВП, что обуславливает более адекватные действия центрального банка, направленные на снижение на данной фазе экономического цикла денежной массы, и наоборот.

Сложность применения данного правила на практике заключается в расчете текущего значения скорости обращения денег. В связи с этим, Р. Холл, Г. Менкью [402] предложили использовать вместо текущих значений скорости обращения денег прогнозные, которые, в свою очередь, можно сравнивать с целевыми значениями, и делать соответствующие выводы.

Дальнейшие модификации монетарного таргетирования привели к появлению правила МакКаллума [405], в соответствии с которым таргетированию подлежала денежная база:

$$\Delta m = \Delta x^* - \Delta v^* + \phi_{\Delta x} (\Delta x - \Delta x^*), \quad (5.6)$$

где Δm - фактическое изменение в величине денежной базы;

Δx - фактическое отклонение номинального ВВП от своего предыдущего (квартального) значения;

$\phi_{\Delta x}$ - коэффициент эластичности [399, с. 38].

По результатам проведения научных исследований Беннет МакКаллум показал, что его правило в лучшей степени объясняло отклонения денежной массы в периоды времени в 1930-е и 1970-е годы, когда ФРС США признала серьезные ошибки в проведении монетарной политики.

В Украине среди последних системных исследований в части возможной имплементации правила МакКаллума необходимо отметить научные работы Т. Савченко [406-407]. Ученым были оценены различные модификации этого правила (включение в него валютного курса, альтернативных показателей инфляции). Однако, как показали результаты анализа коэффициенты при показателях, которые отображают динамику инфляции и динамику валютного курса, оказались не значимыми. Поэтому ученым отмечается, что данное эксплицитное правило может стать одним из основных инструментов формирования и реализации монетарной политики только при условии полноценного внедрения инфляционного таргетирования.

Принимая во внимание объективность результатов исследования, полученных Т.Савченко, отметим: *использование в качестве таргетируемого показателя денежной базы может повлечь за собой увеличение цены возможных ошибок в процессе определения целевого значения денежной базы и последующих изменений процентных ставок, конъюнктуры кредитного рынка, и экономики в целом* [363, с. 90-91].

Мы разделяем точку зрения экономиста МВФ Николетта Батини [408], который на основе своих исследований показал, что использование денежной массы (базы) в простых монетарных правилах и их модификациях сопряжено с рядом трудностей:

– отклонение таргетируемых монетарных показателей может вызвано не только детерминантами, формализованными в соответствующих денежных правилах,

– краткосрочные колебания таргетируемых монетарных показателей может быть следствием воздействия ряда шоков, неописанных в правилах;

– эндогенное расширение денежной массы может быть следствием использования финансовых инноваций;

В этой связи, обращаем внимание на то, что денежная масса, наряду с другими индикаторами денежно-кредитной политики центрального банка, регулярно прогнозировалась НБУ вплоть до 2006 года. В основных задачах денежно-кредитной политики на 2007 год среди показателей монетарной сферы денежная база отсутствует. Национальный банк прокомментировал это обстоятельство тем, что рост денежной массы не является монетарной целью и отклонение от нее не требует автоматического корректирования политики, а является поводом для более внимательного и детального анализа.

Учитывая недостатки использования денежной массы, как основной управляемой переменной денежно-кредитной политики, центральные банки, все в большей степени, используют процентную ставку в качестве основного инструмента монетарной политики. При этом, наиболее популярным правилом монетарной политики является, сегодня, правило Тэйлора. Джон Тэйлор, профессор Стэнфордского университета, формализовал свое правило в 1993 году. Будучи сторонником использования правил, Джон Тэйлор [409] предложил простое правило денежно-кредитной политики, которое объясняло изменение краткосрочной процентной ставки с учетом изменения уровня инфляции и деловой активности:

$$r = p + 0.5y + 0.5(p - 2) + 2, \quad (5.7)$$

где r - краткосрочная процентная ставка ФРС США по федеральным фондам;

p - уровень инфляции за последние 4 квартала;

y - процентное отклонение реального ВВП от целевого уровня.

Данное правило регламентирует увеличение процентной ставки r , если уровень инфляции превышает 2%-й барьер или если реальный ВВП возрастает выше своего трендового значения. Как отмечал Джон Тэйлор, если уровень

инфляции и деловая активность, выраженная изменением реального ВВП, достигают своих целевых значений, то краткосрочная ставка будет равна 4%, либо 2% в реальном выражении с учетом инфляции [409, с. 202].

В том же 1993 году появилось правило близкое, по сути, правилу Тэйлора. Результаты своих независимых исследований представили ученые Д. Хендерсон и У. МакКиббин [410].

Правило Хендерсона-МакКиббина можно записать в следующем виде:

$$i_t = \bar{i}_t + \alpha(\pi_t + y_t - \overline{\pi_t + y_t}). \quad (5.8)$$

где \bar{i}_t - трендовое значение процентной ставки;

$\pi_t + y_t$ - фактическое значение номинального ВВП;

$\overline{\pi_t + y_t}$ - сумма потенциального объема выпуска с учетом изменения цен в момент времени t ;

α - коэффициент эластичности [410, с. 169].

В 1992 году Чарльз Гудхарт представил свое правило для Банка Англии, которое является упрощенной формой правила Тэйлора:

$$i_t = \alpha + \beta\pi_t. \quad (5.9)$$

Как отмечает Т. Цукарев [399], важным общим свойством правила Гудхарта и правила Тэйлора, является вывод о необходимости большей по силе коррекции номинальных процентных ставок в ответ на изменение уровня инфляции. Вместе с этим, по сравнению с правилом Тэйлора, правило Гудхарта не учитывало изменения деловой активности экономики.

Дальнейшие исследования Джона Тэйлора [409] были связаны с апробацией своего правила на более длительном интервале времени. Для этого ученый провел сравнительный анализ денежно-кредитной политики,

осуществляемой США в различные годы: в период золотого стандарта, Бреттон-Вудского соглашения и в период плавающих валютных курсов [411, с. 17]. По результатам проведенных исследований ученый утверждал, что фактическая динамика процентных ставок ФРС соответствовала его правилу, которое он представил в следующем общем виде:

$$r = \pi + gy + h(\pi - \pi^*) + r^f, \quad (5.10)$$

где π - уровень инфляции (процентное изменение цен);

y - процентное отклонение реального ВВП от своего тренда;

π^* - целевой уровень инфляции, определяемый центральным банком;

r^f - реальная равновесная процентная ставка;

g , h - константы / коэффициенты ответной реакции центрального банка на шоки.

Коэффициенты ответной реакции центрального банка на шоки подбирались с учетом следующих условий [397]:

– приемлемая амплитуда вариации основных параметров правила, а именно, ВВП, процентной ставки, и инфляции;

– элиминирование повторных циклов, связанных с возможными отклонениями основных параметров правила, вызванные влиянием шоков и последующим применением инструмента денежно-кредитной политики;

– отсутствие сильной реакции денежно-кредитной политики, когда ценовые шоки могут перейти в шоки спроса и наоборот;

– предпочтения денежных властей, связанные, например, с определением временного горизонта, на протяжении которого уровень инфляции после сильных возмущений приходит к своему таргетируемому уровню.

С учетом ранее использованных обозначений представим правило Тэйлора в развернутом виде:

$$i_t = \bar{r}_t + \pi_t + h(\pi_t - \pi^*) + g(y_t - \bar{y}_t), \quad (5.11)$$

где \bar{r}_t - долгосрочное значение реальной процентной ставки;

π_t, π^* - фактический уровень инфляции (процентное изменение цен) в момент времени t и целевой уровень инфляции, определяемый центральным банком соответственно;

y_t, \bar{y}_t - фактическое значение темпа прироста ВВП в момент времени t и трендовое значение прироста ВВП соответственно;

\bar{r}_t - реальная равновесная процентная ставка;

g, h - коэффициенты ответной реакции центрального банка на шоки.

В соответствии с правилом (5.11) монетарная политика должна ужесточаться, когда инфляция превышает целевое значение и/или выпуск продукции превышает ожидаемый (потенциальный) уровень.

Особенностью использования правила Тэйлора является то, что оно объясняет простые экономические закономерности в изменении процентной ставки, регулируемой центральным банком. С другой стороны, в виду наличия этих объективных экономических закономерностей, центральный банк может использовать данное правило, как инструмент поддержки принятия управленческих решений в ходе реализации денежно-кредитной политики [412, с. 11].

В начале 1990-х годов специалистами Банка Канады был предложен индекс монетарной конъюнктуры (*“Monetary Conditions Index”* – *“MCI”*), который, в отличие от правила Тэйлора (для закрытой экономики), представляет собой правило реализации денежно-кредитной политики центрального банка для открытой экономики. Индекс *MCI* рассчитывается как средневзвешенное значение реальной краткосрочной процентной ставки и

реального эффективного обменного курса по отношению к их стоимости в базисном периоде:

$$MCI_t = \alpha_R(i_t - i_0) + \beta_e(e_t - e_0), \quad (5.12)$$

где i_t , i_0 - реальные краткосрочные процентные ставки в момент времени t и базовый период (доходность по 3-месячным казначейским векселям правительства Канады);

e_t , e_0 - реальные обменные валютные курсы в момент времени t и базовый период;

α_R , β_e - коэффициенты эластичности изменения процентной ставки и валютного курса [412].

Коэффициенты эластичности (веса) по процентной ставке и обменному курсу отражают степень их влияния на объем выпуска национальной экономики (например, ВВП). В частности, Банк Канады использует соотношение α_R/β_e как 3 к 1, то есть один процентный пункт увеличения процентной ставки приводит к тройному увеличению в MCI Банка, что соответствует однопроцентному курсу канадского доллара. Определив желаемое значение MCI , центральный банк добивается приближения фактического значения индекса к выбранному.

В качестве правила денежно-кредитной политики индекс MCI выражает собой реакцию процентной ставки на изменение валютного курса, который может выступать в качестве таргета. Кроме этого, индекс MCI используется как операционная цель денежно-кредитной политики в Банке Канады и Резервном банке Новой Зеландии [400, с. 421].

Развитием индекса MCI и правила Тэйлора стала разработка в 1999 году Лоренсом Боллом правила, раскрывающее реакцию центрального банка на изменения валютного курса путем коррекции процентной ставки [413, с. 131]:

$$\begin{aligned}
 wr + (1 - w)e &= ay + b(\pi + \gamma e_{t-1}), \\
 w &= m\beta\theta / (\theta - m\beta + m\beta\theta), \quad b = n\theta / (\theta - m\beta + m\beta\theta), \\
 a &= \theta(m\lambda + n\alpha) / (\theta - m\beta + m\beta\theta),
 \end{aligned}
 \tag{5.13}$$

где r - среднее значение реальной процентной ставки;

e, e_{t-1} - среднее значение реального обменного курса в текущем и базовом периодах;

w, a, b, m, n - коэффициенты эластичности.

Уравнение (5.13) представляет собой оптимальную политику центрального банка, которая учитывает взаимосвязь между процентной ставкой и валютным курсом. Правило Тэйлора с учетом модификаций правила Болла можно представить в следующем виде:

$$i_t = \alpha\pi_t + \beta y_t + \gamma_1 e_t + \gamma_2 e_{t-1}, \tag{5.14}$$

где π_t, y_t, e_t, e_{t-1} - отклонения параметров инфляции, ВВП, валютного курса от их ожидаемых значений;

$\alpha, \beta, \gamma_1, \gamma_2$ - константы.

Уравнение (5.14) в большей мере отражает особенности стран с формирующимися рынками, которые активно развивают внешнеэкономическую деятельность и в которых колебание валютного курса оказывает сильное влияние на устойчивость национальных экономик.

Последующие исследования в области развития правил реализации денежно-кредитной политики во многом опирались на правило Тэйлора и были своего рода модификацией базовых правил (5.7), (5.10). Как отмечают А. Вдовиченко и В. Воронина [414, с. 12], дальнейшие модификации состояли:

- в использовании альтернативных показателей ожидаемой инфляции вместо параметра π_t ;
- в вводе новых схем расчета трендового значения прироста ВВП с заменой параметра \bar{y}_t на \bar{y}_{t-1} ;
- в использовании в правой части правила (5.10) параметра i_{t-1} для обеспечения сглаживания динамики процентных ставок, что, по общему мнению, является общепринятым в поведении многих центральных банков;
- в приведении правила (5.10) к частному виду с исключением в правой части правила отклонений по выпуску (ВВП), что позволило формализовать процедуру прямого таргетирования инфляции.

Примером модификации правила Тэйлора является правило Клариды-Гали-Гертлера [415]:

$$i_t^* = i^* + \beta(E\{\pi_{t,k}|\Omega_t\} - \pi^*) + \gamma E\{y_{t,q}|\Omega_t\}, \quad (5.15)$$

где i_t^* - таргетируемая номинальная, краткосрочная процентная ставка в момент времени t ;

i^* - желаемая номинальная процентная ставка при условии, что инфляция и выпуск продукции (ВВП) находятся на своих целевых значениях;

$\pi_{t,k}$ - процент изменения уровня цен между периодами t и $t+k$;

$y_{t,q}$ - средний гэп по ВВП, представляющий собой разницу между текущим значением ВВП и его потенциальным значением в пределах периода t и $t+q$;

$E\{\}$ - оператор ожидания.

Как отмечает В. Романчукевич [416, с. 62], для обеспечения связи фактического и целевого значений процентной ставки центрального банка часто используют процедуру сглаживания для ставки i_t^* :

$$i_t = (1 - \rho)i_t^* + \rho i_{t-1} + v_t, \quad (5.16)$$

где i_{t-1} - значение процентной ставки в базовом периоде;

ρ - коэффициент сглаживания, где $\rho \in (0;1]$;

v_t - случайная переменная.

Отличительной особенностью правила Клариды-Гали-Гертлера (5.15) является то, что регулирование процентной ставки центральным банком осуществляется с учетом не лаговых переменных по инфляции и выпуска продукции (ВВП), а с учетом их прогнозируемых (ожидаемых) значений.

Существуют и другие модификации правила Тэйлора, среди которых:

1. Правило Антазиоса Орфанидеса, в соответствии с которым предложено определять гэп ВВП в виде разности между его фактическим и трендовым значением [417];

2. Правило на базе инфляционного прогноза (Г. Рудебуша, Л. Свенссона) [418], в соответствии с которым процентная ставка определяется путем использования процедуры сглаживания ее значений и расчета гэпа по инфляции (разницы между прогнозным значением инфляции с целевым ее уровнем);

3. Правила с использованием различных лагов параметров базового уравнения Тэйлора, вводом в него параметра отклонений денежной массы от ее целевого значения, параметра обменного курса. Существенный вклад в этой области провел в начале 2000 года Э. Нельсон при анализе правила Тэйлора к монетарной политике Банка Англии за 1972-1997 годы [419].

4. Правило для открытой экономики Банка Англии, предложенное Н. Батини, Р. Харрисоном и С. Милардом [408] в 2001 году, которое сочетает в себе правило Тэйлора (по параметрам инфляции и выпуска продукции) и

правило Л. Болла, с учетом динамики номинального валютного курса и процедуры сглаживания процентной ставки;

5. Правило Банка Норвегии, сформулированное Т. Хусебо, Ш. МакКоу, К. Олсен и О. Ройсланд [420] в 2004 году, в основе которого лежит классическое правило Тэйлора с применением процедуры сглаживания параметров правила;

6. Правила, описывающие проведение денежно-кредитной политики Банка России в 1999-2003 годах [414], в 1999-2007 годах [411], основанные на правиле Клариды-Гали-Гертлера (модифицированного правила Тэйлора) с вводом обменного курса / денежного агрегата в качестве дополнительной переменной и сглаживанием параметров правила. По мнению ученых А. Вдовиченко и В. Воронина [390, 414, с. 2], С. Дробышевского и др. [411, с. 28] введение в уравнение денежного правила обменного курса / денежного агрегата (денежной базы) обусловлено тем, что на практике процентная ставка не всегда играла роль главного инструмента политики центрального банка. Скорее всего, усилия центрального банка были направлены на сглаживание динамики реального обменного курса, чем на снижение инфляции. Поэтому регулируемый валютный курс часто не позволял абсорбировать внешние шоки и снижал эффективность процентного канала трансмиссионного механизма. Справедливости ради необходимо заметить, что сам Тэйлор, комментируя свое денежное правило, указал на то, что оно выполняется для стран, использующих гибкие валютные курсы [409, с. 202].

7. В 2009 году Петерс Амос [421] модифицировал правило Тэйлора, включением в него переменных реального обменного курса и предложения денег. Ученый апробировал денежное правило на статистических данных ряда развивающихся стран (Африка, Мексика, Индонезия, Таиланд) и сделал вывод, что в некоторых из них (Индонезия, Таиланд) в условиях “боязни плаванья” (“*fear of floating*”), т.е. режима свободного плавающего курса, реальный обменный курс является приоритетным таргетом денежных властей.

8. Правила, описывающие реализацию денежно-кредитной политики Национального банка Украины с начала 2000-х годов по 2010-2011 года. Среди отечественных ученых, системно исследовавших закономерности реализации денежно-кредитной политики центрального банка, можно выделить Т. Савченко [406-407, 422], а также результаты исследований, полученные специалистами НБУ [423, 424]. Из научных работ Т. Савченко [407], В. Романчукевича [424] следует, что процентная ставка Национального банка Украины, не оказывала должного воздействия на процентные ставки на межбанковском рынке и не отличались сильной эластичностью на протяжении достаточно длительного периода времени, особенно до 2009 года. В связи с этим, ученые предложили оценивать денежное правило реализации денежно-кредитной политики Национального банка Украины, взяв в качестве таргетируемых показателей денежные агрегаты. Кроме этого, в силу того, что инфляционные ожидания в открытой экономике Украины достаточно в сильной степени зависят от конъюнктуры валютного рынка, в качестве дополнительного параметра уравнения денежного правила предложено использовать параметр обменных курсов.

В Украине денежное правило Тэйлора нашло свое выражение в Постановлении НБУ “Об утверждении Временного положения об определении Национальным банком Украины процентных ставок по своим операциям” от 27.04.2001 года №183, в котором было отмечено, что Национальный банк рассчитывает учетную ставку на основе следующей формулы [425]:

$$O_c = B_c + K * P_n(\phi) - 0,5BВП, \quad (5.17)$$

где O_c - учетная ставка;

B_c - базовая процентная ставка, размер которой соответствует средней процентной ставке, которая используется центральными банками стран

Европы во время осуществления рефинансирования ими своих коммерческих банков;

K - коэффициент прироста учетной ставки на 1 процент роста инфляции (1,0-1,5), размер которого устанавливается в зависимости от инфляционных ожиданий и тенденций развития денежно-кредитного рынка;

P_n - прогнозный уровень инфляции, который устанавливается путем деления индекса потребительских цен в декабре текущего года к индексу потребительских цен в декабре предыдущего года;

$P_n(\phi)$ - фактический уровень инфляции в годовом выражении;

$ВВП$ - снижение темпов реального ВВП.

В соответствии с правилом (5.17) Национальный банк во время определения учетной ставки учитывал зависимость стоимости денег от уровня потребительских цен и необходимости реагирования учетной ставки, как на уровень инфляции, так и на изменение уровня реального валового внутреннего продукта (ВВП). В указанном Положении реакция центрального банка на изменения в параметрах правила (5.17) заключалась в следующем: 1 проценту роста инфляции соответствовало от 1 до 1,5 процента роста учетной ставки, а одному проценту снижения темпов реального ВВП соответствовало снижение учетной ставки на 0,5 процента.

Однако, как отмечает Т. Савченко [407, с. 270], на практике данное правило не получило своей полноценной реализации. В 2002-2004 годах в Украине отсутствовали условия для внедрения монетарного режима, направленного на поддержку ценовой стабильности. В этот период времени осуществлялся режим управляемого валютного курса в привязке к доллару США, в то время как учетная ставка на протяжении 3 лет изменялась лишь 9 раз, а на протяжении 2003 г. вообще не корректировалась [426].

В конце третьего квартала 2004 года указанное выше Постановление НБУ № 183 утратило свою дееспособность на основе Постановления НБУ “Об

утверждении Положения о процентной политике Национального банка Украины” от 18.08.2004 года № 389 [427]. В новом Постановлении формула определения учетной ставки отсутствует, но при этом центральным банком сформулированы следующие тенденции, которые берутся во внимание в процессе определения нового уровня учетной ставки:

- фактический и прогнозный уровень инфляции в соответствующем периоде;
- фактический и прогнозный уровень изменения индекса цен производителей промышленной продукции, рентабельность основных отраслей экономики;
- фактический и прогнозный уровень реального валового внутреннего продукта;
- размер дефицита государственного бюджета и источники его покрытие;
- фактический и прогнозный размер платежного и торгового балансов;
- темпы прироста денежной массы в обращении;
- фактическая и прогнозная структура выпущенных в обращение Национальным банком платежных средств в соответствующем периоде;
- динамика процентных ставок на межбанковском рынке кредитных ресурсов;
- динамика процентных ставок за кредитами и депозитами банков.

Кроме этих тенденций, Национальным банком во время определения учетной ставки учитываются и другие факторы, которые могут повлиять на стоимость средств в национальной валюте: инфляционные или девальвационные ожидания, процентные ставки рефинансирования, используемые центральными банками стран, которые имеют тесные торгово-экономические связи с Украиной.

В то же самое время, специалистами Национального банка [359, с. 62-63] в 2008 году в рамках комплексного исследования моделей монетарного трансмиссионного механизма для определения реакции монетарной политики

было предложено использовать модифицированное правило Тэйлора (уравнения (5.11), (5.15), (5.16)):

$$i^{tar} = \alpha i_{t-1} + (1 - \alpha) [\bar{r}_t + E(\pi_t) + \beta(\pi_{t+4} - \pi_{t+4}^{targ}) + \gamma y_t^{gap}] + \varepsilon, \quad (5.18)$$

где i^{tar} - ключевая (таргетируемая) процентная ставка;

i_{t-1} - процентная ставка в предыдущий момент времени $t-1$;

\bar{r}_t - равновесная реальная процентная ставка;

$E(\pi_t)$ - ожидаемый уровень инфляции;

$\pi_{t+4}, \pi_{t+4}^{targ}$ - уровень инфляции и инфляционная цель через 4 квартала от текущего момента времени t ;

y_t^{gap} - разрыв ВВП;

α, β, γ - оцениваемые параметры;

ε - экзогенный шок.

Как отмечают специалисты Национального банка, наличие авторегрессионного элемента α объясняется плавным (мягким) изменением центральным банком процентной ставки, что отражает консервативную составляющую в поведении центральных банков, что и проявляется в наличии инертности изменений процентной ставки [359, с. 73]. Сглаживание процентной ставки отражает тот факт, что центральные банки сталкиваются с некоторой неопределенностью относительно возможных последствий шоков, связанных с изменением процентных ставок в части определения точной амплитуды и продолжительности эффектов от этих шоков. На практике, большинство центральных банков предпочитают избегать сильных коррекций в процессе монетарного регулирования, и поэтому, как правило, регулируют процентные ставки постепенно.

В условиях равновесия на денежном рынке и стабилизации выпуска продукции, номинальная процентная ставка i^{tar} будет стремиться к сумме

равновесной реальной процентной ставке \bar{r}_t и инфляционным ожиданиям $E(\pi_t)$. Дискреционность денежно-кредитной политики в этом случае будет определяться такой номинальной процентной ставкой, которая не вызывает существенных изменений в инфляции и других макроэкономических параметрах экономики. В том случае, если через 4 квартала ожидается превышение инфляции ее целевого значения или же, в настоящий момент времени, наблюдается превышение ВВП своего потенциального уровня, центральный банк, действуя на основе правила (5.18), повысит краткосрочную процентную ставку, проведя тем самым, необходимые рестрикции в экономике.

Анализ монетарного правила Тэйлора в период накопления ДФСЭ Украины. Адекватность процентной политики Национального банка в период формирования ДФСЭ национальной экономики предлагаем проивести путем анализа отклонений фактической (учетной) ставки от ее теоретического значения, рассчитанному по правилу Тэйлора, а также от величины интегрального показателя ДФСЭ (*MFSI*). Полагаем, что существенные отклонения по инфляции в предкризисный период времени и сокращение реального ВВП Украины в условиях мирового финансово-экономического кризиса были усилены финансовыми шоками, вследствие накопленных ДФСЭ.

В качестве исходного уравнения предлагаем взять уравнение (5.18), предложенное специалистами Национального банка, и которое является модифицированным правилом Тэйлора. Вместе с этим, рассмотрим более простую его форму, заменив годовые прогнозные значения по инфляции $\pi_{t+4}, \pi_{t+4}^{arg}$ на фактические квартальные (π_t) и таргетируемые значения (π_t^*), что ближе по своей структуре базовому правилу Тэйлора и в этом отношении соответствует правилу Клариды-Гали-Гертлера (5.15). С учетом предложенных изменений, денежное правило и механизм сглаживания, связывающий фактическое и целевое значения оперативного инструмента центрального банка, будет иметь следующий вид:

$$i_t^* = \bar{r}_t + \pi_t^* + \beta(\pi_t - \pi_t^*) + \gamma y_t^{gap} + \varepsilon, \quad (5.19)$$

$$i_t = (1 - \rho)i_t^* + \rho i_{t-1} + v_t, \quad (5.20)$$

где i_t^* - таргетируемый уровень процентной ставки;

i_t , i_{t-1} - теоретические уровни процентной ставки в текущем и предыдущем кварталах соответственно;

$(\pi_t - \pi_t^*)$ - гэп по инфляции;

π_t^* - квартальные ориентиры по инфляции;

π_t - фактические квартальные значения по инфляции.

Раскроем специфику исходных данных для проведения исследования:

1. Для проведения анализа рассмотрим интервал времени с 2001 года по 2009 год с поквартальной разбивкой, который на основе ранее проведенных исследований можно условно разделить на два периода: а) период отсутствия явных дисбалансов (2001-2005 гг.) и б) период накопления существенных ДФСЭ Украины (2006-2008 гг.).

2. В качестве реальной процентной ставки обычно понимают равновесную долгосрочную реальную процентную ставку, которая изменяется только в долгосрочном периоде времени [400, с. 429]. Основываясь на статистических данных Европейского центрального банка по среднегодовой ставке процента по кредитам нефинансовым корпорациям и среднегодовому уровню инфляции развитых стран, входящих в Евросоюз [362], примем значение годовой равновесной процентной ставки $\bar{r}_t = 2,5\%$.

3. С целью повышения сопоставимости процентной ставки, рассчитанной по правилу Тэйлора, по отношению к реальным фактически данным, произведем интерполяцию годовых ориентиров по инфляции (π_t^*) к квартальным значениям, выраженных в виде годовых приростов. Предполагаем, что для центрального банка среднесрочное (годовое)

представление об ожидаемом изменении конечных целей (инфляции, ВВП) имеет большую значимость, нежели чем их краткосрочное изменение от месяца к месяцу. Годовые ориентиры по инфляции регулярно публикуются в основных задачах денежно-кредитной политики центрального банка [210]. Для целей анализа возьмем верхние значения диапазона таргетируемой инфляции центральным банком.

4. Весовые коэффициенты (β) и (γ), возьмем в соотношении 1,5 / 0,5 соответственно, как это и было определено центральным банком в уравнении (5.17). Высокое значение коэффициента (β) определяет более высокую степень важности фактических отклонений от таргетируемой инфляции по сравнению с возможным отклонением ВВП от его потенциального уровня.

5. Параметр сглаживания (ρ) установим на уровне 0,5, что соответствует достаточно сильной консервативной политике центрального банка по изменению процентной ставки и обеспечивает существенную прогнозируемость коридора ее возможных колебаний.

6. Величина гэпа ВВП (y_t^{gap}) по каждому кварталу представляет собой разность между сезонно сглаженным фактическими значениями ВВП ($y_t^{s.adj.}$) и его трендовыми значениями (y_t^{HP}), рассчитанные на основе фильтра Ходрика-Прескотта:

$$y_t^{gap} = y_t^{s.adj.} - y_t^{HP}. \quad (5.21)$$

Амплитуду отклонения (z_t^{Taylor}) теоретического значения учетной ставки (i_t), рассчитанной по правилу Тэйлора, от ее фактической (i_t^ϕ) величины, предлагаем измерить в единицах стандартного отклонения:

$$z_t^{Taylor} = \frac{i_t - i_t^\phi}{\sigma^\phi}, \quad (5.22)$$

где σ^ϕ - стандартное отклонение по фактической учетной ставке за анализируемый период времени.

Увеличение разрывов между теоретической и фактической процентной ставкой указывает на пассивное (нерегулярное) использование монетарного инструмента (процентной ставки) в достижении желаемых таргетов по инфляции и выпуску продукции. Степень связи между изменением фактической учетной ставкой и дисбалансами в ФСЭ в самой простой форме определим с использованием линейного коэффициента корреляции. Соответственно, результативность монетарного регулирования, в том числе и с позиции сглаживания возможных ДФСЭ, можно оценить путем сопоставления таргетируемых показателей с их фактическими значениями. В этом контексте, интересной представляются результаты научных исследований К. Корищенко [363, с. 10], из которых четко следует тезис о том, что центральный банк вносит вклад в повышение благосостояния общества путем достижения устойчивых целевых макроэкономических параметров. Тем самым, путем регулирования процентной ставки центральный банк стремится минимизировать функцию потерь общества вследствие отклонения темпов инфляции (π_t) и реального ВВП (Y_t) от своих целевых значений (π^* и Y^*):

$$L = \frac{1}{2} \sum_{t=1}^n \left((\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda (y_t^{s.adj.} - y_t^{HP})^2 \right), \quad (5.24)$$

где n – количество анализируемых кварталов;

λ - вес, который придает центральный банк величине отклонения реального ВВП от своего потенциального уровня: $w \in [0;1]$.

Считается, что если $\lambda=0$, то центральный банк придерживается “жесткого” инфляционного таргетирования и в его задачу не входит стабилизация экономического цикла [400, с. 382]. Если же $\lambda>0$, то центральный банк использует “гибкое” таргетирование конечных целей (инфляции и выпуска

продукции), в рамках которой производится стабилизация изменения реального ВВП. Считается, что функция потерь центрального банка будет меньше в случае “гибкого” таргетирования. В частности, Ларс Свенссон в своей работе пришел к выводу, что использование гибкого инфляционного таргетирования приводит к меньшей волатильности реального валютного курса [392, 429]. В свою очередь, Джон Тэйлор показал, что в долгосрочном периоде времени, достижение устойчивого экономического роста требует большей волатильности инфляции, и наоборот: стабильность цен (строгое инфляционное таргетирование) связано с более высокой волатильностью реального ВВП [430, с. 22].

Эффективная денежно-кредитная политика центрального банка направлена на минимизацию во времени представленной выше функции потерь (5.24). Полагаем, что в условиях нарастания ДФСЭ, мягкая денежно-кредитная политика и запаздывание соответствующих рестрикций приводит к снижению эффективности монетарных инструментов и существенному отклонению функции потерь от своего возможного минимума. На рисунке 5.6 показана амплитуда отклонения теоретического значения учетной ставки, рассчитанной по правилу Тэйлора, от ее фактической величины для экономики Украины.

Анализ графического материала позволяет сформулировать следующие выводы:

1. За период времени с начала 2000-х годов до 2005 года включительно отклонение учетной ставки НБУ от ее базового уровня (по Тэйлору) было незначительно. Исключением является вторая половина 2004 года, когда величина отклонения было более 1 стандартного отклонения, и что, скорее всего, связано с влиянием на экономические ожидания политических факторов.

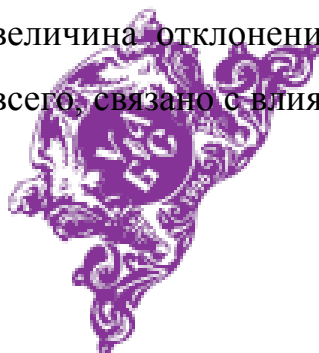




Рисунок 5.6 – Отклонение процентной ставки, рассчитанной по правилу Тэйлора, от ее фактической величины

Источник: составлено на основе собственных расчетов.

2. Существенные и устойчивые отклонения теоретической ставки от ее фактического значения (до 5 стандартных отклонений в первом квартале 2008 г.) выявлены за период времени со второго квартала 2006 года по конец 2008 года, что полностью соответствует периоду времени формирования ДФСЭ национальной экономики.

3. Теоретическая ставка выявилась более инертной в период ДФСЭ и подтверждает наше предположение об адаптационном характере денежно-кредитной политики Национального банка. Поэтому изменение фактической учетной ставки можно считать весьма неэластичным и адаптивным.

4. Сокращение разрывов между теоретической и фактической ставкой произошло в период прохождения Украиной активной фазы финансово-экономического кризиса. В основном, это произошло вследствие резкого и существенного сокращения реального ВВП относительно его потенциального уровня. При этом, отклонения индекса потребительских цен от целевого уровня сократились лишь на несколько процентных пунктов (приблизительно, на 200

базисных пунктов), достигнув своего минимального значения к концу 2009 года.

Полученные результаты согласуются с выводами Джона Тэйлора, сделанные им в 2008 году [431]. В частности, ученый указал, что слабое реагирование ФРС США на формирующиеся отклонения фактической процентной ставки от ее теоретического значения, было ничем иным, как дискреционными интервенциями правительства, которое опасалось возможной дефляции. В то же самое время, отсутствие своевременное контрциклической политики не позволило сгладить экономический цикл и минимизировать потери экономики в условиях финансово-экономического кризиса (рис. 5.7).

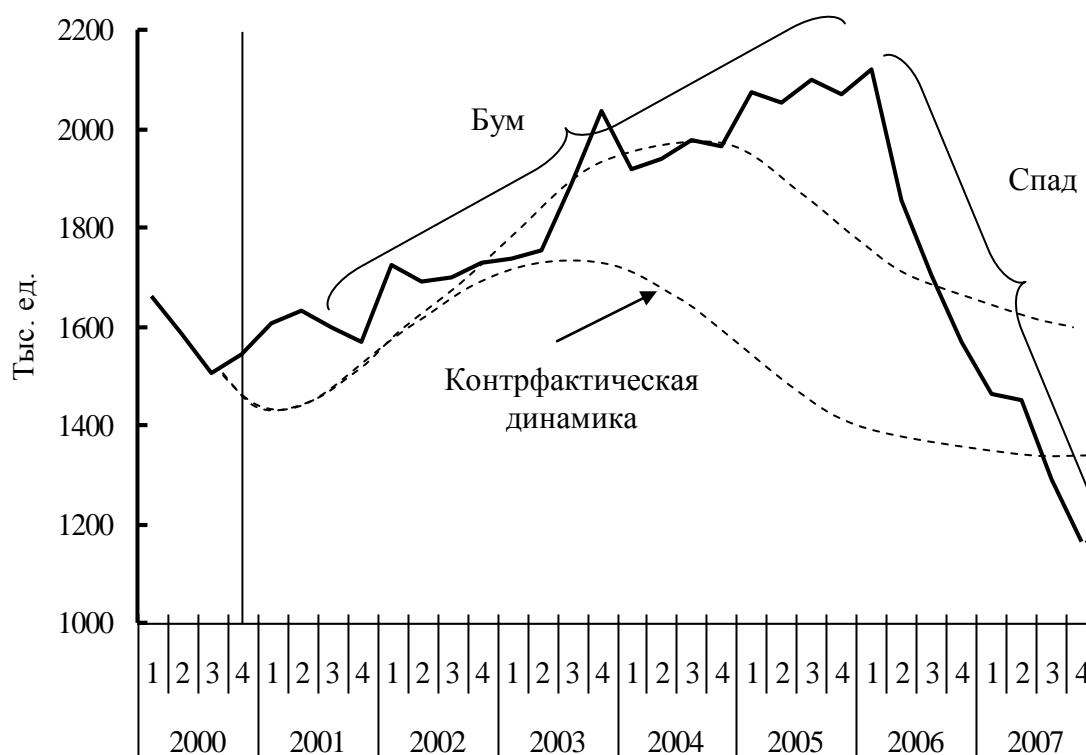


Рисунок 5.7 — Бум-спад в секторе строительства нового жилья в США по сравнению с возможной ее контрфактической динамикой

Источник: построено на основе [429].

Иллюстрируя свои выводы Дж. Тэйлор показал, что через коррекцию процентной ставки, можно было предотвратить бум строительства нового

жилья в США и не допустить скачка роста цен на базовые активы, что позволило бы сгладить их динамику.

Принимая во внимание вышесказанное, рассмотрим динамику фактической и сглаженной теоретической учетной ставки по Тейлору по отношению к изменению интегрального показателя ДФСЭ (IIFSI), рассчитанного на основе квартальных данных (рис. 5.8).



Примечание: параметр сглаживания был установлен $\rho=0,7$ (формула (5.20)).

Рисунок 5.8 – Фактическая и теоретическая учетная ставка в условиях формирования ДФСЭ Украины

Источник: составлено на основе [210], собственные расчеты.

Анализ графического материала позволяет сформулировать следующие выводы. Поступательное снижение официальной учетной ставки в 2006-2007 годах происходило на фоне роста теоретической ставки, что свидетельствует о “мягкости” денежно-кредитной политики. Согласно официальным аналитическим отчетам центрального банка процентная политика в этот период времени была адекватна ситуации, сложившейся на денежно-кредитном рынке [210]. Так, 2006 году с целью закрепления позитивных тенденций в денежно-

кредитной и макроэкономической сфере Украины, Национальный банк Украины снизил учетную ставку с 9,5% до 8,5% в конце 2 квартала 2006 [210]. Учитывая ослабление инфляционных процессов в январе-апреле 2007 года, а также стремясь усилить роль процентной ставки в расширении кредитования реального сектора экономики, Национальный банк с 1 июня 2007 г. снизил учетную ставку с 8,5 до 8,0% годовых.

Процентная политика Национального банка на протяжении 2008 года проводилась также адекватно ситуации на денежно-кредитном рынке, и ставило своей задачей ослабление инфляционных ожиданий в экономике. С целью сдерживания инфляционного давления и предотвращения углубления дисбалансов в структуре активно-пассивных операций банков Национальный банк Украины с 1 января 2008 года повысил учетную ставку с 8,0% до 10,0%, а с 30 апреля 2008 года – до 12,0% годовых [210].

Переход к рестрикционной денежно-кредитной политике в 2008 году, по нашему мнению, произошло с запаздыванием. Начиная с 2006 года, динамика интегрального показателя ДФСЭ, явно имела нелинейный характер. ДФСЭ очень слабо находили ответную реакцию в изменении учетной ставки. В частности, коэффициент корреляции между фактической учетной ставкой и интегральным показателем ДФСЭ на интервале времени с 2002 года по 2007 год составил 0,00023! В то же самое время, степень тесноты связи между теоретической ставкой (по Тэйлору) и дисбалансами на этом же интервале времени составила 0,79.

На основе вышеизложенного материала, выделим основные преимущества использования центральными банками правила Тэйлора (его модификаций) [397]:

- обладает стабилизационными свойствами, т.е. оно минимизирует циклические колебания в экономике;
- простое с точки зрения его технической реализации центральными банками;

- может быть проверено на реальных данных;
- может быть каналом коммуникаций денежных властей и частным сектором, с помощью которого центральные банки передают информационные импульсы в экономику относительно характера проведения денежно-кредитной политики.

Принимая во внимания все достоинства правила Тэйлора и его модификации, необходимо сказать о том, что оно не учитывает ДФСЭ. Вместе с тем, это не является существенным недостатком данного правила. Это говорит лишь о том, что сегодня существует объективная необходимость разработки нового класса правил. Причем, они не обязательно должны быть эксплицитными (подобно правилу Тэйлора, МакКаллума и т.п.). Они могут быть имплицитными, учитывающими ДФСЭ, которые периодически возникают в ФСЭ на соответствующих фазах финансового цикла. Совершенствование монетарных правил в части учета вариативной составляющей (*IIFSI*), полагаем, позволит снизить негативные эффекты финансовых шоков в будущем и обеспечит большую эффективность (действенность и результативность) денежно-кредитной политики центральных банков.

5.3 Разработка имплицитного правила таргетирования для экономики Украины

Поиск более совершенной модели регулирования ДФСЭ предлагается осуществить, взяв в качестве основы правила таргетирования (*"targeting rule"*), а не широко используемые в зарубежных исследованиях инструментальные правила (*"instrument rule"* – правило Тэйлора, МакКаллума и т.п.). Дело в том, что эмпирический анализ инструментальных правил, проведенный на основе статистических данных экономики Украины, не подтвердил наличие

устойчивой реакции учетной ставки на отклонения инфляции и выпуска продукции от их таргетируемых значений [424]. Поэтому использовать правило Тэйлора и его модификации, отражающее в явном (эксплицитном) виде причинно-следственные связи между уелями центрального банка является не целесообразным. Хотя, принимая во внимание стремления Национального банка позиционировать учетную ставку в качестве главного монетарного инструмента, в дальнейшем, скорее всего, станет целесообразным исследование подобных инструментальных правил.

В своей работе профессор Стокгольмского университета Ларс Свенссон [392] предложил взамен инструментального правила использовать имплицитное правило таргетирования, которое в неявном виде описывает реакцию центрального банка на отклонения в инфляции, ВВП от их ожидаемых значений, а также позволяет учесть экономические ожидания относительно реального валютного курса. Подобный научный подход позволяет ответить на вопрос, как должна была изменяться процентная ставка центрального банка, чтобы минимизировать эти отклонения (уравнение (5.24)). Как отмечает С. Моисеев, преимущество правила таргетирования перед правилом инструмента состоит в больших дискреционных возможностях [400, с. 425]. Например, если потребуется внести структурные изменения в трансмиссионный механизм монетарной политики, то это повлечет за собой автоматическое изменение инструментального правила, а правило таргетирования не изменится в силу того, что центральный банк, в последнем случае, во многом использует инструмент по своему усмотрению.

Особенностью модели правила таргетирования Ларса Свенссона является то, что, в отличие от стандартного правила Тэйлора, она учитывает эффект смены ожиданий экономических агентов относительно динамики реальных обменных курсов, которые могут быть латентными промежуточными целями центральных банков в странах с формирующимися рынками. Среди последних исследований, в которых анализируется влияние реального эффективного

обменного курса на уровень инфляции, можно отметить работы К. Сосунова [412], С. Головань и О. Замулина [433].

Анализ научных работ [392, 400, 432-436], позволяет сформулировать правила таргетирования центрального банка на основе следующих уравнений:

$$\tilde{y}_t = \beta_1 \tilde{y}_{t-1} + \beta_2 (i_t - \pi_{t+1}^*) + \varepsilon_t ; \quad (5.25)$$

$$\pi_t = \alpha_1 \pi_{t-1} + (1 - \alpha_1) \pi_{t+1}^* + \alpha_2 \tilde{y}_t + \alpha_3 \tilde{q}_{t-1} + \eta_t \quad (5.26)$$

где $\tilde{y}_t, \tilde{y}_{t-1}$ - отклонение реального ВВП от своего тренда (гэп реального ВВП) в периоды времени t и $t-1$ соответственно;

i_t - инструмент монетарной политики, $(i_t - \pi_{t+1}^*)$ - (псевдо)-реальная ставка в период времени t ;

π_t, π_{t-1} - уровень инфляции в периоды времени t ;

π_{t+1}^* - ожидания экономических агентов относительно уровня инфляции в периоде времени $t+1$, сформированные в период времени t ;

\tilde{q}_{t-1} - отклонение реального эффективного обменного курса от своего тренда (гэп РЭОК) период времени $t-1$;

$\beta_1, \beta_2, \alpha_1, \alpha_2$ - коэффициенты эластичности;

ε_t - шок совокупного спроса (предложения);

η_t - шок инфляции.

При расчете гэпа реального ВВП, прирост потенциального ВВП можно измерять как с помощью аппарата статистического анализа (скажем, фильтров Ходрика-Прескотта), так и с помощью производственных функций. В данном случае, предлагается воспользоваться фильтром Ходрика-Прескотта. По аналогии с вышесказанным, производится расчет гэпа по РЭОК. Трендовое значение можно получать, с одной стороны, путем оценки количественной

связи РЭОК и цен на нефть (например, марки “Brent”), а, с другой стороны, также воспользоваться фильтром Ходрика-Прескотта.

Заметим, что функция Филлипса (5.26) представлена в гибридном виде. В нее включена как лаговая переменная π_{t-1} (“backward-looking”), отражающая адаптивные ожидания участников экономических отношений, так и вперед смотрящая (“forward-looking”), переменная π_{t+1}^* , выражающая рациональные ожидания экономических агентов. В том случае, если центральный банк обладает полным доверием со стороны рынка, то ожидаемая инфляция будет совпадать с ее таргетируемым значением ($\pi_{t+1}^* = \pi_{t+1}^{arg}$) [400, с. 382].

Кроме этого, при стабильных экономических условиях таргетируемый уровень инфляции (π_{t+1}^{arg}) становится константой (π^*). Обратим внимание на цели Национального банка Украины, сформулированные им на среднесрочную перспективу. Так, в основных задачах денежно-кредитной политики на 2013 год указано, что годовой показатель прироста индекса потребительских цен в 2013-2014 годах должен стабилизироваться в диапазоне 4-6 %, а начиная с 2015 года - быть в пределах 3-5%.

Отсюда следует, что в условиях гибкого таргетирования, оценив количественные взаимосвязи основных целей денежно-кредитной политики на основе правил таргетирования, центральный банк получает возможность оценить различные сценарии своих решений.

Ларс Свенссон, как и многие другие ученые, исследовавших вопросы оптимизации монетарной политики центральных банков развитых стран на основе правил таргетирования, в качестве инструмента монетарной политики (i) брал либо процентную ставку по федеральным фондам [396], либо ставку РЕПО [392]. Вместе с тем, необходимо заметить, что последние исследования [380, 409, 432] инструментальных правил (а не правил таргетирования) для стран с формирующимися финансовыми рынками, свидетельствуют о слабой адекватности учетной ставки в ее реагировании на отклонения в таргетируемых

показателях экономического развития. В этом аспекте заметим, что правила таргетирования позволяют определить, какой должна была быть реальная процентная ставка, чтобы потери общества в случае отклонений реального ВВП и инфляции от своих ожидаемых (целевых) значений были минимальными.

Анализируя представленные выше уравнения (5.25)-(5.26), отметим, что центральный банк, используя монетарный инструмент регулирования, оказывает влияние на гэп ВВП (отклонение реального ВВП от своего потенциального уровня). В свою очередь, изменение гэпа ВВП через временной лаг оказывает воздействие на изменение в уровне инфляции. Однако, чистый эффект от изменения инструмента регулирования наблюдается, только лишь, через определенное время. Как отмечает С. Моисеев [400, с. 383], на практике этот временной лаг часто составляет 1-2 года. Подтверждением этих сведений являются результаты исследований Центра научных исследований НБУ [423]. Специалисты данного центра отмечают, что при условии действенности процентной ставки, существует довольно длительная задержка между шоком монетарной политики и изменениями краткосрочных ставок банков: они начинают возрастать лишь через год после шока и максимум эффект достигается приблизительно через полтора года [423, с. 27]. Вместе с тем, использование в оценке правил таргетирования учетной ставки исходит из того, что учетная ставка является базовой ставкой для всех остальных инструментов рефинансирования. Кроме этого, в соответствии с Законом Украины "О Национальном банке Украины" учетная ставка служит своеобразным информационным сигналом, который должен своевременно информировать банки и других участников денежно-кредитного рынка о намерениях денежных властей относительно регулирования спроса на деньги в экономике.

Далее отметим, что если рассмотреть долгосрочный период времени, когда шоки спроса близки нулю (фактическое значение реального ВВП равно потенциальному ВВП), то на основе правил таргетирования центральный банк

должен устанавливать такую процентную ставку, которая обеспечивала бы достижение таргетируемой инфляции, из чего следует:

$$i_t = i^* + \pi_t^*, \quad (5.27)$$

где π_t^* - целевой ориентир инфляции, определяемый центральным банком.

С учетом уравнений (5.25-5.27), раскрывающие статистические взаимосвязи между целями общества, ответную реакцию центрального банка путем коррекции инструмента регулирования, а именно: процентной ставки, можно представить следующим образом:

$$i_t = f(i^*, y_t, \pi_t, \pi_t^*, q_t). \quad (5.28)$$

Далее проведем оценку правил таргетирования на основе статистических данных экономики Украины. Все основные расчеты за анализируемый период времени с 2001 года по 2012 год производились в эконометрическом пакете “EViews 7”. В таблице Н.2 приложения Н представлено описание исходных переменных.

Для получения состоятельных оценок анализируемых уравнений (5.25)-(5.26) была произведена проверка на стационарность инфляции, гэпа реального ВВП, финансовых дисбалансов гэпа реального эффективного обменного курса и инфляции с помощью расширенного теста Дики-Фуллера. По результатам применения теста было выявлено отсутствие стационарности по инфляции. Гипотеза о наличии единичного корня (нестационарности) по гэпу реального ВВП и гэпу реального эффективного обменного курса не подтвердилась.

Решение проблемы стационарности обычно достигается путем перехода, к так называемым, первым разностям временного ряда. Однако, при этом могут возникнуть сложности с последующей экономической интерпретацией

полученных результатов. В виду того, что анализируемые переменные инфляции и реального ВВП рассматриваются одновременно, была произведена их проверка на коинтегрированность с помощью теста Йохансена. Результаты тестирования свидетельствуют о наличии, по крайней мере, одной коинтеграции между уровнем инфляции и гэпом реального ВВП. В долгосрочной перспективе эти показатели являются взаимосвязанными и образуют стационарный временной ряд. Оценка функций таргетов центрального банка (5.25)-(5.26) осуществлялась с использованием метода обобщенных моментов (*“generalized method of moments”* - *“GMM”*), разработанным Хансеном в 1982 году.

С. Дробышевский [411, с. 69-70] указывает на следующие преимущества применения *“GMM”* при анализе денежно-кредитной политики центрального банка:

1) В отличие от метода наименьших квадратов *“GMM”* не требует предположения о нормальном распределении промежуточной цели. В асимптотическом приближении достаточным условием является стационарность и эргодичность анализируемых временных рядов, а также наличие соответствующих моментов.

2) Оценки *“GMM”* и их стандартные ошибки состоятельны, даже если остатки имеют условную гетероскедастичность. Поскольку при оценке непрерывного процесса по дискретным наблюдениям возникает проблема агрегирования данных во времени, что влияет на распределение остатков, данное свойство *“GMM”* позволяет уменьшить воздействие дискретной аппроксимации на ошибку оценки параметров.

Для того, чтобы оценить уравнения (5.25)-(5.26) методом *“GMM”*, был выбран необходимый в этом случае набор инструментальных переменных. По аналогии с работой Клариды, Гали, Гертлера [415] для этой цели были взяты лаговые значения целевых переменных (инфляции и гэпа реального ВВП).

Кроме этого, были рассмотрены лаговые значения экзогенных переменных гэта реального эффективного обменного курса.

Результаты оценивания представлены на рис. Н.1 приложения Н. Функции гэта реального ВВП и инфляции для правил таргетирования в том виде, в котором они были представлены в уравнениях (5.25)-(5.26), в большей степени, не раскрывают колебания промежуточных и конечных целей центрального банка. В частности, модель не позволила в полной мере объяснить существенное снижение гэта реального ВВП в первом квартале 2009 года, а также отклонения уровня инфляции во втором квартале 2008 года. Кроме этого, уравнение совокупного спроса (5.25) обладает средними прогностическими качествами (коэффициент детерминации составил, всего лишь 0,61).

Полученные результаты формируют объективные обстоятельства для поиска правил таргетирования, которые наилучшим образом отвечали бы реалиям отечественной экономики, то есть были бы наиболее адекватными для экономики Украины.

Влияние дисбалансов ФСЭ на целевые показатели инфляции и реальный ВВП покажем путем включения интегрального показателя ДФСЭ Украины (*IIFSI*) в уравнения (5.25)-(5.26). Динамика интегрального показателя финансовых дисбалансов, как предполагается, в большей степени сможет объяснить волатильность конечных таргетов монетарной политики в условиях кредитной экспансии и последующего кредитного сжатия.

С целью повышения экономической интерпретации преобразуем значения интегрального показателя финансовых дисбалансов в положительную систему координат ($IIFSI^m$):



$$IIFSI_t^m = IIFSI_t + \min_t(IIFSI_t), \quad (5.29)$$

где $\min_t(IIFSI_t)$ - минимальное значение интегрального показателя ДФСЭ в период времени t из всего анализируемого набора наблюдений.

Отсюда следует, что значения интегрального показателя финансовых дисбалансов близкие нулю характеризуют ситуацию отсутствия существенных ДФСЭ, и наоборот, – о значительных накопленных дисбалансах.

Расширенная, с учетом финансовых дисбалансов, модель таргетов центрального банка (“*augmented monetary rules*”) в этом случае принимает следующий вид:

$$\tilde{y}_t = \beta_1 \tilde{y}_{t-1} + \beta_2 \tilde{y}_{t-2} + \beta_3 (i_t - \pi_{t+1}^*) + \beta_4 \Delta IIFSI_t^m + \varepsilon_t ; \quad (5.30)$$

$$\pi_t = \alpha_1 \pi_{t-1} + (1 - \alpha_1) \pi_{t+1}^* + \alpha_2 \tilde{y}_t + \alpha_3 q_{t-1} + \alpha_4 \Delta IIFSI_t^m + \eta_t , \quad (5.31)$$

где $\Delta DFCH_t^m$ - величина абсолютного (квартального) изменения интегрального показателя ДФСЭ: $\Delta IIFSI_t^m = IIFSI_t^m - IIFSI_{t-1}^m$.

Экзогенные и предопределенные переменные правой части уравнений (5.30)-(5.31) взяты с лаговыми значениями (“*backward-looking variables*”). В свою очередь, эндогенные таргеты инфляции и гэпа реального ВВП, а также текущее значение показателя интегральных финансовых дисбалансов $IIFSI_t^m$ предполагает проведение анализа “*ex post*” по фактическим данным. В то же самое время, информация о текущей динамике основных макроэкономических показателей становится доступной для денежных властей лишь через некоторый период времени, что определяет необходимость прогнозирования изменения основных макроэкономических показателей. В этом случае в функции таргетов (5.30)-(5.31) целесообразно включать впередсмотрящие (ожидаемые по значению) переменные (“*forward-looking variables*”) и проводить исследование “*ex ante*” [390].

Анализ функций таргетов центрального банка позволяет сформулировать дополнительные предположения относительно ее параметров:

1. Существенный рост ДФСЭ ($\Delta DFCI_t^m > 0$), как предполагается, происходит на фоне снижения темпов роста реального ВВП (y) в силу того, что в периоды “надувания” финансовых “пузырей” именно ФСЭ становится наиболее привлекательным для инвестирования средств. Увеличение интегрального показателя ДФСЭ будет свидетельствовать о нарастании существенных финансовых диспропорций в национальной экономике, в связи с чем, значение параметра (β_4) ожидается отрицательным.

2. С другой стороны, стимулирование спроса на деньги в процессе кредитной экспансии и соответствующий рост финансовых дисбалансов будет оказывать “положительное” влияние на рост потребительских цен в экономике. В связи с этим, как предполагается, значение параметра (α_4) будет положительным.

3. Гэп реального эффективного обменного курса (\tilde{q}_{t-1}), отражающий влияние внешней международной конъюнктуры на экспортно-ориентированную экономику Украины, как ожидается, будет иметь обратную связь с уровнем инфляции с определенным лаговым запаздыванием. Коэффициент (α_3), скорее всего, будет меньше нуля.

Количественная оценка расширенных правил таргетирования (“*augmented monetary rules*”) позволила получить следующие уравнения [437]:

$$\tilde{y}_t = 1,06\tilde{y}_{t-1} - 0,40\tilde{y}_{t-2} - 0,45 \cdot (i_t - \pi_{t+1}^*) - 6,46\Delta IFSI_t^m; \quad (5.32)$$

$$\pi_t = 0,91\pi_{t-1} + 0,09\pi_t^* + 0,26\tilde{y}_t - 10,43\tilde{q}_{t-1} + 7,05\Delta IFSI_t^m. \quad (5.33)$$

Результаты оценивания представлены на рис. Н.2 приложения Н, анализ которых позволяет сформулировать следующие выводы:

1. Предложенные нами имплицитное правило таргетирования (5.32)-(5.33) являются адекватными фактическим данным экономики Украины. Коэффициент детерминации по уравнению гэпа реального ВВП составил 0,78, а по инфляции 0,85. Все переменные, включенные в расширенные правила таргетирования оказались статистически значимыми при уровне $\alpha = 0,01$.

2. Имплицитное правило таргетирования позволило объяснить существенное снижение гэпа реального ВВП в первом квартале 2009 года и рост инфляции с пиковым значением, приходящимся на 2 квартала 2008 года. Отсюда следует, что разработанные правила таргетирования на основе оцененных уравнений позволяют учесть влияние всех основных факторов, оказывающих существенное воздействие на таргеты центрального банка через призму переменных, включенных в эти уравнения. Подтверждением данного тезиса является характер совместного распределения остатков (ε_t, η_t) , которое, по результатам оценки, соответствовало нормальному закону распределения с вероятностью 0,99 (при пороговом значении $\alpha = 0,01$) по статистике Жака-Бера.

3. Увеличение (псевдо) - реальной учетной ставки Национального банка Украины на 1% в абсолютном выражении, сопровождалось снижением реального ВВП, в среднем, на 0,45%. На основе оцененных стандартных отклонений по этим показателям можно сказать о том, что повышение учетной ставки на одно стандартное отклонение привело к снижению гэпа реального ВВП на величину эквивалентную 0,14 от его стандартного отклонения.

4. Формирование ДФСЭ Украины также сопровождалось снижением гэпа реального ВВП, увеличение $IIFSI_t^m$ на одно стандартное отклонение привело к снижению гэпа реального ВВП \tilde{y}_t на величину эквивалентную 0,35 от его стандартного отклонения. В условиях проявления мирового финансово-экономического кризиса дисбалансы, сформировавшиеся в ФСЭ, стали катализаторами снижения темпов прироста реального ВВП.

5. Уровень инфляции определялся, в большей степени, адаптивными ожиданиями, нежели чем будущими ожиданиями ее таргетируемой величины. “Вклад” таргетируемого уровня инфляции в общую динамику потребительских цен составил 0,09. Увеличение гэта реального ВВП на одно стандартное отклонение, при исключении влияния всех остальных факторов, связано с ростом уровня инфляции на 0,22 от ее стандартного отклонения. Соответствующий рост ДФСЭ вызывал увеличение уровня инфляции на величину эквивалентную 0,2 от ее стандартного отклонения, что свидетельствует о воздействии ДФСЭ на инфляционные ожидания.

6. Влияние внешней, международной экономической конъюнктуры на экономику Украины представлено в имплицитной модели экзогенной переменной, а именно, колебанием гэта реального эффективного обменного курса (РЭОК). Анализ реальных данных показал, что характерные изменения РЭОК происходили с временным запаздыванием, приблизительно равным одному кварталу, по сравнению с динамикой внутренней инфляции (рис. 5.9).

Кроме этого, из представленного рисунка 5.9 следует наличие прямой связи между укреплением национальной валюты и внутренней инфляции, что, в целом, является типовым примером для стран с развивающимися финансовыми рынками в условиях неудовлетворенного внутреннего спроса. Статистическая оценка показала наличие обратной связи между изменением гэта РЭОК и изменением в уровне инфляции.

Таким образом, исследовав причинно-следственные связи в уравнениях таргетов центрального банка экономики Украины, можно сформулировать правило таргетирования для соответствующего инструмента монетарного регулирования. Взяв в качестве инструмента регулирования учетную ставку центрального банка, определим ее уровень, который по имеющимся данным минимизировал бы функцию потерь общества в результате отклонений реального ВВП и инфляции от своих ожидаемых значений (5.24).

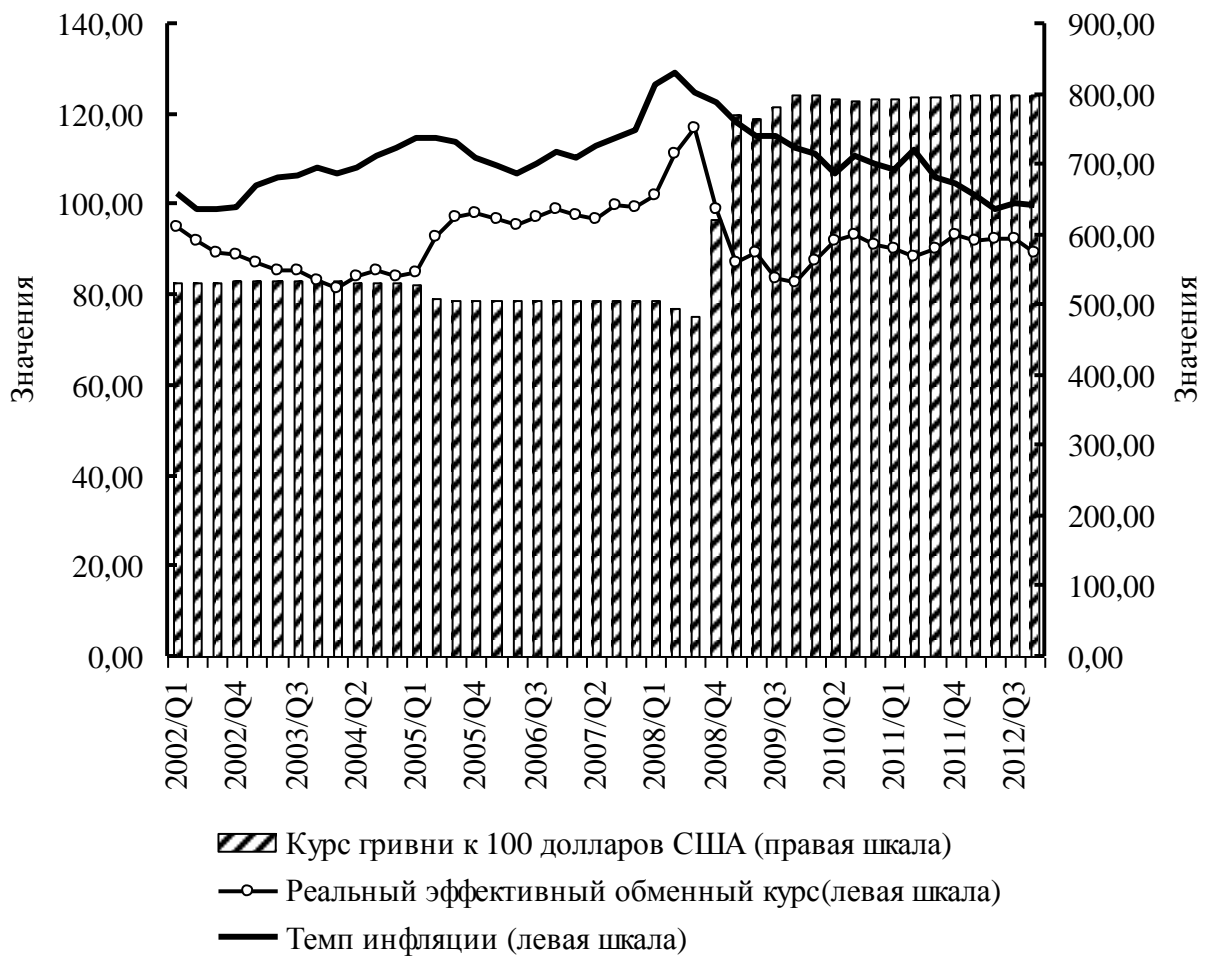


Рисунок 5.9 – Динамика инфляции, РЭОК и официального курса гривны к американскому доллару

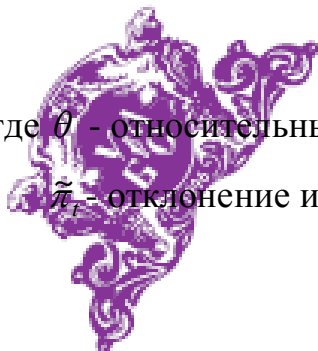
Источник: составлено автором на основе [210, 438], собственная разработка.

Для решения данной оптимизационной задачи необходимо сформулировать класс дискреционных монетарных правил:

$$(1 - \theta) \cdot \tilde{y}_t + \theta \cdot \tilde{\pi}_t = 0, \quad (5.34)$$

где θ - относительный вес инфляции ($\theta \in [0;1]$);

$\tilde{\pi}_t$ - отклонение инфляции от своего таргетируемого значения.



Правило $\theta=1$ предполагает жесткое таргетирование уровня инфляции, соответствующее ее целевому значению. Правило $\theta=0$ означает стремление общества достичь потенциального уровня ВВП. Варьирование параметра θ в диапазоне $\theta \in (0,1)$ соответствует смешанному правилу.

Соответственно, необходимо найти такое значение θ , а затем и значение монетарного инструмента регулирования, которые минимизировали бы функцию потерь (4.24). Причем, оптимальный уровень θ может быть найден в правилах таргетирования для фиксированного значения λ . Поиск оптимального правила таргетирования основан на исследовании выявленных статистических взаимосвязей флуктуации инфляции и реального ВВП.

Включение в функции целей Национального банка (гэпа реального ВВП и инфляции) переменной $IIFI_{t}^m$ позволит, как предполагается, своевременно и более адекватно, использовать инструмент монетарного регулирования для минимизации потерь общества при наступлении финансовых кризисов. Кроме этого, само правило таргетирования может меняться в зависимости от фазы финансового цикла. Например, в периоды времени, когда отсутствуют существенные ДФСЭ, роль стабилизации цен будет иметь более высокий приоритет в обществе. Однако, на фазе роста финансового цикла, сопровождаемого кредитной экспансией, неординарным ростом цен на финансовые и базовые активы, возможно, приоритетом в монетарной политике центрального банка должно стать ограничение спроса на деньги и стабилизация “затухающего” реального ВВП.

Вместе с тем, необходимо сформулировать ряд замечаний по практическому использованию правил таргетирования:

– в виду наличия временной задержки между изменением монетарного инструмента и его воздействием на процентные ставки денежного рынка в правилах таргетирования могут быть внесены изменения, связанные с расширением временных диапазонов по лагированным переменным;

– несовершенство механизма монетарной трансмиссии предъявляет достаточно высокие требования к действенности монетарного инструмента (в частности, учетной ставки) Национального банка;

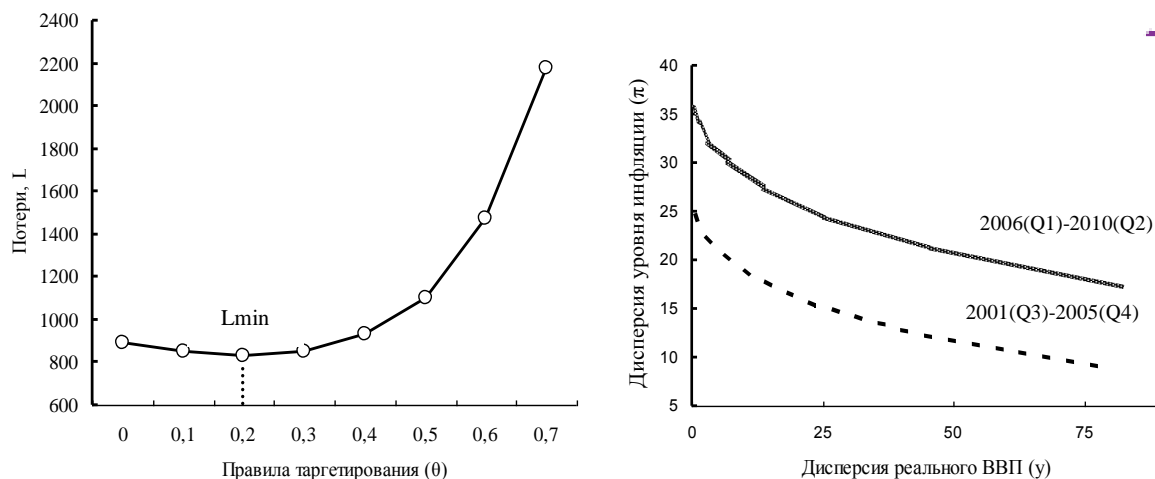
– правила таргетирования могут служить основой для построения прогнозов по приоритетным целям центрального банка в условиях гибкого режима таргетирования.

Подставив функции (5.32) и (5.33) в (5.34), а также выразив \tilde{y}_t в (5.34) через (5.33), была выведена формула для расчета оптимального значения θ^{opt} . Далее, по имеющимся статистическим данным (*ex post*) за период времени 2001-2012 годы была проведена симуляция правил таргетирования методом Монте-Карло. В виду того, что на основе оценок уравнений (5.32) и (5.33) шоки (ε_t, η_t) соответствовали, с высокой степенью вероятности, нормальному закону распределения, это предположение было использовано и в процессе симуляции. При этом, в процессе симуляции значение весового коэффициента θ класса монетарных правил отменялось от 0 до 1 с величиной приращения $\Delta_{шаг}$, равному 0,1. В результате были получены объективные оценки дисперсии гэта реального ВВП и инфляции.

На рисунке 5.10 представлены результаты оценки правил таргетирования на основе статистических и расчетных данных взятых за период 2001-2012 гг. с включением в функции совокупного спроса и инфляции интегрального показателя ДФСЭ ($\Delta IFSI_t^m$).

Результаты исследования позволяют сформулировать следующие выводы:

1. Беневалентность центрального банка, направленная, в конечном итоге, на стабилизацию, на приемлемом уровне, реального ВВП и инфляции ($\lambda=0,5$) позволяет формировать оптимальный класс монетарных правил таргетирования: $0,8\tilde{y} + 0,2\tilde{\pi} = 0$ (рис. 4.11 (а)).



а) функция потерь (L) при $\lambda=0,5$

б) кривая Тэйлора
при $\theta \in [0; 0,8]$, $\Delta_{шаг} = 0,1$

Рисунок 5.10 – Результаты оценки правил таргетирования с учетом финансовых дисбалансов

Источник: собственная разработка.

При этом, приоритетность стабилизации реального ВВП является следствием его сильной волатильности за весь период независимости Украины. Различные экономические и политические факторы не давали возможность достигнуть стабильного приращения валового внутреннего продукта на достаточно длительном интервале времени.

2. Стабилизация реального ВВП возможна, при прочих равных условиях, через шоки инфляции, что наглядно отражает функция Тэйлора (рис. 4.11 (б)). Пологий характер данной кривой показывает, что ввиду наличия средней степени тесноты количественных связей между динамикой гэпа реального ВВП и уровнем инфляции, стабилизация ВВП возможна при относительно небольших “потерях” в инфляции.

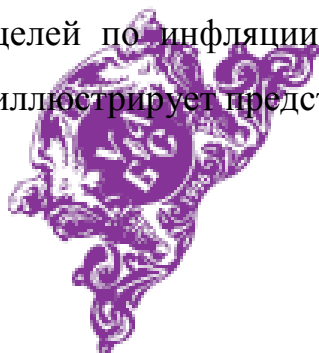
3. Изменение конечных целей денежных властей в сторону стабилизации цен (увеличение λ) приведет к увеличению “веса” фактора инфляции в классе монетарных правил, но значение функции потерь будет, все же, возрастать.

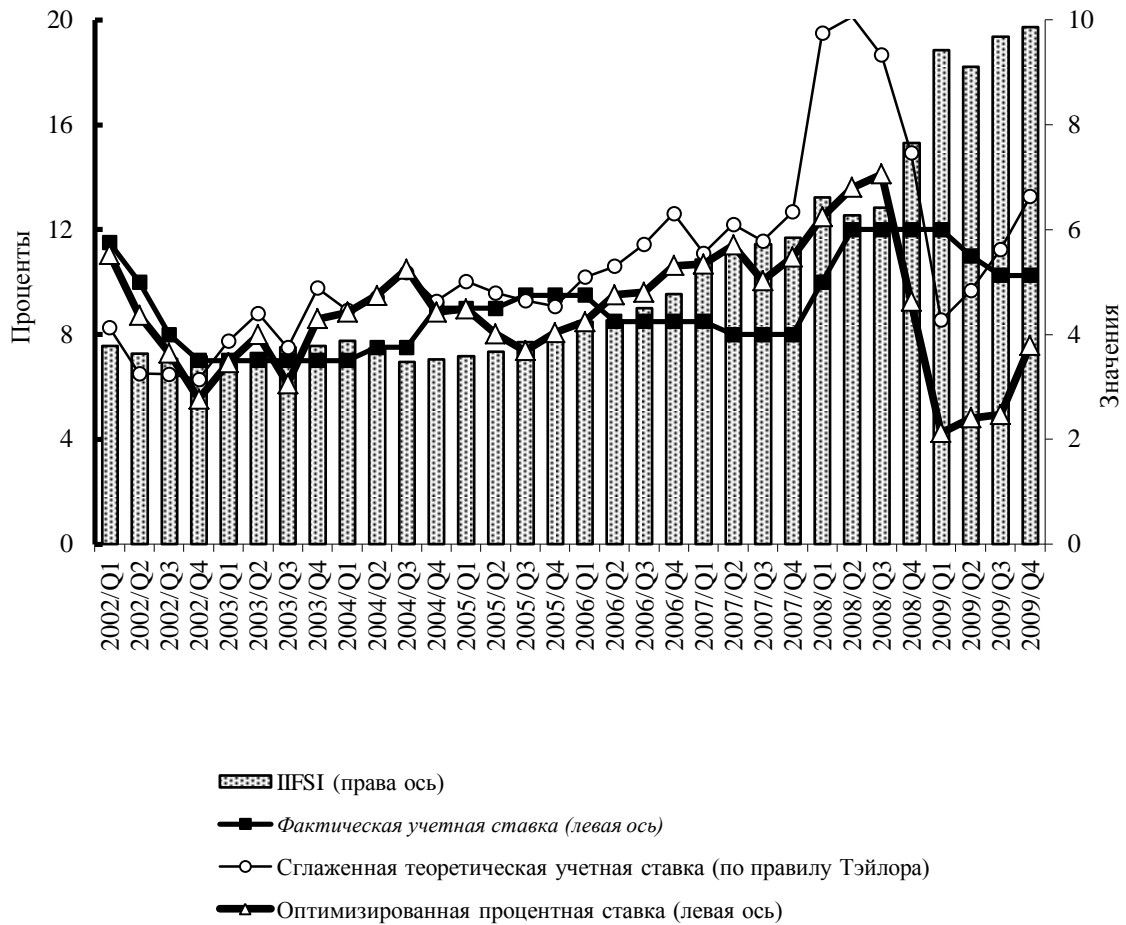
4. Волатильность реального ВВП и инфляции в докризисный период времени, с третьего квартала 2001 года по четвертый квартал 2005 года, было ниже по сравнению с периодом существенных ДФСЭ (2006-2008 гг.). Полагаем, что достижение ценовой и финансовой стабильности, сглаживание кредитного цикла позволит, в целом, минимизировать потери общества в периоды финансовых кризисов.

5. В качестве монетарного инструмента регулирования ДФСЭ, в правилах таргетирования рассматривалась реальная процентная ставка центрального банка, которая должна быть адекватной возможным потерям общества на соответствующих фазах не только экономического, но и финансового цикла. Результаты расчетов позволили определить теоретический уровень номинальной процентной ставки с учетом ДФСЭ (рис. 5.11).

Как видно из рисунка, “оптимизированная” процентная ставка почти “скользит” по экспоненциальному тренду интегрального показателя ДФСЭ. Фактическая же учетная ставка центрального банка “запаздывала” от “оптимизированной” в периоды накопления финансовых диспропорций. В условиях же кризисных событий в стране фактическая учетная ставка повышалась в то время, когда по “оптимизированной” она уже должна была снижаться.

Проведенное исследование подтвердило экономическую целесообразность мониторинга и реагирования со стороны центрального банка на ДФСЭ в период их “формирования”. Функция потерь общества достигает своего минимума в том случае, когда инструмент монетарного регулирования, помимо достижения целей по инфляции, адекватно отвечает величине ДФСЭ, что, в частности, иллюстрирует представленный выше рисунок 5.11.





Примечание: параметр сглаживания процентной ставки $\rho=0,6$.

Рисунок 5.11 – Оптимизированный монетарный инструмент регулирования с учетом финансовых дисбалансов

Источник: собственная разработка.

5.5 Обобщение релевантных макропруденциальных инструментов регулирования дисбалансов в финансовом секторе экономики

В научной специализированной литературе, на основе работ Хаймана Мински [11, 126], Чарльза Киндлбергера [229, 428] сложилось представление о том, что финансовые кризисы материализуются в результате

взаимоусиливающихся процессов между финансовым и реальным секторами экономики. С этой точки зрения, финансовые диспропорции формируются в условиях неустойчивой экономической экспансии, связанной с быстрым темпом роста кредита и цен активов. В период экономического подъема увеличиваются размеры денежных потоков, возрастает уровень доходов, стоимость финансовых и базовых активов. Экономические агенты вкладывают средства во все более рискованные проекты, расширяя объемы заимствований. Вместе с этим, финансовая система не склонна формировать дополнительные резервы капитала и ликвидности в благоприятные периоды времени, т.е. тогда, когда сделать это можно проще и дешевле. Каждая финансовая институция в условиях острой конкуренции желает максимизировать свою доходность. И в некоторый момент времени накопленные финансовые диспропорции проявляются в экономике, раскручивая виток очередного финансового стресса с последующими экономическими потерями [439, с.8].

В опубликованном годовом экономическом обзоре “*World Economic Outlook (WEO)*” [429] Международный валютный фонд акцентировал внимание на важность макропруденциальной политики центральных банков. *Центральные банки должны адекватно реагировать не только на отклонения по инфляции и выпуску продукции, но и на другие индикаторы (финансовых диспропорций) с целью смягчения эффектов падения цен на активы в условиях цикличности экономики.* Стабильная инфляция и экономический рост не обеспечивают защиты от последствий финансовых шоков, проявляющиеся, в условиях межбанковской конкуренции, в снижении спреда между ставкой процента на кредитном рынке и стоимостью привлекаемых средств, соизмеримой с процентной ставкой центрального банка. Финансовые диспропорции, рассматриваемые МВФ как самостоятельные источники шоков, могут снизить эффективность монетарных инструментов центральных банков в достижении конечных целей, а именно, ценовой (и финансовой) стабильности, устойчивого экономического роста [440, с. 13]. Поэтому денежные власти,

реализуя макропруденциальную политику, должны своевременно реагировать и не допускать накопление существенных финансовых диспропорций.

Международное банковское сообщество прилагает консолидированные усилия по разработке методологии эффективной антициклической политики, которая должна быть направлена на достижение следующих целей:

- сгладить деловой экономический цикл путем регулирования требований к размеру банковского капитала, и формирование, таким образом, действенного инструмента управления спросом на кредит;
- сгладить финансовый (кредитный) цикл, что рассматривается, как расширенная макропруденциальная цель;
- укрепить общесистемную устойчивость банков, что рассматривается как узкая макропруденциальная цель.

В 2004 году Национальный банк Украины в своем Листе от 30.12.2004 г. № 42-412/4010-13749 [441] объявил о необходимости внедрения в отечественную практику рекомендаций Базельского комитета по вопросам банковского надзора “Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала: новые подходы” (*Базель II*). Данные рекомендации дополнили и расширили предыдущие (*Базель I*) и были направлены на минимизацию индивидуальных рисков в банковском секторе, что целиком характеризовало микропруденциальный подход в банковском регулировании. Однако, мировой финансово-экономический кризис 2007-2008 годов раскрыл недостатки микропруденциального подхода в идентификации системных дисбалансов и своевременного выявления системных финансовых рисков, характерных для всего банковского сектора [419, с. 24]. Попытки регуляторов снизить индивидуальные дисбалансы и риски привела к их накоплению, что стимулировало возникновение системных рисков [442; 443, с. 4].

Обратим внимание на комментарии, которые дали специалисты Банка международных расчетов в аспекте финансовых диспропорций. По их мнению, одной из основных причин экономического и финансового кризиса, который

начался в 2007 году, было то, что *банковский сектор многих стран, не имея достаточных буферов ликвидности, создал чрезмерный балансовый и забалансовый уровень леввериджа*. Причем, эти процессы сопровождались постепенной эрозией уровня и качества капитала.

Поэтому в условиях развернувшегося глобального финансового стресса банковская система не смогла противостоять снижению совокупного спроса, уменьшению кредитоспособности рыночных субъектов, и не смогла возобновить функцию финансового посредничества (*“reintermediation”*) в виду крупных забалансовых экспозиций, сформированных в “теневой” банковской системе. Кроме этого, кризис был усилен проциклическим сокращением заемных средств и проблемами межбанковского “заражения”, индуцированного крупными системными финансовыми институтами.

В результате массивного сокращения ликвидности и доступности кредита, в самый тяжелый период кризиса, рынок потерял доверие к платежеспособности и ликвидности многих банковских учреждений, что неминуемо оказало негативное воздействие на всю финансовую систему и реальный сектор экономики.

Для укрепления глобального капитала и разработки правил ликвидности Базельским комитетом по вопросам банковского надзора (далее – Комитет) был разработан пакет реформ, получивший название “Базель III: Международная система оценки рисков ликвидности, стандартов и мониторинга” (*“Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring”*) [444], который планируется реализовать в государствах-членах Комитета с 2013 года по 2019 год.

Целью пакета реформ является повышение способности банковского сектора абсорбировать шоки, связанные с финансовыми и экономическими стрессами, независимо от их источника, что позволит, в свою очередь, снизить риски перелива этих шоков в реальный сектор экономики [445, с.9]. С точки

зрения мониторинга дисбалансов и связанных с ними системными рисками в ФСЭ, данный пакет реформ имеет ряд положительных качеств (табл. 5.1).

Таблица 5.1 – Отличительные характеристики *Базеля II* и *Базеля III*

Показатели	Базель II	Базель III
1. Минимальный уровень капитала I уровня, %	4	6
2. Минимальный уровень базового капитала I уровня, %	2,5	4,5
3. Буфер консервации капитала	отсутствует	2,5% (в структуре акционерного капитала)
4. Контрциклический буфер капитала	отсутствует	0-2,5% от базового капитала либо другого вида капитала, который используется для покрытия убытков
5. Минимальный уровень совокупного капитала, %	8	10,5 (8+2,5) с учетом буфера консервации капитала
6. Капитал системно значимых банков	отсутствует	более высокие требования по капиталу для системно значимых банков
7. Лeverидж	отсутствует	3%

Источник: составлено на основе [446, с. 7], собственная разработка.

Нововведением *Базеля III*, которое дополняет предыдущие рекомендации (*Базель I* и *Базель II*) относительно достаточности капитала, является повышение качества акционерного капитала. Речь идет о существенном повышении требований к форме капитала первого уровня ("*Tier 1*"), к которому предлагается относить только акции и нераспределенную прибыль.

В целом, внедряя *Базель III*, Комитет стремится повысить уровень устойчивости банковского сектора укреплением системы регулятивного капитала, которая опирается на три компонента Соглашения о капитале *Базеля II*. Реформы *Базеля III* направлены на увеличение уровня качества регулятивной базы капитала и расширение системы покрытия риска капиталом. В банковской системе должен поддерживаться такой уровень лeverиджа, который обеспечил

бы сдерживание чрезмерного дисбаланса между капиталом и активами и сформировал бы дополнительный уровень финансовой защиты.

Кроме этого, Комитет предлагает внедрить ряд макропруденциальных элементов в систему достаточности капитала на покрытие рисков для целей сдерживания накопления системных рисков, возникающих в условиях процикличности финансовой системы, а также в виду взаимосвязанности финансовых институций.

Далее рассмотрим ряд релевантных макропруденциальных инструментов, использование которых должно обеспечить: более высокую устойчивость банковского сектора к шокам в период кредитного сжатия; сглаживание кредитного цикла (как выражения финансового цикла); уменьшение экономических потерь в результате накопленных финансовых диспропорций.

1. Буфер консервации капитала. В начале финансового кризиса некоторые банки продолжали осуществлять крупные выплаты в форме дивидендов, обратного выкупа акций и бонусов (компенсационных выплат), несмотря на то, что их собственное финансовое положение и перспективы банковского сектора были неутешительны. В большей мере, такое поведение было основано на ожиданиях. Ведь сокращение выплат может восприниматься как признак ухудшения финансового положения. Поэтому банки поспешили утвердить выплаты дивидендов и бонусов в период, когда банковский сектор пребывал в неустойчивом состоянии. Это привело к снижению уровня устойчивости отдельных банков к шокам и повышению уровня процикличности финансовой системы [447, с. 17].

С целью недопущения развития таких событий Комитет предложил ввести в действие механизм (буфер консервации капитала), который позволил бы надзорным органам получить надежные инструменты, позволяющие сохранить капитал в банковском секторе. Более того, предлагаемая система является достаточно гибкой в процессах ее адаптации к особенностям национальных финансовых рынков.

Буфер консервации капитала формируется в период отсутствия финансовых стрессов и заключается в том, что банки должны поддерживать в это время уровень капитала выше нормативного минимума. В том случае, если буферы капитала полностью использованы в период кризиса, их пополнение осуществляется дискреционно из банковской прибыли. Тем самым, у банков суживаются возможности в реализации в полном объеме дивидендных выплат, выкупе акций и реализации системы бонусных (премиальных) платежей. Банкам остается искать источники пополнения капитала, главным образом, аккумулируемые из частного сектора экономики.

Реализация идеи буферизации капитала, как предполагается, окажет положительный эффект на устойчивость банковского сектора в период экономического спада и обеспечит механизм восполнения капитала на стадии восстановления экономики. Тем самым, буферы капитала должны снизить процикличность в динамике банковского капитала.

Размер буфера определяется в зависимости от размеров банков и рекомендуется Базелем III на уровне 2,5% от величины активов, взвешенных с учетом риска. В нормальных экономических условиях, когда банки не имеют экономических потерь, ограничение на использование капитала будет задаваться величиной базового капитала I уровня ("*Common Equity Tier 1*" - "*CET1*") и размером сформированного буфера.

Отсюда следует, что задачей Комитета является не определение "нового" размера минимальной величины капитала, а создание действенного механизма компенсации потерь в период финансовых стрессов. Комитет рекомендует национальным регуляторам реализовывать функцию дискреции, устанавливая временные ограничения для тех банков, которые, в нормальных экономических условиях, работают в "буферной" зоне, и повышая, тем самым, свои конкурентные преимущества.

На рисунке 5.12 показана структура капитала в соответствии с новыми требованиями.



Рисунок 5.12 – Требования к достаточности капитала

Источник: составлено на основе [447].

В таблице 5.2 показана схема резервации капитала. В первой строчке таблицы показан диапазон возможного варьирования базового капитала I уровня, начиная с минимально допустимой его величины в 4,5%.

Таблица 5.2 – Схема резервации капитала

Коэффициент основного капитала I уровня (%)	Уровень минимальной консервации капитала (процент от прибыли)
4,5-5,125	100
> 5,125 - 5,75	80
> 5,75 - 6,375	60
> 6,375 - 7,0	40
> 7,0	0

Источник: составлено на основе [445, с. 64].

В том случае, если коэффициент основного капитала I уровня “*CET1*” варьируется в диапазоне от 5,125% до 5,75%, то банкам рекомендуется “консервировать” 80% от своей прибыли на формирование буфера. При этом, сумма дивидендных выплат, различных премий и иных направлений использования прибыли не должна превышать 20%. Исключением из этого правила является выплата дивидендов в виде свидетельств о праве собственности на акции (“*scrip dividends*”).

Из анализа таблицы 5.2 следует, что банки, имеющие достаточность базового капитала I уровня более 7%, выполнили все минимальные требования по капиталу, но при этом имеют нулевой буфер консервации капитала и 100-процентные ограничения на его распределение. На рисунке 5.13 показана динамика кредитных резервов (5.13 а) и изменение достаточности капитала I уровня по статистическим данным банковского сектора экономики Украины (5.13 б).

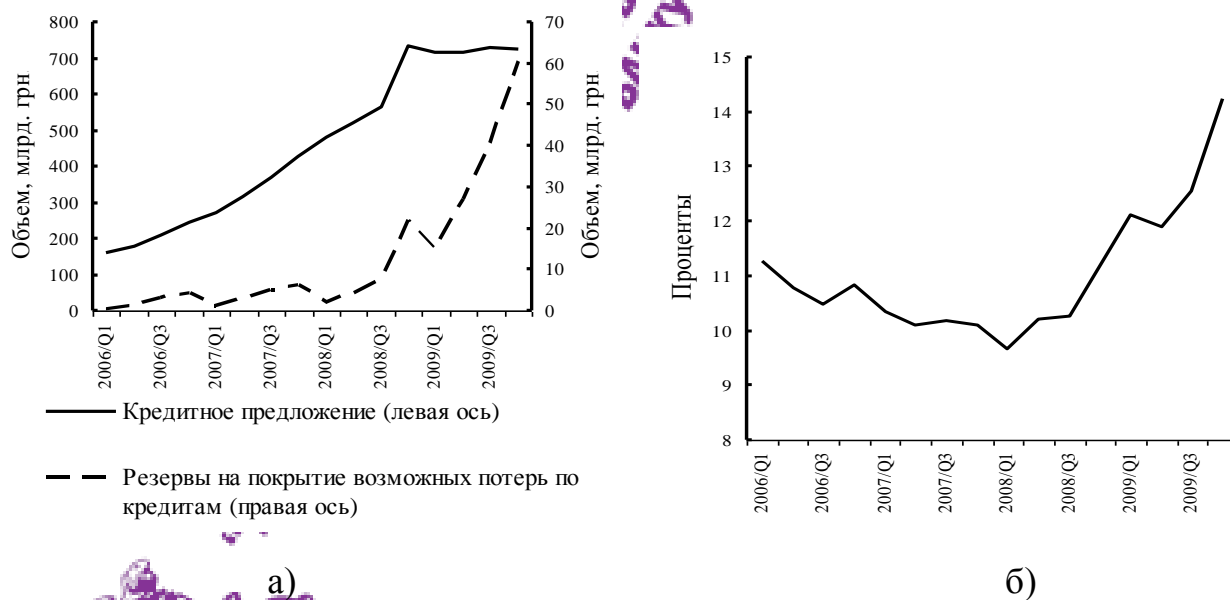


Рисунок 5.13 – Кредитные резервы и достаточность капитала в банковском секторе Украины за 2006-2009 гг.

Источник: составлено на основе [210].

Графический анализ свидетельствует о явной процикличности в формировании резервов под кредитные операции и достаточности базового капитала I уровня. Отсюда следует, что в процессе кредитного цикла банки, работающие в Украине, ориентировались при формировании резервов не на долгосрочные ожидаемые потери, а на текущие риски. При этом, в среднем, отношение “*CET1*” за анализируемый период времени не опускалось ниже 9% (минимальное значение составило 9,65% в первом квартале 2008 года).

В этом аспекте Комитет, поддерживая инициативы Международного совета по стандартам бухгалтерского учета (“*IASB*”), предлагает развивать концепцию ожидаемых потерь (EL) для их учета в деятельности финансовых институций. Целью данных инициатив является повышение качества финансовой отчетности, которая традиционно предоставляется заинтересованным сторонам, включая надзорные органы. В частности, резервы на возможные потери по кредитным операциям должны быть достаточными. Их формирование должно основываться на надлежащих методах оценки ожидаемых убытков по кредитному портфелю на протяжении всего срока предоставленных банком кредитов. Метод бухгалтерского учета резервов должен обеспечить своевременное выявление и оценку экономических потерь при использовании более широкого набора информации о кредитах.

II. Контрциклический буфер капитала. Кредитные бумы и неординарный рост цен активов, как показали исследования, усиливали последующий экономический спад в период финансовых стрессов. Причем, через механизм финансовой акселерации шоки, спроецированные в реальный сектор экономики, еще с большей силой возвращались, опять же, в ФСЭ. Подобные межсекторальные взаимосвязи формируют новые требования к защитным механизмам ФСЭ экономики. В периоды экономической экспансии (“*good times*”) банковский сектор должен обеспечить себя дополнительным капиталом, который будет играть роль “ликвидной подушки” в периоды финансовых стрессов (“*bad times*”). Отвлечение прибыли банковских институций на

формирование такого капитала, в целом, приведет к повышению стоимости кредита, к ослаблению спроса на него и обеспечит сдерживание чрезмерного роста кредитных портфелей.

Понимание особенностей макросреды, в которой функционирует банковский сектор, дало возможность описать в *Базеле III* механизм формирования банками антициклического буфера капитала на ранних фазах кредитного цикла. Национальные регуляторы должны обеспечить (а может и простимулировать) формирование банковским сектором антициклического буфера капитала в период избыточного совокупного роста кредита в экономике, наращивания системных рисков и ДФСЭ. В силу того, что механизм формирования данного буфера основывается на антициклической динамике, это позволит, как предполагается, сгладить будущие кредитные сокращения и экономические потери в условиях циклически происходящих в экономике финансовых стрессов.

В соответствии с положениями *Базеля III* национальные регуляторы должны осуществлять мониторинг роста кредитного предложения и других индикаторов, которые могут сигнализировать о нарастании общесистемных рисков. Необходимо четко понимать, когда кредитное предложение становится чрезмерным, или другими словами, опасным с точки зрения возможных потерь в устойчивости ФСЭ в результате воздействия шоков. На основе этих оценок, в период чрезмерного расширения кредита, регуляторами будут формализовываться соответствующие требования к банковским институциям на предмет формирования ими антициклического буфера капитала, который, по сути, расширит размер совокупной буферизации капитала. В том случае, если отдельно взятый банк не сформировал необходимый размер буфера, вступают в действие ограничения на использование нераспределенной прибыли (на дивиденды, выкуп ценных бумаг, на бонусы), а высвобожденные средства направляются на формирование буфера. Отсюда следует, что выполнение банком всех запланированных выплат, по мнению Комитета, может

положительно оказать воздействие на повышение стоимости кредита и сглаживание кредитных циклов в экономике.

В зависимости от степени кредитной экспансии и формирования общесистемных рисков, размер антициклического буфера варьируется от 0 до 2,5% от величины активов, взвешенных с учетом риска. Внедрение антициклического буфера, согласно программным позициям *Базеля III*, должно производиться поэтапно и параллельно с формированием буфера капитала, в период с 1 января 2016 года по конец 2018 года. В том случае, если страны на протяжении данного периода времени столкнутся с чрезмерным кредитным ростом, они могут ускорить темпы формирования буфера консервации и антициклического буфера капитала. Кроме этого, не исключается возможность установления национальными регуляторами более высокого уровня антициклического буфера. В этом случае, трехлетний план-график его формирования будет распространяться только на минимальные требования к буферу консервации капитала.

Для того, чтобы банки имели время на формирование антициклического буфера капитала, национальные регуляторы должны заранее (за 12 месяцев) довести информацию до банковских институций. Решение же о снижении уровня антициклического буфера вступает в силу немедленно. Вся надлежащая информация по реальным размерам буфера консервации и контрциклическому буферу капитала в разрезе всех членов Комитета должна публиковаться на сайте Банка международных расчетов.

В качестве примера применения контрциклического буфера капитала можно привести опыт Испании. В середине 2000 года центральный банк Испании имплементировал систему динамического резервирования для сглаживания кредитных циклов. Следует отметить, что, несмотря на то, что контрциклический буфер капитала применялся центральным банком к отдельным финансовым институциям (микропруденциальный уровень), он играл и макропруденциальную роль, сдерживая процикличность финансовой

системы, увеличивая стоимость кредитования. Вместе с тем, было выявлено, что контрциклический буфер капитала не позволяет кардинально сгладить кредитный цикл. В Испании динамическое (контрциклическое) резервирование отразилось, в первую очередь, на банковских балансах в части повышения суммы дополнительных резервов, связанных с покрытием недооцененных стандартными методами кредитных рисков. Поэтому денежные власти (регуляторы) развитых стран должны сосредоточиться, в первую очередь, на применении монетарной и фискальной политики.

В то же самое время, по результатам внедрения контрциклического буфера в Испании, отмечается, что данный макропруденциальный инструмент может иметь больший эффект в странах с развивающимися финансовыми рынками, где банки играют доминирующую роль в системе финансового посредничества.

III. Лаверидж. Финансово-экономический кризис выявил серьезные деформации в балансовом и забалансовом уровне лавериджа банковской системы. Многие банки создавали чрезмерный уровень лавериджа и риск, в то время, как нормативы достаточности капитала свидетельствовали о высокой защищенности банков от риска. Как результат, в условиях финансового кризиса, банки вынуждены были снижать уровень лавериджа, что, в конечном счете, привело к понижающему давлению на цены активов, их дефляции, увеличению экономических потерь и снижению доступности кредита.

В 2009 году Комитет объявил о своем намерении ввести в действие показатель лавериджа (*"leverage ratio"* - *финансового рычага*), который по замыслу Комитета, должен качественно дополнить существующие нормативы по достаточности капитала. Решение о введении данного показателя было одобрено 7 сентября 2009 года группой управляющих центральных банков и глав органов банковского надзора, которые образуют орган управления Комитета. Кроме этого, эта идея нашла поддержку лидерами Группы 20 (*"G20"*) на питсбургском саммите в сентябре 2009 года [447, с. 91]. В

настоящий момент времени показатель леввериджа проходит этап тестирования. Окончательный же вывод относительно его практического использования и включения в Компоненту 1 (“Адекватность капитала”) Комитет сформулирует в 2017-2018 гг. В виду того, что расчет показателя финансового рычага предполагает использование забалансовых статей, то для обеспечения сопоставимости в порядке его калькулирования на международном уровне должна быть проведена работа по учету существующих отличий в бухгалтерском учете [448, с. 91-92].

В целом, введение показателя финансового рычага направлено на достижение следующих целей:

1) Сдерживание процессов формирования финансовых диспропорций: необходимо избежать сильных диспропорций между величиной банковского капитала и размером активов с учетом забалансовых позиций, которые также имеют проекции к риску. Достижение этой цели, как предполагается, позволит избежать дестабилизирующего воздействия делевериджинга на всю финансовую систему.

2) Усиление существующих требований к достаточности банковского капитала на основе простых (не учитывающих уровень риска) требований, расчет которых базируется на полной стоимости/сумме активов банка, находящихся под риском.

Кроме этого, использование показателя финансового рычага обеспечит дополнительное противодействие “маневрам” финансовых институций, желающих “обойти” требования к достаточности капитала и резервам под активные операции, а также позволит решить проблемы, связанные с моделированием риска.

В общем виде уровень леввериджа предлагается рассчитывать:

$$L = \frac{\textit{Tier 1 capital}}{\textit{Total exposure}} \geq 3\%, \quad (5.35)$$

где *Tier 1 capital* - капитал I уровня (в соответствии с новым подходом Базеля III); *Total exposure* - совокупная величина активов и забалансовых требований, имеющие экспозиции к риску.

Комитетом подчеркивается, что банкам недопустимо достигать высоких значений финансового рычага, используя для этого капитал “низкого” качества, компоненты которого не отвечают требованиям бессрочности и не способны абсорбировать убытки. Для подсчета уровня левериджа Комитетом приветствуется использование компонентов капитала в соответствии с новыми положениями *Базеля III* (акционерный капитал, нераспределенная прибыль). Однако, с практической точки зрения окончательный ответ на данный вопрос Комитет не дает [448, с. 93]. В частности, альтернативой капитала I уровня Комитетом рассматривается и тестируется базовый капитал I уровня и регулятивный капитал. В части определения активов и забалансовых статей, участвующих в расчете уровня левериджа, Комитетом предлагается на начальных этапах включать всю сумму активов как имеющих экспозицию к риску. Такой подход должен снять проблему с классификацией активов по степени ликвидности. В то же самое время, Комитет будет исследовать взаимодействия между уровнем левериджа и стандартами ликвидности, представленные в пакете реформ, и не исключает возможности элиминирования определенных высоколиквидных активов. В связи с этим, в настоящий момент времени Комитетом изучается дополнительная информация по таким категориям, как высоколиквидные активы, деривативы, сделки РЕПО и секьюритизация. Среди забалансовых статей предлагается принимать в расчет: безусловные обязательства кредитного характера (включая кредитные линии на предоставление ликвидности); обязательства с правом безусловного отзыва; операции, по которым сумма кредитного риска, принимаемая банком, напрямую вычитается из его капитала; акцепты; резервные аккредитивы; торговые аккредитивы; неисполненные требования и ценные бумаги, по которым не был произведен расчет.

Наряду с выше представленными релевантными инструментами регулирования ДФСЭ, в научной литературе выделяют следующие контрциклические макропруденциальные инструменты:

– LTV-ratio (*“Loan-to-Value Ratio”*) - процентное соотношение основной суммы кредита к рыночной / оценочной стоимости залога. Используется преимущественно в ипотечном кредитовании. Как отмечается на сайте Национального банка максимальное отношение суммы кредита к обоснованной рыночной стоимости в ипотечном кредитовании составляет 80% [210]. Чем ниже значение коэффициента LTV-ratio, тем выше вероятность того, что при обращении взыскания на заемщика, выручка от реализации залога позволит кредитору возместить заем и расходы на ее предоставление и обслуживание;

– DTI-ratio (*“Debt-to-Income Ratio”*) - процентное соотношение месячного валового дохода потребителя, которое идет на погашение долга (по кредитным обязательствам);

– Налог на использование оптового фондирования (*“Levy on non-core liabilities”*) – налог, базой расчета которого являются недепозитные ресурсы финансовых учреждений, использование которых особенно возрастает в периоды существенного подъема спроса на кредитные ресурсы (фазы роста финансового цикла) тогда, когда финансовое учреждение испытывает дефицит привлеченных депозитов физических и юридических лиц (розничного / базового фондирования).

Кроме этого, в последнее время на уровне Правительств ведущих стран мира, в том числе США, стран Европейского союза активно обсуждается вопрос введения специальных налогов на финансовые операции, финансовую деятельность, специальный налог на банки [455]:

1) Налог на финансовые операции (*“Financial Transaction Tax”*, Налог “Тобина”). Идея ввести налог на финансовые операции предложил лауреат Нобелевской премии по экономике Джеймс Тобин в начале 1970-гг. Джеймс Тобин предложил облагать налогом валютнообменные операции. Мировой

финансово-экономический кризис 2007-2008 гг. привлек внимание многих экспертов к концепции данного налога, который предлагается применять, в целом, к банковским, фондовым операциям, операциям с производными финансовыми инструментами. Вместе с тем его имплементация связана с рядом проблемных вопросов, в частности: он не подходит для создания механизма реструктуризации в ФСЭ, поскольку объем операций не отражает рентабельность финансовых институций и уровень расходов на возможную их реструктуризацию в случае кризиса; не влияет на основу финансовой нестабильности — уровень системного риска в экономике; бремя этого налога может быть переложено на потребителей финансовых услуг, в том числе и заемщиков; этот налог можно будет обходить с помощью различных методов финансового инжиниринга, если он не будет поддержан большинством стран мира.

2) Налог на финансовую деятельность (*“Financial Activities Tax”*), базой для начисления которого является прибыль финансовых институций и бонусы их сотрудников за минусом нормальной отдачи на капитал. Тем самым, данный налог должен способствовать снижению уровня излишнего риска, принимаемого кредитными организациями. Преимуществом данного налога является простота его имплементации на основе существующих методов для его администрирования (налоговый учет прибыли финансовых организаций и вознаграждения сотрудников). В отличие от налога Тобина налог на финансовую деятельность не оказывает негативного влияния на всю экономику и не ведет к повышению общего уровня цен.

3) Специальный налог на банки, расчетная база для которого в самом общем виде определяется исходя из задач снижения уровня рисков и снижения уровня расходов бюджета на их санацию. В качестве такой основы может быть выбрана стоимость активов финансовой институции, включая забалансовые, за вычетом капитала и депозитов, застрахованных государством. Ставка спецналога должна отражать расходы на поддержку финансового сектора в периоды предыдущих кризисов и учитывать структуру рисков кредитных организаций.

В табл. 5.3 представлены предложения развитых стран мира по реализации налога на ФСЭ.

Таблица 5.3 – Предложения развитых стран мира по имплементации специальных налогов на ФСЭ

	Швеция (действующий закон)	США (закон Додда-Фрэнка)	Великобритания (с 2011 г.)	Германия (проект постановления правительства)
Субъект налогообложения	Национальные банки и их зарубежные «дочки»	Финансовые институты с активами более \$50 млрд.	Банки и банковские группы с активами более 20 млрд. фунтов	Банки
Объект налогообложения	Пассивы за вычетом капитала и застрахованных депозитов	Пока не определен	Пассивы за вычетом капитала, застрахованных депозитов и РЕПО госбумаг	Пока не определен
Ставка	0,036%	Не определена	0,04% в 2011 г., 0,07% в 2012-м и последующие годы; долгосрочные обязательства: 0,02% в 2011 г., 0,035% в 2012-м и последующие годы	Не определена
Зависимость ставки от риска	На данный момент нет, но будет введена	На основе размера активов, вклада в системный риск и других факторов	В зависимости от срочности обязательств банка	В зависимости от системного риска финансового института
Планируемый Размер фонда	2,5% ВВП	Формирование фонда ex ante не предусмотрено	Формирование не предусмотрено. Налоговые поступления направляются в бюджет	Не определен
Управляющий фондом	Национальное долговое агентство	Агентство по страхованию вкладов (FDIC)	Отсутствует	Агентство по поддержанию стабильности на финансовых рынках

Источник: [457].

Анализируя предложенные развитыми странами мира налоги на банки, на финансовую деятельность, финансовые операции по отношению к ФСЭ Украины необходимо отметить, что реальная стоимость кредитных средств в

национальной экономике, которая требует крупных инвестиционных вливаний, сохраняется достаточно высокой. Введение же дополнительных налогов, которые выступают своеобразным налогом на добавленную стоимость (НДС) в ФСЭ, может усугубить кредитные условия и негативно отразиться на темпах экономического роста. Поэтому мы предлагаем рассмотреть в качестве одного из основных макропруденциальных инструментов регулирования ДФСЭ – контрциклический буфер капитала, имплементация которого в гармонизации с монетарной политикой может индуцировать позитивные экстерналии для сохранения финансовой стабильности и поддержке экономического роста в Украине.

5.5 Разработка правила формирования антициклического буфера капитала на основе интегрального подхода

Формирование антициклического буфера капитала основывается на мониторинге национальными регуляторами некоторой макроэкономической переменной или группы показателей, которые могут быть использованы для оценки предельного уровня риска в периоды чрезмерной кредитной экспансии. При этом, необходимо принимать во внимание существующие различия в уровне развития финансовых секторов экономики в тех или иных странах. В качестве такой переменной Комитетом рассматривается соотношение совокупной величины кредитов к ВВП (“Кредиты/ВВП”), а также долгосрочные тренды этого соотношения [448].

Сразу обратим внимание, что универсального подхода в выборе индикаторов финансовых диспропорций и разработке соответствующей методологической базы Комитетом не приводится. Кроме этого, сам Комитет оговаривает возможные альтернативные варианты использования других

показателей (или набора показателей), на которые может ориентироваться надзорный орган при постановке требований к формированию антициклического буфера. Рассмотрим методические основы использования показателя “Кредиты/ВВП” в качестве расчетной базы для формулирования правила формирования контрциклического буфера капитала, что позволит определить дальнейшие направления их совершенствования.

Комитет подчеркивает, что выбор показателя для формулирования правила является дискреционным выбором надзорных органов. Окончательное решение в этом вопросе должно приниматься после детального исследования всей информации о характере кредитного цикла в той или иной стране. Поэтому, использование каких-либо эвристических подходов для определения требований к антициклическим буферам капитала является не просто механистической задачей, а элементом системы в поддержке принятия решений национальными регуляторами.

Рассмотрим ключевые принципы, которых необходимо придерживаться для принятия взвешенных решений по контрциклическому буферу капитала:

Принцип I: *Решения по буферу должны быть обоснованы целью его создания, которая заключается в защите банковской системы от возможных будущих потерь в условиях избыточного роста кредита, стимулирующего формирование дисбалансов и накопление системных рисков.*

Формирование антициклического буфера должно обеспечить фиксацию момента времени, когда расширение кредита на основе фундаментальных факторов сменяется спекулятивной составляющей на фазе кредитного расширения, что неразрывно связано с накоплением финансовых диспропорций и системных рисков. В этом случае буфер капитала будет выступать первым действенным рычагом со стороны регуляторов в сглаживании кредитных сокращений и уменьшении экономических потерь в условиях финансовых стрессов.

Обращаем внимание, что контрциклический буфер не предназначен для использования в качестве инструмента управления экономическими циклами или ценами активов. Для этих целей, вполне, можно использовать такие инструменты регулирования, как фискальную и монетарную политику. Вместе с тем, необходимо понимать, что решения по буферу капитала должны реализовываться после оценки всей необходимой макроэкономической, финансовой и надзорной информации, принимая во внимание, что последствия формирования буфера будут иметь проекции на проведение фискальной и монетарной политики [449].

Принцип II: *Использование какого-либо показателя (например, “Кредиты/ВВП”) является лишь дополнительным инструментом, который могут использовать надзорные органы для определения требований к контрциклическому буферу капитала.*

В виду того, что показатель “Кредиты/ВВП”, как показали проведенные ранее исследования, был качественным сигналом в идентификации накопления системных рисков в финансовой системе, надзорные органы могут продолжить его использование как части информации, на основе которой они смогут принимать обоснованные решения по формированию антициклического буфера. Вполне возможно, что наряду с показателем “Кредиты/ВВП”, национальные регуляторы будут использовать дополнительные индикаторы, которые позволят более полно объяснить динамику развития ФСЭ.

Принцип III: *Оценка информации, содержащейся в динамике показателя “Кредиты/ВВП” или в любом другом аналогичном показателе, должна также отражать влияние факторов, которые, возможно, сформировали “ложные” сигналы.*

Выводы, вытекающие из анализа динамики показателя “Кредиты/ВВП” должны согласовываться с результатами всеобъемлющего анализа макроэкономической, финансовой и надзорной информации. В качестве дополнительных индикаторов Комитет рекомендует обратить внимание на

следующие показатели: цены активов; спрэд, заработанный на пассивах (*funding spread*) и спрэды кредитных дефолтных свопов (*credit default swap – CDS*); состояние кредитного рынка; рост реального ВВП; данные о способности нефинансовых организаций своевременно погасить свои долговые обязательства.

При использовании показателя “Кредиты/ВВП” необходимо понимать, действительно ли изменение ВВП отражает накопление дисбалансов и системных рисков. В том случае, *если причиной увеличения данного показателя является циклическое падение ВВП, при умеренном темпе роста кредита, правило для формирования антициклического буфера капитала не применяется.*

Кроме того, расчет долгосрочного тренда показателя “Кредиты/ВВП” является чисто статистическим приемом, который не отражает возможные поворотные точки в его динамике. Поэтому, регуляторы при анализе гэпа по данному показателю должны иметь свои собственные аргументированные суждения относительно устойчивого уровня кредитов в экономике. Трендовый анализ, в этом случае, используется в качестве некоторой отправной точки для проведения анализа кредитного расширения.

Вместе с тем, использование альтернативных или иных комплиментарных индикаторов для формирования антициклического буфера капитала требует проведение всесторонних исследований. Например, во многих случаях, резкий рост кредитных спрэдов (положительная разница между ценой проданного и купленного опциона) может свидетельствовать о формировании общесистемных рисков, что, в свою очередь, определяет необходимость формирования антициклического буфера капитала. Однако, как мы понимаем, фактором роста этих спрэдов могло стать влияние факторов, которые не связаны с фундаментальными условиями экономики.

Принцип IV: *Скорость использования антициклического буфера капитала в период финансового стресса должно быть адекватным ожиданиям экономических агентов.*

Высвобождение антициклического буфера должно отвечать реальной динамике, сложившейся на финансовых рынках. В том случае, если рост кредитования замедляется не резко, а постепенно, и нет реальной угрозы общесистемного кризиса, то буферы должны использоваться постепенно, так, чтобы экономика ощутила в наименьшей степени кредитное сокращение, а банковская система выполнила все необходимые требования по нормативам достаточности капитала.

В других ситуациях, учитывая то, что рост кредита может быть запаздывающим индикатором уже начавшегося финансового стресса, целесообразным, возможно, будет более быстрое высвобождение буфера. Использование буфера может также быть привязано к публикации финансовой отчетности банковских институций, которая внесет ясность относительно направления использования буфера (на покрытие убытков, либо на абсорбцию роста активов, взвешенных по уровню риска). Тем самым, более активное использование буфера должно быть адекватным индикаторам финансового стресса, что позволит, в некоторой степени, снять проблему неопределенности экономических агентов относительно того, когда будет использоваться созданный в банковском секторе Контрциклический буфер капитала.

Принцип V: *Буфер является неотъемлемым элементом в наборе макропруденциальных инструментов регуляторов.*

Формирование контрциклического буфера капитала на основе анализа условной переменной (например, динамики кредита), производится регуляторами в случае обнаружения связи кредита с накапливаемыми финансовыми дисбалансами и системными рисками. Вместе с тем, формирование буфера, скорее всего, должно производиться с имплементацией других макропруденциальных инструментов. В этом случае, контрциклический

буфер капитала является дополнительным элементом общей защиты банковской системы от потенциальных экономических потерь. Наряду с буфером могут использоваться такие инструменты, как кредитные лимиты (“LTV-ratio”), лимиты левириджа доходов (соотношению величины прибыли до налогообложения к процентным платежам по займам) или отраслевые буферы капитала, которые связаны с кредитной экспансией в отдельных отраслях экономики.

В целом, Комитет рекомендует использовать широкое определение кредита, подразумевающее учет всех источников заемных средств для частного сектора экономики, в том числе и средств, привлеченных из-за рубежа. При этом, кредиторами частного сектора выступают как банки, так и небанковские финансовые учреждения. В независимости от того, какие финансовые институции доминировали в предоставлении кредита и формировании кредитного бума, требования по контрциклическому буферу капитала будут распространяться на всю банковскую систему (финансовые институции, принимающие участие в кредитовании). В условиях взаимной коинтеграции финансовых институций, в период финансовых стрессов банки также испытывают сильные шоки, даже, несмотря на то, что они, и не оказали определяющего воздействия на акселерацию кредитного предложения.

Такой подход к определению заемных источников финансирования для частного сектора обеспечивает акцентирование внимание не на самом банковском секторе, а на всем ФСЭ, что повышает объективность принимаемых решений со стороны надзорных органов.

Идеальный вариант определения кредита должен включать все кредиты, предоставленные домохозяйствам и предприятиям в независимости от его формы и кредитора. Это означает, что он должен включать кредиты, предоставленные отечественными и международными банками, небанковскими финансовыми учреждениями, как внутри страны, так и напрямую, из-за рубежа, а также все выпущенные долговые ценные бумаги на национальном или

международном уровне для финансирования домохозяйств и предприятий нефинансового типа (в том числе, секьюритизация), независимо от того, кто является держателем этих ценных бумаг.

В любом случае, регуляторы должны учитывать развитие внутристранового ФСЭ для определения более широкого понятия кредита. Кроме этого, при принятии решений относительно буферов капитала необходимо учитывать, что статистические данные по кредиту и ВВП периодически пересматриваются и корректируются статистическими органами. В связи с этим обстоятельством, правило определения контрциклического буфера должно регулярно обновляться с учетом последних актуальных данных.

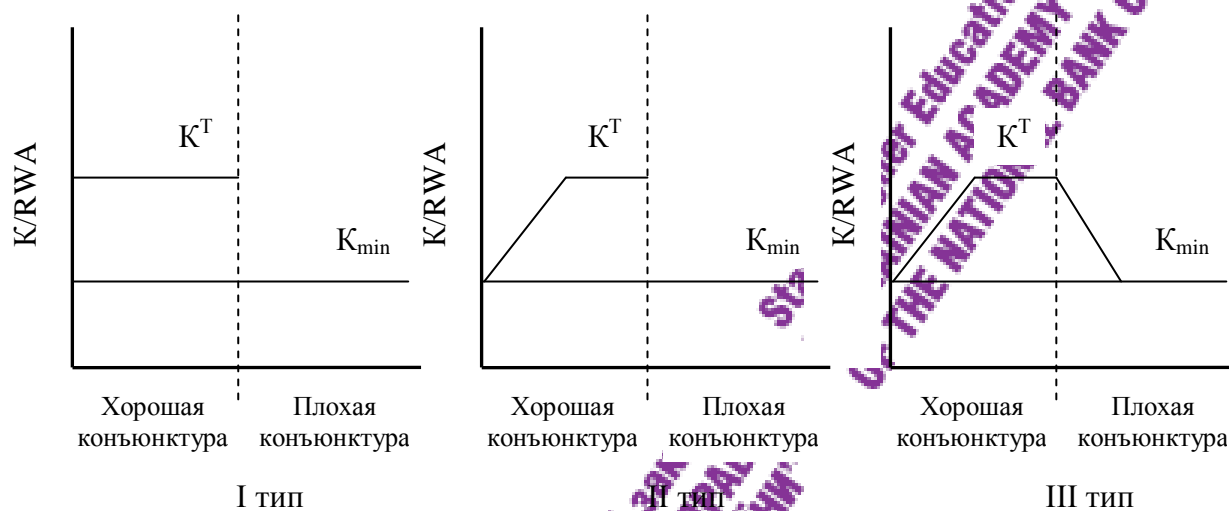
Специалистами Банка международных расчетов в 2010 году были представлены результаты исследований в отношении формирования контрциклического буфера капитала [450]. Основная задача исследования заключалась в поиске условной переменной, на основании которой можно было бы сформулировать правило формирования и высвобождения буфера капитала.

В своих исследованиях Банк международных расчетов сформулировал два возможных правила формирования буфера. Первый тип правил предполагает наличие минимальных требований к капиталу, которые антициклически повышаются на фазе экономического роста и снижаются в период финансовых стрессов. В этом случае, буфер создается в объеме, который вместе с минимальным размером капитала полностью высвобождается в кризисные периоды времени, компенсируя убытки банковского сектора. Понятно, что на практике это приведет к падению совокупного банковского регулятивного капитала ниже установленных требований, и не является приемлемым в реальной действительности.

Второй тип правил предполагает формирование буфера капитала по величине выше минимальных требований по капиталу (рис. 5.15).

Как и в предыдущем правиле, требования к контрциклическому буферу капитала меняются в зависимости от конъюнктуры рынка: с ростом в

“хорошие” времена и высвобождением в период финансовых стрессов. В отличие от первого теоретического правила, требования к минимальному размеру капитала остаются константой. При этом, возможны три варианта формирования и высвобождения контрциклического буфера.



Примечания: K/RWA – отношение капитала к активам, взвешенным по уровню риска; K_{min} – минимальные требования по капиталу; K^T – таргет по капиталу.

Рисунок 5.15 – Возможные схемы контрциклического буфера капитала

Источник: составлено на основе [450, с. 9].

В первом случае, можно установить фиксированный процент от минимального размера капитала и поддерживать его в период благоприятной конъюнктуры рынка с быстрым и полным высвобождением в начале финансового стресса (рис. 5.15, I тип). Вместе с тем, такой вариант может усилить проциклическость на рынке, так как склонность к рискам финансовых институций будет ограничиваться установленной фиксированной “планкой” по буферу капитала, что неминуемо приведет к ужесточению кредитных условий.

Второй наиболее реальный вариант формирования контрциклического буфера заключается в постепенном наращивании буфера в “хорошие” времена до тех пор, пока не будет достигнут некоторый “потолок”, когда размер буфера остается постоянной величиной до наступления финансовых стрессов. Как и в

предыдущем варианте развития событий, в начале кризисов такой буфер быстро и полностью высвобождается (рис. 5.15, I тип). Третий возможный вариант, представленный на рис. 5.15 (III тип) отличается от второго постепенным использованием (высвобождением) буфера в период кризисов.

Изменение величины буфера зависит от выбранной условной переменной (объем кредита, размер прибыли, кредитный спред и тп.), которая будет выступать базой для определения размера пополнения и высвобождения буфера. В качестве переменных могут рассматриваться либо специфические банковские показатели, либо общесистемные показатели. И то и другое имеет свои преимущества и недостатки. Так, подход к определению размера буфера сугубо на основе банковских показателей может быть проще легче и проще в реализации. Анализ же общесистемных показателей позволят раскрыть драйверы процикличности экономики.

Справедливо заметим, что отдельный банк может терпеть убытки и при благоприятной конъюнктуре, в то время, когда остальные банковские институции могут получать прибыли. Поэтому необходимо пояснить, что буфер формируется и высвобождается в зависимости от фаз экономического (финансового) цикла, независимо от вклада отдельного банка в расширение кредита или наличия у него проблем, которые не связаны с общесистемной ситуацией в банковском секторе экономики.

По мнению специалистов Банка международных расчетов, *идеальная переменная*, которая должна служить для определения правил формирования и высвобождения буфера, *должна отражать изменение основных фаз финансового цикла*. Напомним, что на фазе роста финансового цикла происходит накопление ДФСЭ.

Определение благоприятной и неблагоприятной конъюнктуры по фазам финансового цикла является нетривиальной задачей. Как было показано в предыдущих разделах, на сегодняшний день, отсутствуют универсальные измерители динамики финансового цикла. Это могут быть и показатели

результативности банковской деятельности (прибыль, убытки, качество активов), и финансовой деятельности (кредитное предложение, стоимость, доступность кредита (кредитные спрэды)). Кроме этого, финансовый и деловой цикл не всегда совпадают по колебаниям, а финансовые “деформации” имеют место не во всех случаях рецессии экономики.

Принимая во внимание, что одной из задач формирования контрциклического буфера капитала, является повышение способности ФСЭ не усиливать, а абсорбировать (поглощать) шоки, анализ смены “хороших” периодов “плохими” производится путем оценки совокупных убытков банковского сектора и определения степени вклада банковского сектора в кредитное сокращение (табл. 5.4).

Таблица 5.4 – Критерии идентификации неблагоприятной конъюнктуры

		Банковский сектор – источник кредитного сжатия	
		Да	Нет
Банковские убытки	Высокие	Неблагоприятная	Неблагоприятная ¹
	Низкие	Неблагоприятная? ²	Благоприятная

Примечания: ¹ Даже если банки имеют существенные убытки, высвобождение буфера должно поддержать кредитное предложение и, соответственно, отношения с клиентами; ² Высвобождение контрциклического буфера является целесообразным в виду ожидаемых экономических потерь и эрозии банковского капитала.

Источник: составлено на основе [450].

Соответственно, смена “плохих” периодов (неблагоприятная конъюнктура) “хорошими” (благоприятная конъюнктура) производится аналогичным образом с оценкой степени вклада банковского сектора в расширение кредита.

При этом, необходимо понимать, что финансовый цикл отличается асинхронностью: кредитные сокращения происходят быстрее, чем последующее восстановление и расширение кредитного предложения. Поэтому антициклические буферы капитала должны высвобождаться с большей скоростью, а темп их восстановления имеет более умеренный характер.

Проявление “плохих” периодов можно проиллюстрировать динамикой безнадежных кредитов (в процентном выражении) и чистым ужесточением банками кредитных требований по промышленно-торговым кредитам нефинансовым корпорациям на примере экономики США (рис. 5.14). Процент безнадежных (*charge-off*) кредитов в данном случае характеризует совокупные потери банковского сектора.



Примечания: *Абсолютная разница между процентом банков, сообщивших в отчетах об ужесточении кредитных условий (*credit conditions*), и процентом банков, отrapортовавших об ослаблении кредитных условий. Положительное (отрицательное) значение свидетельствует о меньшем (большем) желании банков предоставлять кредиты.
**Процент безнадежных кредитов от общей суммы предоставленных кредитов.

Рисунок 5.14 – Безнадежные кредиты и кредитные условия в США

Источник: составлено на основе [450].

Несмотря на то, что проблемная задолженность выражает, прежде всего, возникшие потери банковского сектора в процессе материализации кредитных рисков, ее динамика тесно связана с динамикой кредитного цикла. Кредитные условия показывают готовность банковской системы кредитовать.

Сильные всплески чистых ужесточений кредитных условий могут свидетельствовать об ухудшении банковских балансах и проявлении кредитных кризисов в экономике. Графические полосы серого цвета на рисунке 5.14 фиксируют периоды банковских кризисов, которые имели место в начале 1990-х годов, а также в 2007-2009 годах. Как видно из представленного графического материала банковские кризисы сопровождаются высоким уровнем безнадежной кредитной задолженности и усилением кредитных условий.

Причем, ужесточения условий кредитования, как правило, происходит накануне изменений в уровне проблемной задолженности. Если принимать во внимание только лишь индикатор кредитных условий, то кризис высокотехнологических компаний США с кульминацией в 2001 году сопоставим с 90-ми годами и финансово-экономическим кризисом 2007-2009 годов. Однако, несмотря на то, что в период с 1995 по 2001 год кредитные требования в США значительно повысились, уровень проблемных кредитов сильно не изменился. Поэтому этот период времени нельзя считать строго “плохим” для банковского сектора.

Таким образом, доля проблемных кредитов в совокупном кредитном портфеле отражает в большей степени “плохие” времена для банковского, а через него, и реального сектора экономики. Поэтому контрциклический буфер капитала необходимо формировать до возникновения очевидных проблем с кредитной задолженностью. Соответственно, его использование (высвобождение) следует реализовывать в период существенно возросших потерь банковской системы, даже тогда, когда еще отсутствуют сигналы об ужесточении кредитных условий. Показатель кредитных условий в этом плане можно использовать как дополнительный индикатор состояния банковского сектора.

Вместе с тем, этот выбор не всегда является столь очевидным. Дело в том, что ожидаемые убытки могут стимулировать банковский сектор суживать кредитное предложение. В частности, во многих странах буферы капитала

необходимо было бы высвободить, начиная с третьего квартала 2007 года, когда возникли серьезные деформации на межбанковских рынках. Хотя, на тот момент времени банковский сектор не имел значительных убытков (в табл. 5.4 квадрант “низкие” убытки банков, банки – источник кредитного сжатия”).

Банком международных расчетов были проанализированы три группы альтернативных показателей, которые можно было бы использовать в качестве расчетной базы для аккумуляции и высвобождения антициклического буфера капитала (рис. 5.15).



Рисунок 5.15 – Альтернативные индикаторы для антициклического буфера капитала

Источник [448].

Анализ представленных выше групп показателей позволил сформулировать следующие выводы:

1. Общая динамика реального ВВП имеет асинхронность колебаний по отношению к финансовому циклу: современные экономические циклы имеют меньшую частоту колебаний, в то время как финансовые циклы большую. Поэтому реальный ВВП не может выступать безусловным критерием для определения времени формирования и высвобождения контрциклического буфера капитала.

2. Кредитные агрегаты имеют высокую прогностическую силу финансовых стрессов в экономике. В частности, показатель “Кредиты/ВВП” имел тенденцию роста в периоды, предшествующие серьезным финансовым потрясениям. При этом, гэп “Кредиты/ВВП” имеет явные преимущества перед показателем номинального приращения кредита в экономике. В виду того, что гэп “Кредиты/ВВП” нормализован в соответствии с размером экономики, он менее волатилен и позволяет учесть эффекты циклического изменения спроса на кредит. Кроме этого, так как гэп по этому показателю представляет собой разницу между его фактическим и трендовым значением, это дает возможность оценить сложившиеся тенденции в расширении роли финансовых институций в экономической системе (углубление ФСЭ).

3. Отклонения цен активов от своих трендов позволяют зафиксировать фазу роста финансового цикла. Вместе с тем, на начальном этапе в своей динамике эти гэпы имели небольшие значения. По мнению специалистов Банка международных расчетов, в том случае если бы надзорные органы связывали бы формирование контрциклического буфера капитала с началом роста гэпов цен активов, это оказало бы влияние на ожидания экономических агентов относительно того, что накопленные буферы будут высвобождены, фактически, раньше финансовых стрессов.

4. Использование показателя банковской прибыли до налогообложения в качестве сигнала для формирования контрциклического буфера капитала в

благоприятные периоды времени не является столь однозначным. По результатам исследований было выявлено, что прибыль до налогообложения показала хорошие прогностические качества для экономики США, Великобритании в период финансово-экономического кризиса 2007-2008 годов, а также для экономики Испании начала 1990-х годов. Во всех остальных анализируемых событиях данный показатель имел асинхронную динамику в периоды финансовых стрессов. Так, в США в начале 1990-х годов совокупная прибыль до налогообложения банков росла в период стресса, даже, несмотря на увеличение безнадежных кредитов.

5. Отсутствие совокупных банковских убытков также не может рассматриваться как индикатор для создания контрциклического буфера капитала в благоприятные периоды времени. Это следует из того, что на основе данного показателя банковской деятельности невозможно четко разграничить периоды времени по степени интенсивности накопления системных финансовых рисков на соответствующей фазе роста финансового цикла. В том случае, если привязываться к периодам времени, когда отсутствуют совокупные банковские убытки, это приведет к высоким требованиям по формированию буфера в самом начале фазы роста экономики.

6. Кредитные спрэды изменялись практически синхронно с фазой материализации и затухания финансово-экономического кризиса 2007-2008 годов. Однако, анализ кредитных спрэдов на более широком горизонте времени выявил невысокую их адекватность. Так, на примере экономики США было показано, что их динамика в период рецессии 2001 года отличалась несопоставимо более высокой амплитудой колебаний по сравнению с сильным финансовым стрессом, который имел место в США в конце 1980-х-начала 1990-х годов.

Таким образом, подытоживая исследования Банка международных расчетов, лучшим индикатором для формирования контрциклического буфера капитала выявился гЭП “Кредиты/ВВП”.

Вместе с тем, необходимо заметить, что гэп “Кредиты/ВВП” процикличен. На значения гэпа “Кредиты/ВВП” может оказывать существенное давление экономический цикл, выражаемый реальным ВВП, который, как было нами показано ранее, имеет большое количество временных периодов с явной асинхронностью колебаний по отношению к флуктуациям финансового цикла. На рисунке 5.16 показана динамика соотношения гэпа “Кредиты/ВВП” и реальный ВВП Великобритании за 1986-2009 годы [452].

Анализ рисунка 5.16 показал, что связь между двумя этими показателями обратная.

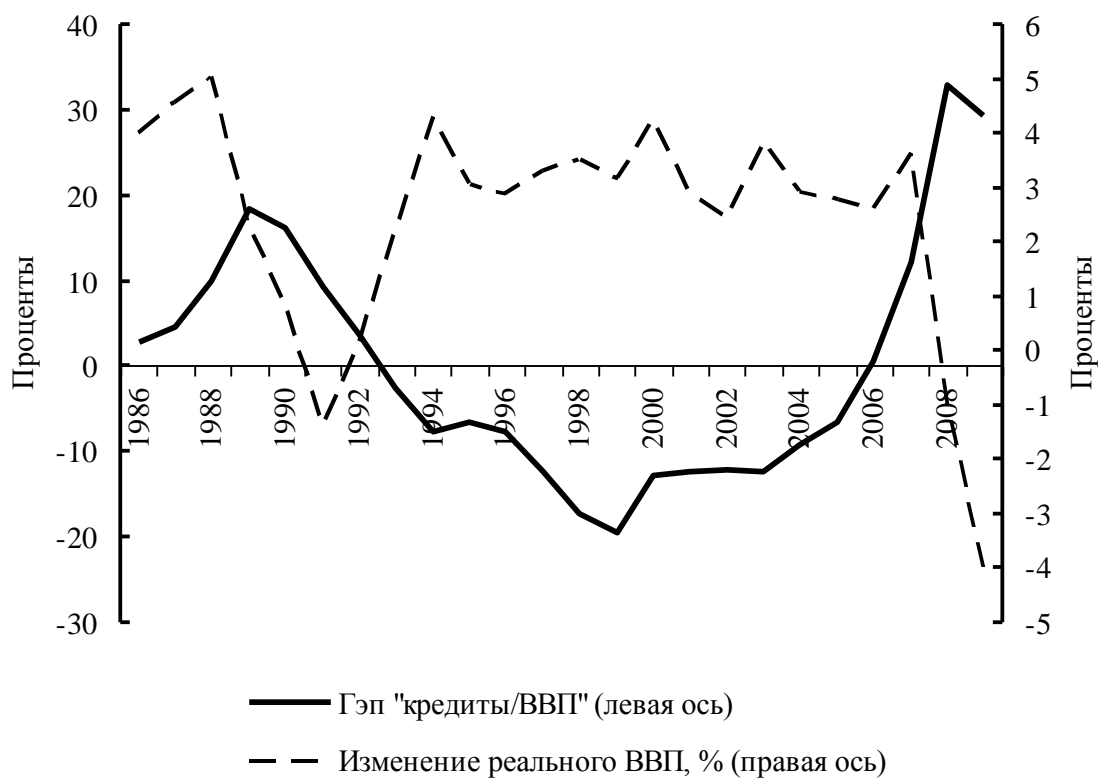
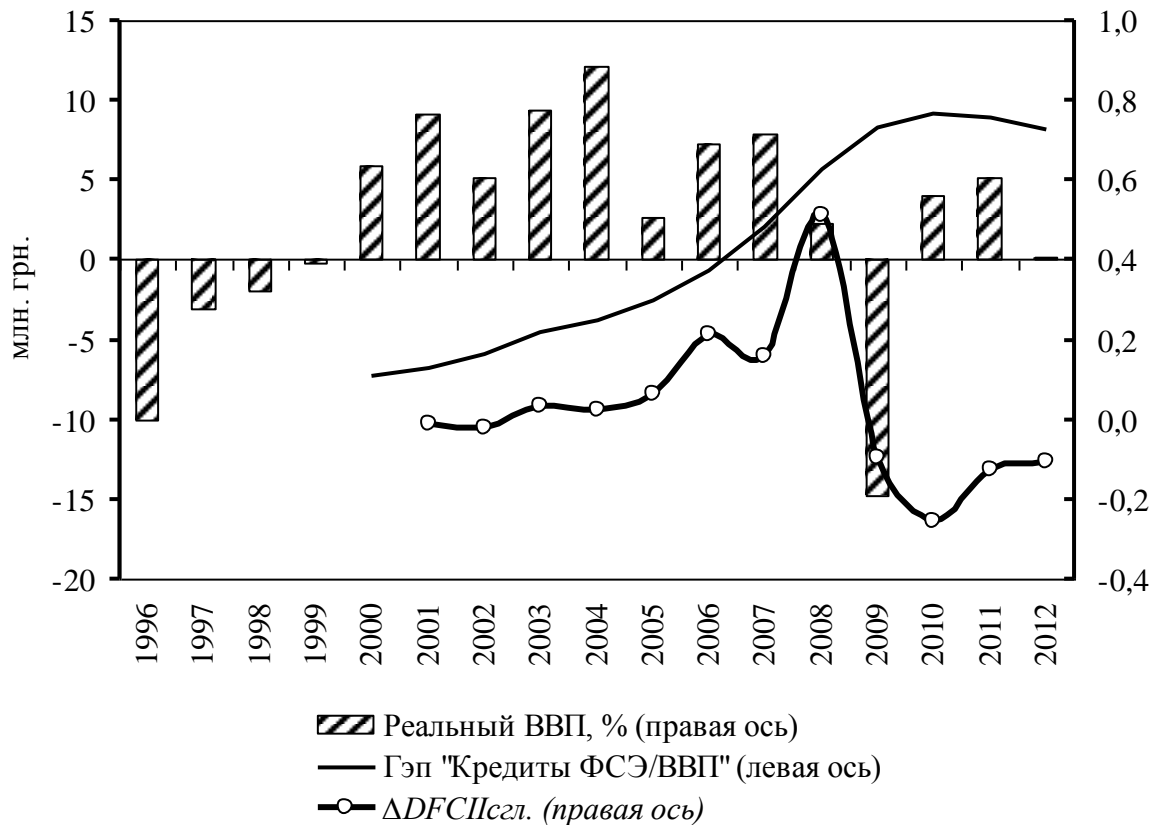


Рисунок 5.16 – Динамика гэпа “Кредиты/ВВП” и реального ВВП Великобритании за 1986-2009 гг.

Источник: составлено на основе [454].

На рис. 5.17 представлены эти же агрегаты для экономики Украины, а также сглаженные (в годовом выражении) темпы прироста интегрального

показателя ДФСЭ ($\Delta IFSI_{сгл.}$). Связь между гэпом “Кредиты ФСЭ/ВВП” и реальным ВВП также выявилась обратной (коэффициент корреляции составил $-0,568$), а связь между реальным ВВП и $\Delta IFSI$ отличалась положительной небольшой теснотой связи (коэффициент корреляции составил $0,177$).



Примечание: кредиты финансовых компаний, кредитных союзов, ломбардов Украины консолидированы с банковскими кредитами, начиная с 2005 г. (по наличию статистических данных)

Рисунок 5.17 — Динамика гэпа “Кредиты ФСЭ/ВВП”, $\Delta IFSI$ и реального ВВП Украины за 1996-2012 гг.

Источник: составлено на основе [210].

Соответственно, в том случае, когда темп роста реального ВВП будет высоким, гэп “Кредиты/ВВП” будет сигнализировать о снижении требований к формированию контрциклического буфера капитала, и наоборот. Это противоречит концепции, заложенной в Базеле III о формировании данного буфера в период экономического подъема. Предлагаемый нами интегральный

подход к оценке ДФСЭ в большей степени отвечает характеру изменений реального ВВП и гэпу “Кредиты ФСЭ/ВВП” в период 2006-2008 гг.

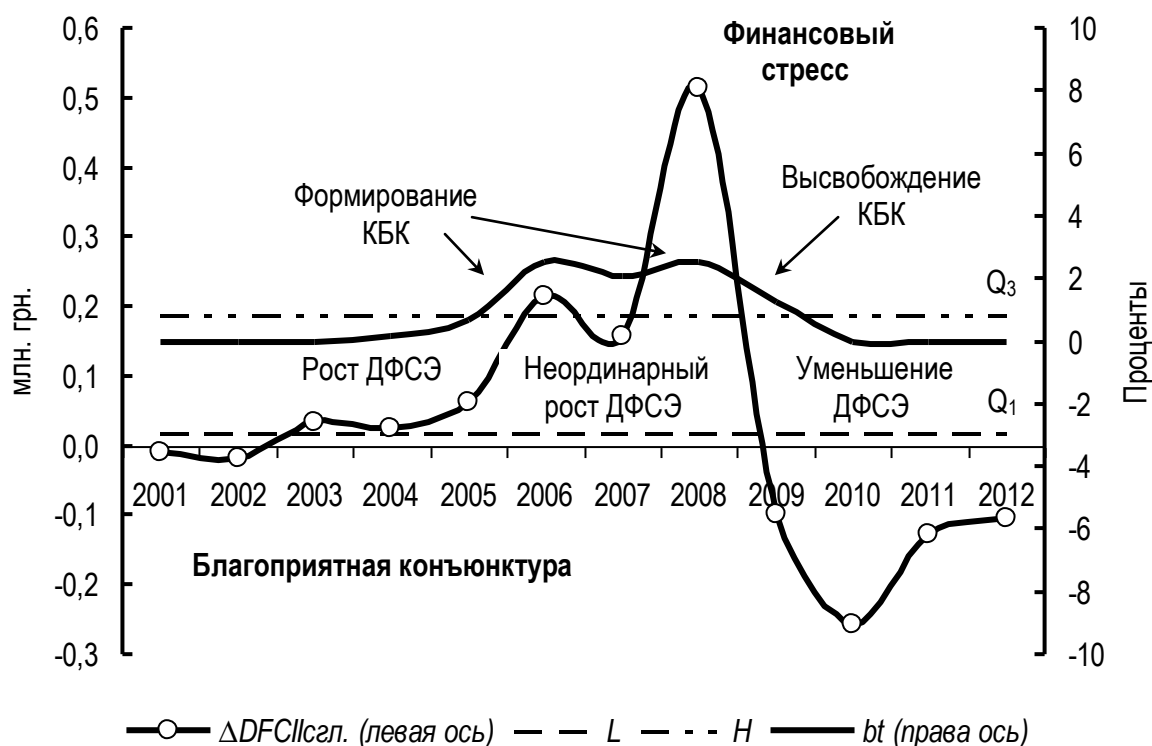
В связи с указанными обстоятельствами предлагаем усовершенствовать существующие научно-методические основы определения правил для макропруденциальных динамических инструментов путем реализации интегрального подхода к оценке ДФСЭ, что в отличие от существующих подходов является комплексным по учету выявленных дисбалансов в ФСЭ Украины (кредитного, ликвидности, валютного, макроэкономического) и их изменений на соответствующих фазах циклического развития финансовых отношений. Правило формирования контрциклические буфера капитала имеет следующий вид:

$$b_t = b(\Delta DFCII_{t_{ccl.}}) = \begin{cases} 0, & \text{if } \Delta DFCII_{t_{ccl.}} < L \\ \frac{\Delta DFCII_{t_{ccl.}} - L}{H - L} \cdot 2.5 & \text{if } L \leq \Delta DFCII_{t_{ccl.}} \leq H \\ 2.5, & \text{if } H < \Delta DFCII_{t_{ccl.}} \end{cases} \quad (5.36)$$

$$L = Q_1[\Delta DFCI_{t_{ccl.}}], \quad H = Q_3[\Delta DFCI_{t_{ccl.}}],$$

де b_t – размер буфера от величины активов, взвешенных по риску (%); $\Delta DFCII_{t_{ccl.}}$ – сглаженные значения (в годовом выражении) темпов прироста интегрального показателя ДФСЭ; L – нижний порог чувствительности; H – верхний порог чувствительности; Q_1, Q_3 – первая и третья квартили $\Delta DFCII_{t_{ccl.}}$ (заданные эксплицитно).

На рис. 5.18 представлено графически правило формирования и высвобождения контрциклического буфера капитала на примере ФСЭ Украины. Основной период, на протяжении которого должно было происходить активное формирование контрциклического буфера капитала охватывает интервал времени с конца 2005 г. по 2008 г. (благоприятная конъюнктура), а его высвобождение должно было произойти в 2009 г. (финансовый стресс).



Примечание: КБК – контрциклический буфер капитала.

Рисунок 5.18 – Правило формирования и высвобождения контрциклического буфера капитала на примере ФСЭ Украины

Источник: составлено на основе [210].

Вместе с тем, на рис. 5.18 также прослеживается небольшое высвобождение контрциклического буфера капитала в 2006 г., что связано с влиянием политических факторов в 2005 г.

В целом, пакет реформ “Базель III” потребует определенной настройки для ФСЭ Украины, а качество этой калибровки, скорее всего, может быть объективно оценена только в периоды новых финансовых стрессов.

Подводя итоги исследования, необходимо отметить о наличии неоднозначной реакции на реформы в макропруденциальной политике. Это связано с тем, что процесс формирования капитала банков до размеров в соответствии с новыми требованиями, может выступить сдерживающим фактором в кредитовании реального сектора экономики, который находится на фазе слабого и неустойчивого роста. Так, Ассоциация украинских банков при

рассмотрении вопроса учета операционного риска при расчете норматива достаточности (адекватности) регулятивного капитала в апреле 2011 года отмечала, что: “на сегодня кризисные явления еще не преодолены ни в банковской системе, ни в экономике в целом. При этих условиях обеспечить дополнительную капитализацию в короткий срок будет крайне трудно. Одновременно для банков основным заданием на данный момент продолжает оставаться возобновление кредитования экономики, которая требует наличия свободного капитала” [453]. Также необходимо понимать, что создаваемые контрциклические буферы капитала не обеспечат полное покрытие экономических потерь ФСЭ в периоды финансовых стрессов. Несмотря на положительные стороны требований, связанных с повышением достаточности капитала в банковском секторе, немаловажную роль в регулировании будущих дисбалансов будут выполнять монетарные инструменты Национального банка [310].

Выводы к пятому разделу

1. Всесторонне раскрыты вопросы взаимосвязи монетарной и макропруденциальной политики в вопросах регулирования ДФСЭ. Показано, что обеспечение денежной стабильности не гарантирует финансовой стабильности, а сильные колебания на финансовых рынках, не определяются полностью следствием наступления денежной нестабильности. В виду ограниченности монетарных инструментов и фрагментарных апробациях макропруденциальных инструментов формализовано взаимодействие макропруденциальных и монетарных инструментов в период формирования ДФСЭ.

2. Проанализирована результативность использования монетарных инструментов и оценено соответствие процентной политики монетарному правилу Тэйлора в период формирования ДФСЭ Украины; выявлены существенные и устойчивые отклонения фактической процентной ставки от теоретической (до 5 стандартных отклонений) в период 2006-2008 гг., а также обращено внимание, что процентная политика центрального банка имела нейтральный, скорее адаптивный характер к накопленным ДФСЭ Украины. Отличия в выявленных взаимосвязях между теоретической ставкой Тэйлора и интегральным показателем ДФСЭ объясняется более поступательным характером накопления ДФСЭ Украины.

3. Обоснован и разработан научно-методический подход к формированию имплицитного правила таргетирования для экономики Украины, который, в отличие от существующих эксплицитных (инструментальных) правил, базируется на установлении статистических взаимосвязей между интегральным показателем ДФСЭ, целями Национального банка и монетарным инструментом. На основе апробации данного подхода на примере ФСЭ Украины установлено, что предложенное правило имеет высокие прогностические свойства и рекомендовано для имплементации в процессе калибровки монетарных инструментов.

4. Произведен обзор релевантных макропруденциальных инструментов регулирования ДФСЭ и углублены методические аспекты формулирования правил для их имплементации на основе предложенного интегрального подхода, что в отличие от существующих подходов, является комплексным по учету типов ДФСЭ Украины (кредитного, ликвидности, валютного, макроэкономического) и их изменений на соответствующих фазах циклического развития финансовых отношений.

Основные результаты пятого раздела опубликованы в научных работах [310, 428, 436, 437, 449, 452].

ВЫВОДЫ

В диссертации представлено теоретическое обобщение и предложено новое решение научной проблемы обеспечения условий финансовой стабильности в национальной экономике, что выражено в разработке теоретико-методологических основ выявления, анализа и регулирования ДФСЭ Украины.

По результатам исследования сформулированы следующие выводы:

1. ФСЭ постоянно находится под воздействием факторов внешней среды (регуляторных, технологических, рыночных и др.) и адаптируется к ним через механизмы самоорганизации и самоусложнения (финансового инжиниринга, конвергенции финансовых услуг / рынков). Влияние финансового инжиниринга и конвергенции финансовых услуг / рынков предложено рассматривать с дуалистической точки зрения: с одной стороны - они являются ключевыми драйверами адаптации ФСЭ к влиянию экзогенных и эндогенных факторов, а с другой - они являются катализаторами распространения возможных диспропорций в процессе развития ФСЭ, что снижает его эластичность к регулятивным воздействиям.

2. Изучение научных теорий и школ относительно сущности представлений о детерминантах и экономической природе возникновения нестабильности в ФСЭ позволило сгруппировать и выделить их генезис: прототеории (заложили основы для понимания экономической природы проциклическости ФСЭ), проциклические теории (раскрывают механизм эндогенного накопления диспропорций в ФСЭ) и адаптивные теории (рассматривают экзогенную природу финансовой нестабильности).

3. ДФСЭ предложено трактовать как обусловленное экзогенными (регуляторными, технологическими, рыночными и т.п.) и / или эндогенными (процессами самоорганизации и самоусложнения ФСЭ) импульсами

диспропорцию относительно объемов, сроков, источников привлечения / размещения финансовых ресурсов, что приводит к спекулятивному росту цен активов и уровню системных финансовых рисков. Обосновано разграничивать понятия "дисбаланс в ФСЭ" и понятие "финансовый дисбаланс".

4. Обоснованы взаимосвязи и различия между финансовой стабильностью, финансовой устойчивостью, финансовой хрупкостью, финансовой нестабильностью. Под финансовой стабильностью ФСЭ предложено понимать такое состояние ФСЭ, которое позволяет непрерывно в течение определенного периода реализовывать основные функции: распределительную, информационную, расчетно-платежную, управления риском (в данном случае ФСЭ находится в состоянии динамического равновесия). Финансовая устойчивость ФСЭ следует понимать, как способность противостоять эндогенным и экзогенным шокам (ФСЭ стремится к равновесию); финансовая хрупкость ФСЭ - это имманентное свойство ФСЭ дестабилизироваться (ФСЭ имеет потенциальную склонность к выходу из состояния равновесия), а финансовая нестабильность ФСЭ - это состояние, при котором ФСЭ на длительный период и без сбоев не способен сохранять свою структуру и функциональную нагрузку (происходит материализация системных финансовых рисков, равновесие отсутствует).

5. Разработана дескриптивная модель циклического развития ФСЭ, что позволило формализовать пределы континуума финансовой стабильности (абсорбирования незначительных ДФСЭ и шоков), приближение к границе финансовой нестабильности (существенное накопление ДФСЭ, абсорбирование растущих ДФСЭ, формирование условий для роста уровня системных финансовых рисков), континуума финансовой нестабильности (невозможность абсорбирования ДФСЭ, материализация системных финансовых рисков), а также причины и катализаторы возникновения дисбалансов на каждом этапе цикла. Практические расчеты на базе данной модели для ФСЭ Украины

показали, что природа формирования ДФСЭ в отечественной экономике имеет эндогенно-кредитный характер.

6. Систематизированы мировой и отечественный опыт выявления и оценки финансовых диспропорций в развитии экономики, обоснованы их преимущества и недостатки, а также возможности применения для оценки ДФСЭ. В частности, указано, что существующие индикаторы финансовой устойчивости частично дублируют друг друга, ориентированы преимущественно на банковскую систему и не всегда отражают специфику парабанковской системы, для расчета целого ряда из них в Украине не сформирована система подготовки статистических данных, не формализовано предельные значения и т.д. В мировой практике для оценки финансовых диспропорций на макроуровне получили распространение индикаторы, основанные на кредитных агрегатах и ценах активов.

7. Для устранения недостатков индикаторов финансовой устойчивости предложено усовершенствовать систему раннего оповещения о наступлении финансовых стрессов путем разработки интегрального индикатора финансовой устойчивости ФСЭ ($FSII$) и индикатора общего риска потери устойчивости в ФСЭ ($RLFS_{FSE}$), построенные на основе метода главных компонент и с использованием научных положений портфельной теории (индикатор $RLFS_{FSE}$), которая позволяет количественно оценить возможные кросс-эффекты между динамикой финансовой устойчивости банковского сектора и сектора небанковских финансовых институтов. Обосновано применение научных положений портфельной теории для оценки риска потери устойчивости в ФСЭ с учетом удельного веса активов банковского сектора и сектора небанковских финансовых институтов в совокупных активах ФСЭ, а также волатильности интегральных показателей финансовой устойчивости этих секторов по фазам циклического развития ФСЭ.

8. Разработан научно-методический подход для поэлементной и интегральной оценки ДФСЭ на отдельных стадиях цикла развития финансовых

отношений: для поэлементного оценивания ДФСЭ предложено использовать показатели ДФСЭ по типам дисбалансов (кредитному, ликвидности, валютному, макроэкономическому), а для интегральной оценки – на базе поэлементных показателей ДФСЭ разработан интегральный показатель ДФСЭ, который является наиболее информативным для оценки общего уровня накопленных ДФСЭ Украины, и рекомендован в качестве объекта мониторинга в пределах пруденциального надзора за ФСЭ Украины.

9. Проанализированы поэлементные и интегральные показатели финансовой устойчивости и ДФСЭ. По результатам анализа установлено, что существенные ДФСЭ Украины были накоплены в течение 2006-2008 гг. Вместе с тем, выделена невысокая информативность интегральных показателей финансовой устойчивости в докризисный период времени: они либо не отличались неординарными колебаниями (интегральный показатель платежеспособности - I_S), либо не имели устойчивых трендов (интегральный показатель эффективности и риска - I_{PR}), сигнализирующих о последующих негативных экстерналиях накопленных системных финансовых рисков. В этом аспекте интегральный показатель ДФСЭ имел лучшие прогностические свойства.

10. Углублены методические основы оценки синхронности флуктуаций индикаторов ДФСЭ и индикаторов экономического развития по выделенным периодам развития ФСЭ (отсутствие существенных ДФСЭ, существенные ДФСЭ, снижение ДФСЭ в период финансового кризиса) путем расчета парных коэффициентов конкордации между объемами кредитов, выданных в экономику, значением фондового индекса, реальным эффективным обменным курсом и реальным ВВП. Выявленные закономерности свидетельствуют о том, что в период накопления существенных ДФСЭ Украины (2006-2008 гг.) неординарный рост кредитной экспансии и цен на финансовые активы происходил в отрыве от фундаментальных условий экономического развития страны, что повышало уязвимость ФСЭ к шокам.

11. Формализовано и проанализировано влияние поэлементных и общих (интегральных) показателей ДФСЭ на макроэкономическую динамику в Украине и странах СНГ. Статистически доказано, что вероятность финансовых стрессов существенно повышается, особенно в странах с развивающимися финансовыми рынками, если рост кредитных “пузырей” не связан с потребностями реального сектора экономики, а ФСЭ не имеет должного уровня финансовой устойчивости к негативным эффектам внешних и внутренних возмущений. Путем моделирования и сравнения регрессионных взаимосвязей между интегральным показателем ДФСЭ, интегральным показателем финансовой устойчивости, с одной стороны, и изменением реального ВВП, с другой, также статистически установлено, что предложенный интегральный показатель ДФСЭ в большей степени объясняет колебания реального ВВП во время финансовых стрессов.

12. На основе обобщения мирового и отечественного опыта формализована концептуальная модель регулирования ДФСЭ путем установления взаимодействий политик (монетарной, макропруденциальных), инструментов (контрциклический буфер капитала, налог за риск ликвидности) и правил их имплементации на основе предложенного интегрального подхода для оценки ДФСЭ, что отвечает принципу “движение против ДФСЭ” и предоставляет возможность достичь положительных экстерналий в процессе имплементации политик, уменьшить негативные эффекты, которые проявляются в случае их независимого применения.

13. Проанализирована результативность использования монетарных инструментов и оценено соответствие процентной политики монетарному правилу Тэйлора в период формирования ДФСЭ Украины; выявлены существенные и устойчивые отклонения фактической процентной ставки от теоретической (до 5 стандартных отклонений) в период 2006-2008 гг., а также обращено внимание, что процентная политика центрального банка имела нейтральный, скорее адаптивный характер к накопленным ДФСЭ Украины.

Отличия в выявленных взаимосвязях между теоретической ставкой Тэйлора и интегральным показателем ДФСЭ объясняется более поступательным характером накопления ДФСЭ Украины.

14. Обоснован и разработан научно-методический подход к формированию имплицитного правила таргетирования для экономики Украины, который, в отличие от существующих эксплицитных (инструментальных) правил, базируется на установлении статистических взаимосвязей между интегральным показателем ДФСЭ, целями Национального банка и монетарным инструментом. На основе апробации данного подхода на примере ФСЭ Украины установлено, что предложенное правило имеет высокие прогностические свойства и рекомендовано для имплементации в процессе калибровки монетарных инструментов.

15. Произведен обзор релевантных макропруденциальных инструментов регулирования ДФСЭ и углублены методические аспекты формулирования правил для их имплементации на основе предложенного интегрального подхода, что в отличие от существующих подходов, является комплексным по учету типов ДФСЭ Украины (кредитного, ликвидности, валютного, макроэкономического) и их изменений на соответствующих фазах циклического развития финансовых отношений.



СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Коваленко Ю. Фінансова система і фінансовий сектор: організаційно-інституціональний підхід / Ю. Коваленко // Фінанси України. – 2011. – № 4. – С. 75-87.
2. Лютий І. Вплив фінансового сектору на функціонування економічної системи / І. Лютий, С. Міщенко // Фінанси України. – 2007. – №3. – С. 14-29.
3. Міщенко С. Особливості підходів до визначення ролі фінансового сектору в умовах інтернаціоналізації економіки / С. Міщенко // Вісник КНУ імені Тараса Шевченка. – № 92. – 2007. – С. 53-55.
4. Міщенко С. В. Формування ефективної структури фінансового сектору України : дис. на здобуття наук. ступеня кандидата економ. наук : спец. 08. 00. 08 - гроші, фінанси і кредит / С. В. Міщенко ; Київський національний університет імені Тараса Шевченка. – Київ, 2009. - 246 с.
5. Науменкова С. Сучасна модель фінансової системи: порівняльний аналіз основних підходів. / С. Науменкова, С. Міщенко // Фінанси України. – 2006. – № 6. – С. 44-56.
6. Науменкова С. В. Розвиток фінансового сектора України в умовах формування нової фінансової архітектури : монографія / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко. – К. : Університет банківської справи ; Центр наукових досліджень Національного банку України, 2009. – 384 с.
7. Левочкин С. Финансовая инфраструктура рыночной экономики: концептуальные подходы / С. Левочкин, В. Опарин, В. Федосов // Економіка України. – 2008. – № 11. – С. 57-71.
8. Школьник І. О. Стратегія розвитку фінансового ринку України : дис. на здобуття наук. ступеня доктора економ. наук : спец. 08. 00. 08 - гроші, фінанси і кредит / І. О. Школьник ; Державний вищий навчальний заклад

- “Українська академія банківської справи Національного банку України”. - Суми, 2008. - 440 с.
9. Мэнкью Н. Принципы экономики / Н. Г. Мэнкью. – СПб: ПитерКом, 1999. – 784 с.
 10. Габбард Р. Гроші, фінансова система та економіка / Р. Г. Габбард. – К.: КНЕУ, 2004. – 884 с.
 11. Minsky H. The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and An Alternative to “Standard” Theory / H. Minsky // Nebraska Journal of Economics and Business. – 1977. – Vol. 16. – № 1. P. – 5-16.
 12. Мишкін Ф. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Ф. С. Мишкін. – К.: Основи, 1998. – 963 с.
 13. Боди З. Финансы / З. Боди, Р. Мертон. – М.: Вильямс, 2007. – 592 с.
 14. Кидуэлл, Д. Финансовые институты, рынки и деньги / Д. С. Кидуэлл, Р. Л. Петерсон, Д. У. Блэкуэлл. – СПб: Питер, 2000. – 752 с.
 15. Шклярчук С. Финансовая система: структура, механизм функционирования, оптимизация. Финансовые рынки, финансовые институты и участники, финансовые инструменты, методы анализа, регулирование и оптимизация / С. Г. Шклярчук. – К.: Нота-принт, 2003. – 568 с.
 16. Rose P. Financial Institutions / P. Rose, D. Fraser. – Plano, Texas: Business Publ. Inc, 1998. – 762 p.
 17. Опарін В. Фінанси (загальна теорія) / В. Опарін. – К.: КНЕУ, 2002. – 240 с.
 18. Рибак С. О. Таксономія дефініцій фінансової сфери / С. О. Рибак, Л. Л. Лазебник // Економічна теорія. – 2007. - № 2. – С. 34 – 45.
 19. Опарін В. М. Фінансова система України (теоретико-методологічні аспекти) : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня докт. екон. наук : спец. 08.04.01 “Фінанси, грошовий обіг і кредит” / В. М. Опарін. – К., 2006. – 33с.

20. Про затвердження Класифікації інституційних секторів економіки країни: Наказ державного комітету статистики України від 18.04.2005, № 96. [Електронний ресурс]. – Режим доступа: <http://zakon.nau.ua/doc/?code=v0096202-05>
21. Про Координаційну раду з питань політики фінансового сектору: Постанова Кабінету Міністрів України від 01.11.2000 р., № 1620. [Електронний ресурс]. – Режим доступа: <http://www.licasoft.com.ua/index.php/component/lica/?href=0&view=text&base=1&id=401425&menu=76025>
22. Фінансовий ринок: підручник / Шелудько В.М. – К.: Знання, 2008. – 535с.
23. Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 7 “Финансовые инструменты: раскрытие информации” [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www1.minfin.ru/common/img/uploaded/library/no_date/2012/IFRS_07.pdf
24. Зимовець В. Державна фінансова політика економічного розвитку / В. В. Зимовець. – К.: Ін-т НАНУ, 2010. – 356 с.
25. Романенко О. Фінанси / О. Р. Романенко. – К.: Центр навчальної літератури, 2004. – 312 с.
26. Леоненко П. Теорія фінансів / П. М. Леоненко, П. І.Юхименко, А. А. Ільєнко та ін. – К.: Центр навчальної літератури, 2005. – 480 с.
27. Шинази, Г. Сохранение финансовой стабильности / Г. Шинази [Електронний ресурс]. – Режим доступа: www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues36/rus/issue36r.pdf
28. Семенов А. Ю. Стратегія розвитку фінансового ринку України : дис. на здобуття наук. ступеня кандидата економ. наук : спец. 08. 00. 08 - гроші, фінанси і кредит / А. Ю. Семенов ; Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". - Суми, 2011. - 270 с.

29. Курс по макроэкономической и финансовой политике в странах с переходной экономикой: материалы семинара, (Киев, 2-13 сентября 2002г.) / Институт МВФ. – Т. 1. Макроэкономические счета, анализ и прогнозирование, Ч. 1. – 242 с.
30. Федосов В. Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями / В. Федосов, В. Опарін, С. Львовчкін. – К.: КНЕУ, 2002. – 387 с.
31. Зимовець В. Акумуляція фінансових ресурсів та економічний розвиток / В. Зимовець. – К.: Ін-т НАНУ, 2003. – 314с.
32. Левина И. К вопросу о соотношении реального и финансового секторов / И. К. Левина // Вопросы экономики. – 2006. – № 9. – С. 83 – 103.
33. Проект Стратегії розвитку фінансового сектору України до 2015 року [Електронний ресурс]. – <http://www.kbs.org.ua/files/dpee1.pdf>
34. Дяченко Ю. Ю. Реструктуризація фінансового сектору в Україні: дис. на здобуття наук. ступеня кандидата економ. наук : спец. 08. 00. 01 - економічна теорія та історія економічної думки / Ю.Ю. Дяченко ; Київський національний економічний університет ім. В.Гетьмана. – К., 2010. – 19 с.
35. Дяченко Ю. Фінансовий сектор: суть та функціональна роль у сучасній економіці / Ю. Дяченко // Формування ринкових відносин в Україні. – 2008. – № 2. – С. 110 – 114.
36. Макаренко В. О. Побудова моделі фінансової системи України на основі системного підходу / В. О. Макаренко, І. О. Прищепчук // Фінанси України. – 2010. – № 5. – С. 31 – 38.
37. Макаренко І. О. Фінансова стійкість ринку похідних фінансових інструментів в межах системного підходу / І. О. Макаренко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць / Державний вищий навчальний заклад “Українська академія

- банківської справи Національного банку України”. – Суми, 2011. – Вип. 31. – С. 204-213.
38. Menkhoff L. Financial Market Drift: Decoupling of the Financial Sector from the Real Economy? / L. Menkhoff, N. Tolksdorf. – Berlin: Springer, 2001. – 233 p.
39. Levine R. Finance and Growth: Theory and Evidence / R. Levine. – Philippe Aghion & Steven Durlauf, 2005. – p. 865-934.
40. Даниленко Л. Финансиаризация современной экономики / Л. Даниленко // Инновации. – 2008. – № 9. – С. 86 – 91.
41. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. – М. : ЭКСМО, 2007. – 956 с.
42. Коваленко Ю. Формирование институциональных предпосылок развития ФСЭ экономики Украины / Ю. Коваленко // Экономика Украины. – 2011. – № 7. – С. 49 – 60.
43. Лютий І. Проблеми розвитку сучасного міжнародного фінансового ринку та інтеграційний курс України / І. Лютий, В. Міщенко // Фінанси України. – 2006. – № 5. – С. 21 – 31.
44. Williamson J. What Washington Means by Policy Reform [Electronic resource] / J. Williamson. – Access mode: // <http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=486>
45. Науменкова С. Проблеми подолання негативного впливу глобальних диспропорцій та формування нового геофінансового механізму / С. Науменкова, С. Міщенко // Фінанси України. – 2009. – № 3. – С. 23 – 36.
46. Малютін О. Оцінка фінансового сектору та його значення в економічному розвитку України / О. К. Малютін // Фінанси України. – 2010. – № 3. – С. 92–100.
47. Зимовец В. Место ФСЭ в современных концепциях институциональной организации экономики / В. Зимовец // Экономика Украины. – 2004. – № 11. – С. 15-26.

48. Миркин Я. М. Посткризисная стратегия развития ФСЭ России / Я. М. Миркин // Журнал Новой экономической ассоциации. – 2009. – № 1-2. – С. 258–262.
49. Головнин М. Финансовая глобализация и ограничения национальной денежно-кредитной политики / М. Головнин // Вопросы экономики. – 2007. – № 7. – С. 4-7.
50. Корнеев В. Фінансові спекуляції та стійкість економічних систем / В. Корнеев // Економічна теорія. – 2008. – № 2. – С. 24-48.
51. Глущенко О. Вектори розвитку ринку фінансових послуг України в умовах постіндустріальної економіки / О. Глущенко І. О. Макаренко // Дослідження впливу фінансово-кредитної інфраструктури на соціально-економічний розвиток суб'єктів господарювання: збірник матеріалів Всеукраїнської науково-практичної конференції / Харківський національний університет імені В. Н. Каразіна. – Харків, 2011. – С. 45-55.
52. Львовчкін С. Суперечності фінансової теорії і практики в контексті циклічності економічного розвитку / С. Львовчкін, В. Опарін, В. Федосов // Фінанси України. – 2011. – № 5. – С. 3-13.
53. Олійник М. В. Інституційна динаміка фінансового сектору економіки в умовах ринкової трансформації : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.01 “Економічна теорія та історія економічної думки” / М. В. Олійник. – Х., 2010. – 16 с.
54. Berglof E. The Great Device and Beyond: Financial Architecture in Transition / E. Berglof, Bolton P. // Journal of Economic Perspectives. – 2002. – Vol. 16. – № 1. – p. 77-100.
55. Дзюблюк О. Розвиток банківського сектору в умовах деформації світового фінансового простору / О. Дзюблюк // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 10. – С.76-83.
56. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Т. 2. Кн. II: Процесс обращения капитала / К. Маркс. – М. : Политиздат, 1978. – 648 с.

57. Goldsmith R. Financial Structure and Development / R. Goldsmith. – New-Haven: Yale University Press, 1969. – 561 p.
58. Науменкова С. Інституційний розвиток фінансового сектору України / С. Науменкова, С. Міщенко // Фінанси України. – 2008. – № 7. – С. 53-71.
59. Огієнко В. І. Інтернет-банкінг як перспективний напрям розвитку ринку фінансових послуг / В. І. Огієнко, О. В. Луняков, О. Ю. Лісняк // Ефективна економіка. – 2012. – № 6. – Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=1217>
60. Bossone B. In Finance, Size Matters: The “Systemic Scale Economies” Hypothesis / B. Bossone, J.-K. Lee // IMF Staff Papers. – IMF, 2004. – Vol. 51 – № 1. – С.19-46.
61. Школьник І. Взаємодія інститутів фінансового посередництва з реальним сектором економіки / І. Школьник, А. Семенов // Фінанси України. – 2011. – № 1. – С. 83-93.
62. Карпенко Г. Фінансові інновації: питання теорії та можливості впровадження в економіку України / Г. Карпенко, А. Данькевич // Фінанси України. – 2008. – № 9. – С. 111-118.
63. Merton R. Continuous-Time Finance / R. Merton. – Oxford: U.K.: Basil Blackwell, 1990. – 535 p.
64. Головнин М. Финансовая глобализация и ограничения национальной денежно-кредитной политики / М. Головнин // Вопросы экономики. – 2007. – № 7. – С. 20-34.
65. Корнеев В. Эволюция и перспективы финансового рынка Украины / В. Корнеев // Экономика Украины. – 2007. – № 9. – С. 21-29.
66. Федосов В. Інституційна фінансова інфраструктура України: сучасний стан та проблеми розвитку / В. Федосов, В. Опарін, С. Львовчкін // Фінанси України. – 2008. – № 12. – С. 3-21.
67. Школьник І. Глобальні фінансові активи: структурні зміни / І. Школьник // Вісник Національного банку України. – 2011. – №7. – С. 3-6.

68. Науменкова С. Використання структурних цінних паперів для фінансування корпорацій в Україні / С. Науменкова, Т. Буй // Фінанси України. – 2010. – № 2. – С. 89-100.
69. Забулонов А. Производные финансовые инструменты: теоретический подход с учетом реалий рынка / А. Забулонов // Вопросы экономики. – 2003. – № 8. – С. 41-55.
70. Boyer R. History Repeating for Economists. An Anticipated Financial Crisis / R. Boyer // Prisme. – 2008. – № 13. – 48 p.
71. Gorton G. Questions and Answers about the Financial Crisis [Electronic resource] / G. Gorton. Access mode: <http://online.wsj.com/public/resources/documents/crisisqa0210.pdf>
72. Rosen R. Too Much Right Can Make a Wrong: Setting the Stage for the Financial Crisis [Electronic resource] / R. Rosen. – Access mode: <https://www.econstor.eu/dspace/bitstream/10419/70588/1/615844995.pdf>
73. Макаренко І. О. Стійкий розвиток ринку похідних фінансових інструментів України : дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит / І. О. Макаренко ; Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми, 2012. – 264 с.
74. Миркин Я. Посткризисная стратегия развития финансового сектора экономики России [Электронный ресурс] / Я. Миркин: www.mirkin.ru/_docs/vestnik2009.pdf
75. Бурденко І. Класифікація випущених фінансових інструментів: фінансове зобов'язання чи інструмент капіталу? / І. Бурденко // Вісник Національного банку України – 2010. - №3. – С.27-29.
76. Вовчак О. Фінансові інструменти управління кризовим банківництвом в Україні / О. Вовчак, О. Галушак // Вісник Національного банку України – 2010. - №3. – С.16-20.

77. Альошина Л. Активізація інтеграційних процесів у взаємовідносинах банків і страхових організацій / Л. Альошина, Л. Петик // Фінанси України. – 2006. – № 6. – С. 107-113.
78. Барановський О. Іноземний капітал на ринках банківських послуг України, Росії та Білорусі / О. Барановський // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 9. – С. 12–20.
79. Васильєва Т. А. Діяльність банківських установ на ринку інноваційного інвестування: методологічні засади : дис. ... док. економ. наук : спец. 08.00.08 - гроші, фінанси і кредит / Тетяна Анатоліївна Васильєва : Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". – Суми : 2008. – 490 с.
80. Васильєва Т. Проблеми створення та функціонування спеціалізованих інноваційних банків / Т. Васильєва // Вісник УАБС. – 2007. – №2 (23). – С. 51-56.
81. Васильєва Т. Ринок інноваційного інвестування в системі між ринкової взаємодії / Т. Васильєва // Наука і економіка. – 2008. – №2 (10). – С. 7-12.
82. Васильєва Т. Формы интеграционных объединений банков на рынке инновационного инвестирования // Бизнес-информ. – 2007. – №12 (2). – С. 97-99.
83. Дзюблюк О. Глобалізаційні процеси та участь іноземного капіталу у розвитку вітчизняної банківської системи / О. Дзюблюк // Банківська справа. – 2008. – № 2. – С. 37–45.
84. Дзюблюк О. Оцінка впливу іноземного капіталу на функціонування банківської системи / О. Дзюблюк // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 1. – С. 24–27.
85. Кириченко М. Вплив іноземного капіталу на розвиток банківської системи України / М. Кириченко // Актуальні проблеми економіки. – 2006. – № 6. – С. 9–16.

86. Козьменко О. Розвиток фінансового сектору України як основа забезпечення стабільності економіки / О. Козьменко, К. Багмет, О. Пахненко // Шляхи та інструменти модернізаційного прориву економіки України : матеріали міжнародної конференції, м. Одеса, 21-22 жовтня 2010 р. / Інститут проблем ринку та економіко-екологічних досліджень Національної академії наук України. – Одеса, 2010. – С. 172-174.
87. Козьменко С. Обмеження і межі присутності іноземного капіталу у вітчизняній банківській системі / С. Козьменко, Ф. Шпиг // Вісник Української академії банківської справи. – 2006. – № 2. – С. 105–109.
88. Козьменко С. Глобалізація банківської діяльності й регіональні інтереси / С. Козьменко, С. Горіна, О. Андронов // Фінанси України. – 2000. – № 9. – С. 141–149.
89. Козьменко С. Проблемы слияний и поглощений коммерческих банков / С. Козьменко, Ф. Линсли // Банківська система України: теорія і практика становлення: Збірник наукових праць: В 2-х т. Т.1. – Суми, 1999. – С. 55-62.
90. Кремень В. Виникнення і особливості діяльності фінансових конгломератів на світовому фінансовому ринку / В. Кремень // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – № 5. – С.32-38.
91. Кремень В. Діяльність міжнародних фінансових конгломератів на фінансовому ринку України / В. Кремень // Шевченківська весна: Економіка: Матеріали міжнародної науково-практичної конференції студентів, аспірантів та молодих вчених; [За заг. ред. проф. В. Д. Базилевича]. – Вип. VII. – К. : Сталь, 2009. – С.426-430.
92. Кремень В. Консолідація регулювання фінансового ринку: світова практика та перспективи в Україні / В. Кремень // Економіка: проблеми теорії та практики. Вип. 246. Т. IV : Збірник наукових праць. – Дніпропетровськ : ДНУ, 2008. – С. 914-923.

93. Кремень В. Особливості використання концепції “bancassurance” у діяльності фінансових конгломератів / В. Кремень // Економічний простір: збірник наукових праць. № 20/1. – Дніпропетровськ: ІДДАБА, 2008. – С. 99-107.
94. Кремень В. Особливості кредитних відносин вітчизняних банків та суб'єктів господарювання / В. Кремень // Культура народів Причорномор'я. – 2007. – № 109. – С. 85-89.
95. Кремень В. М. Діяльність фінансових конгломератів на фінансовому ринку України : дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : 08.00.08 - гроші, фінанси і кредит / В. М. Кремень; Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". – Суми, 2009. – 242 с.
96. Кубах Т. Ринок злиття та поглинання: сучасний стан та перспективи розвитку [Електронний ресурс] / Т. Кубах // Ефективна економіка. – 2012. – № 1. – Режим доступу : <http://www.economy.nayka.com.ua>
97. Кубах Т. Г. Фінансова безпека держави під впливом розвитку ринку капіталу : дис. на здобуття наук. ступеня кандидата економ. наук : спец. 08. 00. 08 - гроші, фінанси і кредит / Т. Г. Кубах ; Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". - Суми, 2012. - 279 с.
98. Кузнецова Н. Конвергенція в сфері банківських послуг / Н. Кузнецова, Г. Чернова // Вестник СПбГУ. Сер. 5. – 2001. – Вып. 4 (№ 29). – С.129-136.
99. Лилик О. Bancassurance та перспективи його розвитку в Україні / О. Лилик // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 2. – С. 32-37.
100. Медведєва Г. Напрями інтеграційного розвитку банківської установи / Г. Медведєва, Ю. Смирнова // Збірник наукових праць Національного університету Державної податкової служби України. – 2009. – № 1. – С. 193–197.

101. Пікус Р. Фінансовий супермаркет як форма інтеграції банків і страхових компаній / Р. Пікус, Д. Нестерова // Вісник університету банківської справи Національного банку України. – 2010. – № 3. – С.241-245.
102. Реверчук С. Фінансовий супермаркет – перспективна форма розвитку ринку фінансових послуг / С. Реверчук, Л. Кльоба // Інвестиції: практика та досвід. – 2006. – № 13. – С.28-30.
103. Сало І. Проблеми українського ринку М&А на сучасному етапі його розвитку / І. В. Сало, Ю. М. Петренко // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. – № 1. – С.96-103.
104. Шелудько Н. Іноземний капітал і банківському секторі України: проблеми і наслідки / Н. Шелудько // Фінанси України. – 2006. – № 7. – С.79-86.
105. Школьник І. Міжнародні фінансові конгломерати у банківському сектору України / І. Школьник // Вісник Національного банку України. – 2010. – № 2. – С.32-35.
106. Школьник І. Критерії ідентифікації фінансового конгломерату: вітчизняний та європейський підходи / І. Школьник, О. Козьменко, В. Кремень // Вісник Національного банку України. – 2009. – № 6. – С.32-36.
107. Науменкова С. Особливості управління фінансами в холдингових компаніях / С. Науменкова // Фінанси України. – 2008. – № 1. – С.93-107.
108. Козьменко С. Розвиток методичних підходів до формалізації структури вітчизняного фінансового ринку / С. М. Козьменко, С. В. Леонов // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2010. – №2(8). – С. 3-8.
109. Корнєєв В. Модифікація форм фінансового посередництва в Україні / В. Корнєєв // Фінанси України. – 2008. – № 1. – С.77-85.
110. Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations [Electronic resource]. – Access mode: <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/100109a.pdf>

111. Kleindorfer P. The Network Challenge: Strategy, Profit, and Risk in an Interlinked World / P. Kleindorfer, Y. Wind, R. Gunther. – New Jersey, U.S.: Wharton School Publishing, 2009. – 592 p.
112. Haldane A. Rethinking the Financial Network [Electronic resource] / A. Haldane. – Access mode: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2009/speech386.pdf>
113. Gai P. Complexity, Concentration and Contagion / P. Gai, A. Haldane, S. Kapadia // Journal of Monetary Economics. – 2011. – Vol. 58. – № 5. – P. 453-470.
114. Upper C. Simulation Methods to Assess the Danger of contagion in interbank markets // Journal of Financial Stability. – 2011. – Vol. 7. – № 3. – P. 111-125.
115. Ho T. Dynamic Financial System: Complexity, Fragility and Regulatory Principles [Electronic resource] / T. Ho, M. Palacios, H. Stoll // FMRC Working Paper. – 2011. – Access mode: <http://www.vanderbiltfmr.org/wp-content/uploads/2012/03/FinSysStruc-Sep-5-1.pdf>
116. Луняков О.В. Самоорганізація й самоусложнення фінансового сектора економіки України / О.В. Луняков // Механізм регулювання економіки. – 2013. – № 1. – С. 224-233.
117. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг: закон України від 12.07.2001 р. № 2664-III [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2664-14>.
118. Положення Про Національну комісію, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг: указ Президента України від 23.11.2011 р. №1070/2011 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: zakon.rada.gov.ua/go/1070/2011
119. Медвідь Т. А. Фінансові інновації в міжнародній діяльності банків за умов глобалізації : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.02 – світове господарство і міжнародні економічні відносини / Т. А. Медвідь; Державний вищий навчальний заклад

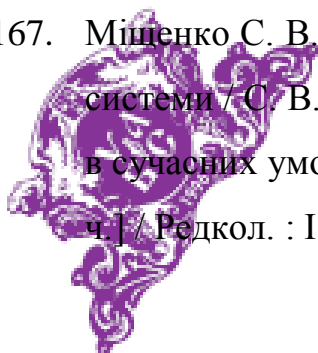
- “Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана”. – Київ, 2010. – 21 с.
120. Гришин П. Bancassurance в России и за рубежом. Интеграция страховых компаний и банков для реализации страховых услуг [Электронный ресурс] / П. Гришин, В. Демченко, А. Цыганов. – Режим доступа: <http://www.in-sure.ru>
121. Schinasi G. Defining Financial Stability [Electronic resource] / G. Schinasi // IMF Working paper. – 2004. – Access mode: <http://cdi.mecon.gov.ar/biblio/docelec/fmi/wp/wp04187.pdf>
122. Шинази Г. Сохранение финансовой стабильности / Г. Шинази. – МВФ : Управление внешних связей, 2005. – 27 с.
123. Fisher I. The Debt-deflation Theory of Great Depressions / I. Fisher // Econometrica. – 1933. – P. 337-357.
124. Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. Кейнс. – М.: Эксмо, 2009. – 960с.
125. Несветаилова А. Экономическое наследие Хаймана Мински / А. Несветаилова // Вопросы экономики. – 2005. – № 3. – С. 99-117.
126. Minsky H. The Financial Instability Hypothesis [Electronic resource] / H. Minsky // Working Paper № 74. – 1992. – Access mode : www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf
127. Луняков О. Теоретические аспекты ряда базовых понятий банковской деятельности / О. Луняков // Вісник СевДТУ : зб. наук. праць. – Севастополь, 2009. – Вип. 98. Економіка та фінанси. – С.80-83.
128. Луняков О. Генезис понятий “Финансовая нестабильность” и “финансовая хрупкость” в контексте мировых финансовых кризисов / О.В. Луняков // Вісник Хмельницького національного університету. – 2010. – № 2. – С. 185-188.
129. Mishkin F. Global Financial Instability: Framework, Events, Issues / F. Mishkin // Journal of Economic Perspectives. – 1999. – Vol. 13. – P. 3-20.

130. Mishkin F. Financial instability and Monetary Policy [Electronic resource] / F. Mishkin. – 2007. – Access mode: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20071105a.htm>
131. Stiglitz J. Information and the Change in the Paradigm in Economics / J. Stiglitz // American Economic Review. – 2002. – Vol. 92. – P. 460-501.
132. Stiglitz J. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information / J. Stiglitz // American Economic Review. – 1981. – Vol 71. – P. 393-410.
133. Spence M. Job Market Signaling / M. Spence // The Quarterly Journal of Economics. – Vol. 87. – 1973. – P. 355-374.
134. Akerlof G. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism / G. Akerlof // The Quarterly Journal of Economics. – 1970. – Vol.84. – P. 488-500.
135. Огиенко В. Кредитное ратционирование в условиях асимметрии информации [Электронный ресурс] / В. Огиенко, О. Луняков, Н. Лунякова // Ефективна економіка. – 2012. – № 7. – Режим доступа: <http://www.economy.nayka.com.ua>
136. Davis E. A typology of financial Instability / E. Davis // Financial Stability Report (Central Bank of Austria). – 2001. - № 2. – pp. 92-110.
137. Ferguson R. Should financial stability be an explicit central bank objective? / R. Ferguson // BIS Paper. – 2003. – № 18. – P. 7-15.
138. Chant, J. Financial stability as a policy goal [Electronic resource] / J. Chant, A. Lai, M. Illing, F. Daniel. – 2003. – Access mode : <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/01/tr95.pdf>
139. Херреро Г. Иностраные банки и финансовая стабильность в новой Европе / Г. Херреро, Н. Симон // Банки та банківські системи. – 2006. – № 1. – С. 50-59.
140. Allen W. Defining and achieving financial stability / W. Allen, G. Wood // Journal of Financial Stability. – 2006. – Vol. 2(2). – pp. 152-172.

141. Crockett A. Why is financial stability a goal of public policy? / A. Crockett // Maintaining financial stability in a global economy: Symposium proceedings. – Kansas : Federal Reserve Bank of Kansas City, 1997. – August. – pp. 55-96.
142. Foot M. What is “financial stability” and how do we get it? [Electronic resource] / M. Foot. – 2003. – Access mode : <http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Communication/Speeches/2003/sp122.shtml>
143. Padoa-Schioppa T. Central banks and financial stability: exploring a land in between [Electronic resource] / T. Padoa-Schioppa // Second ECB Central Banking Conference. – Frankfurt am Main, 2002. – October. – Access mode : <http://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/tps.pdf>
144. Cerna S. Financial Stability / S. Cerna, L. Donath, V. Şeulean, M. Herbei, D. Bărglăzan, C. Albulescu, B. Boldea. – Timișoara, Rumania: West University Edition, 2008.
145. Assessing Financial Stability: Conceptual Boundaries and Challenges [Electronic resource] // ECB Financial Stability Review. – Access mode : www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialstabilityreview200506en.pdf
146. Houben A. Toward a framework for safeguarding financial stability [Electronic resource] / A. Houben, J. Kakes, G. Schinasi // IMF Working Paper. – 2004. – № 04/101. – Access mode : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04101.pdf>
147. Haldane A. Assessing Financial Stability, Efficiency and Structure at the Bank of England [Electronic resource] / A. Haldane, G. Hoggarth, V. Saporta // BIS Papers. – 2001. – № 1. – Access mode : <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.228.3914&rep=rep1&type=pdf>
148. Duisenberg W. The contribution of the euro to financial stability / W. Duisenberg // Globalization of financial markets and financial stability. – challenges for Europe, 2001. – P. 37-51.

149. Bernanke B. Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? / B. Bernanke, M. Gertler // The American Economic Review. – 2001. – Vol. 91(2). – P. 253-257.
150. Das U. Does Regulatory governance matter for financial system stability? An empirical analysis [Electronic resource] / U. Das, M. Quintyn, K. Chenard // IMF Working paper. – 2004. – №89. – Access mode : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0489.pdf>
151. Барановський О. Стійкість банківської системи України / О. Барановський // Фінанси України. – 2007. – № 9 – С. 75-87.
152. Унковська Т. Системне розуміння фінансової стабільності: розв'язання парадоксів / Т. Унковська // Економічна теорія. – 2009. – № 1. – С. 14-33.
153. Oosterlo S. Financial stability reviews: a first empirical analysis / S. Oosterlo, J. Naan, Jong-A-Pin // Journal of financial stability. – 2007. – Vol.2(4). – P. 337-355.
154. Сніжко О. Ієрархія фінансової нестабільності / О. Сніжко // Формування ринкових відносин в Україні. – 2008. – № 2. – С. 29-33.
155. Фінансово-економічний словник / А. Загородній, Г. Вознюк. – К.: Знання, 2007. – 1072 с.
156. Коваленко В. Науково-методологічні основи фінансової стабільності банківської системи та індикатори її оцінки / В. Коваленко // Банківська справа. – 2008. – № 6. – С. 1-11.
157. Каллаур П. Формирование системы мониторинга и оценки финансовой стабильности в Республике Беларусь / П. Каллаур // Банкаускій веснік. – 2008. – № 6. – С. 4-8.
158. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам / Я.М. Миркин, В.Я. Миркин. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 424с.

159. Бахолдин А. Финансовая стабильность, денежно-кредитная политика и банковские риски / А. Бахолдин // Финансы и кредит. – 2007. – № 5(245). – С. 59-61.
160. Стрельбицка Л. Основи безпеки банківської системи України та банківської діяльності: Монографія / Л.М. Стрельбицка – К.: Кондор, 2004. – 600 с.
161. Козюк В. Монетарні аспекти розвитку поглядів на проблему забезпечення глобальної фінансової стабільності / К. Козюк // Вісник Національного банку України. – 2007. - № 4. – С. 34-39.
162. Огонь Ц. Домінанти фінансової стабільності в розвитку зобов'язань держави / Ц. Огонь // Фінанси України. – 2008. - № 5. – С. 32-41.
163. Азаренкова Г. Новий підхід до визначення оцінки фінансової стабільності банку / Г. Азаренкова, О. Головка // Вісник Національного банку України. – 2009. – № 9. – С.18-21.
164. Варваренко Г. До питання визначення поняття “фінансова стабільність” / Г. Варваренко, В. Сінельнік // 36. наук. праць Національного університету державної податкової служби України. – 2009. - № 1. – С. 52-61.
165. Сапачук Ю. Теоретико-методологічна основа фінансової стабільності / Ю. Сапачук // Вісник Академії праці і соціальних відносин Федерації професійних спілок України. – 2010. - № 1. – С. 117-122.
166. Любіч О. Фінансова стабільність та інструменти запобігання фінансовим кризам: міжнародний досвід і рекомендації для України / О. Любіч, В. Домрачев // Фінанси України. – 2011. – № 5. – С. 78-93.
167. Міщенко С. В. Обґрунтування підходів до оцінки стабільності фінансової системи / С. В. Міщенко // Напрями розвитку фінансової системи України в сучасних умовах: Наук.-практ. конф., Київ, 23-24 березня. 2007 р. [У 2-х ч.] / Редкол. : І. Я. Чугунов та ін. – К. : НДФІ. – 2007. – С. 51-56.



168. Організаційно-методичні підходи до запровадження в НБУ системи оцінки стійкості фінансової системи / За ред. В.І. Міщенко, О.І. Кірсєва, М.М. Шаповалової. – К. : НБУ, Центр наукових досліджень, 2005. – 97 с.
169. Зінченко В. Сутність і поняття стійкості банківської системи / В. О. Зінченко // Вісник УАБС. – 2007. – № 2 (23). – С. 83-86.
170. Довгань Ж. М. Фінансова стійкість банківської системи України : автореф. на здобуття наук. ступеня доктора економ. наук : спец. 08.00.08 - гроші, фінанси і кредит / Ж. М. Довгань ; Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми, 2012. – 40 с.
171. Ларионова И. Реорганизация коммерческих банков / И. Ларионова. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 159 с.
172. Основи стійкого розвитку: навчальний посібник / за заг. ред. Л. Г. Мельника. – Суми: Університетська книга, 2005. – 654 с.
173. Крухмаль О. В. Оцінка фінансової стійкості банків: інформаційне і методичне забезпечення : дис. на здобуття наук. ступеня канд. економ. наук : спец. 08.00.08 - гроші, фінанси і кредит / О. В. Крухмаль ; Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. - Суми, 2007. - 256 с.
174. Ткаченко Т. Фінансова стійкість і фінансова стабільність страхової системи: розмежування понять / Т. Ткаченко // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики: зб. наук. праць. – Харків : ХІБС УАБС НБУ, 2011. – Вип.1(10). – Ч. II. – С. 207-211.
175. Салтинський В. В. Забезпечення фінансової стійкості комерційних банків на основі підвищення рівня капіталізації : дис. ... канд. економ. наук : спец. 08.04.01 – фінанси, грошовий обіг і кредит / В. В. Салтинський; Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми, 2003. - 218 с.

176. Ткаченко Т. Фінансова стійкість страхових компаній: теоретичні підходи / Т. Ткаченко // Фінанси України. – 2009. – № 6. – С. 104-121.
177. Довгань Ж. Взаємозв'язок фінансової стійкості, стабільності, безпеки, надійності та ефективності банківської системи / Ж. Довгань // Сталий розвиток економіки. – 2011. – № 3. – С. 275-278.
178. Михайлюк Р. В. Механізм управління фінансовою стійкістю комерційних банків : автореф. на здобуття наук. ступеня канд. економ. наук : спец. 08.00.08 - гроші, фінанси і кредит / Р. В. Михайлюк. – Тернопільський національний економічний університет. – Тернопіль, 2008. – 20 с.
179. Добош Н. М. Управління фінансовою стійкістю страховика : автореф. на здобуття наук. ступеня канд. економ. наук : спец. 08. 00. 08 - гроші, фінанси і кредит / Н. М Добош ; Львівський національний університет ім. І. Франка. – Львів, 2010. – 24 с.
180. Bernanke B. Financial fragility and economic performance / B. Bernanke, M. Gertler // The Quarterly Journal of Economics. – 1990. – Vol.105. – № 1. – P. 87-114.
181. Demiguc-Kunt A. Financial liberalization and financial fragility [Electronic resource] / A. Demiguc-Kunt, E. Dedtragilache // World Bank Annual Conference on Development Economics. – Washington, 1998. –Access mode : <http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/84797-1251813753820/6415739-1251813951236/demirguc.pdf>
182. Order V. A model of financial structure and financial fragility / V. Order // Journal of Money, Credit, and Banking. – 2006. - Vol. 38. – № 3, P. 565-585.
183. Loayza N. Financial development, financial fragility, and growth / N. Loayza, R. Ranciere // Journal of Money, Credit, and Banking. – 2006. – Vol. 38(4). – P. 1051-1076.
184. Cihak M. Central banks and financial stability: a survey of financial stability reports [Electronic resource] / V. Cihak // IMF Seminar on current

- developments in monetary and financial law. – 2006. – October. – Access mode: <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2006/mfl/mc.pdf>
185. Aspachs O. Towards a measure of financial fragility / O. Aspachs, C. Goodhart, D. Tsomocos and L. Zicchino // *Annals of Finance* – 2007. – Vol.3(1). – P. 37-74.
186. Англо-український словник : у 2-х томах. Т. 1. А - М/ М.І. Балла. - К. : Освіта, 1996. - 752 с.
187. Borio C. Whither monetary and financial stability? The implications of evolving police regimes / C. Borio, W. White // *BIS Working Papers*. – 2004 [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.kansascityfed.org/Publicat/sympos/2003/pdf/Borio-White.0925.2003.pdf>
188. Kent C. Asset-price bubbles and monetary policy / C. Kent, P. Lowe // *Research Discussion Paper №9709*. – 1997 [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.rba.gov.au/publications/rdp/1997/pdf/rdp9709.pdf>
189. Schroeder S. Defining and detecting financial fragility: New Zealand's experience / S. Schroeder // *International Journal of Social Economics*. – 2009. – Vol.36. – № 3. – P. 287-307.
190. Козюк В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності: монографія. – Тернопіль ТНЕУ, Економічна думка, 2009. – 728 с.
191. Стійкість фінансових ринків України та механізми її забезпечення / [О. І. Барановський, В. Г. Барановська, Є. О. Бублик та ін.] ; за ред. : О. І. Барановський ; Нац. акад. наук України, Держ. установа "Ін-т економіки та прогнозування". - К. : Ін-т економіки та прогнозування НАН України, 2010. - 491 с.
192. Луняков О. Экономическая категория “финансовые дисбалансы” в системе взаимосвязанных понятий / О. Луняков // *Економічний форум*. – 2013. – №2. – С.247-256.
193. Луняков О. Теоретические аспекты финансовых понятий: “финансовая нестабильность” и “финансовая хрупкость” / О. Луняков // *Фінансово-*

- кредитна діяльність: проблеми теорії та практики : збірник наукових праць: у 2 частинах/ Харківський інститут банківської справи Університету банківської справи Національного банку України. – Харків: ХІБС УБС НБУ, 2011. – Вип.1(10). – Част. II. – С. 272-277.
194. Луняков О. Классификация дисбалансов в финансовом секторе экономики Украины в контексте мирового финансово-экономического кризиса / О. Луняков // Сучасна економічна наука: теорія та практика : Матеріали Всеукраїнської науково-практичної Інтернет-конференції (15-16 листопада 2012 р.). – Полтава : Полтавський національний технічний університет імені Юрія Кондратюка, 2012. – С. 274-276.
195. Mueller A. Financial Cycles, Business Activity, and the Stock Market / A. Muller // The Quarterly Journal of Austrian Economics. – 2001. – Vol. 4(1). – P.3-21.
196. Borio C. Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness? [Electronic resource] / C. Borio, P. Lowe // BIS Working Paper. – 2004. – № 157. – Access mode : <http://www.bis.org/publ/work157.pdf>
197. Borio C. Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options [Electronic resource] / C. Borio, C. Furfine, Ph. Lowe // BIS Papers. – 2001. – № 1. – Access mode : www.bis.org/publ/bppdf/bispap01a.pdf
198. Gerdesmeier D. Asset price misalignments and the role of money and credit [Electronic resource] / D. Gerdesmeier, H. Reimers, B. Roffia // ECB working paper. – 2009. – № 1068. – Access mode : <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1068.pdf>
199. Harding D. Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation / D. Harding, A. Pagan // Journal of Monetary Economy. – Vol. 49. – №2. – P. 365-381.



200. Claessens S. Financial Cycles: What? How? When? [Electronic resource] / S. Claessens, M. Kose, M. Terrones // IMF Working Paper. – 2011. – №11-76. – Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1176.pdf>
201. Borio C. The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? [Electronic resource] / C. Borio // BIS Working paper. – 2012. – № 395. – Access mode : <http://www.bis.org/publ/work395.pdf>
202. Schularick M. Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises / M. Schularick, A. Taylor // American Economic Review. – 2012. – Vol.102(2). – P. 1029-1061.
203. Aikman D. Curbing the credit cycle [Electronic resource] / D. Aikman, A. Haldan, B. Nelson. – 2010. – Access mode : <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2010/speech463.pdf>
204. Jorda O. When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crises [Electronic resource] / O. Jorda, M. Schularick, A. Taylor // Federal Reserve Bank of San Francisco Working paper series. – 2012. – № 2011-27. – Access mode : <http://www.frbsf.org/economic-research/files/wp11-27bk.pdf>
205. English W. Assessing the predictive power of measures of financial conditions for macroeconomic variables [Electronic resource] / W. English, K. Tsatsaronis, E. Zoli // BIS Papers. – 2005. – № 22. – Access mode : www.bis.org/publ/bppdf/bispap22n.pdf
206. Ng T. The predictive content of financial cycle measures for output fluctuations [Electronic resource] / T. Ng // BIS Quarterly Review. – 2011. – Access mode : http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1106g.pdf
207. Drehmann M. Characterising the financial cycle: Don't lose sight of the medium term! [Electronic resource] / M. Drehmann, C. Borio, K. Tsatsaronis // BIS Working papers. – 2012. – № 380. – Access mode : <http://www.bis.org/publ/work380.pdf>

208. Bry G. Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and computer Programs [Electronic resource] / G. Bry, C. Boschan // NBER Technical Report. – 1971. – № 20. – Access mode : http://papers.nber.org/books/bry_71-1
209. Vasilyeva T. A. Financial cycles and financial imbalances in economy / T. A. Vasilyeva, O. V. Lunyakov // Економіка і регіон. – 2013. – №2(39). – С. 89-93.
210. Официальный сайт Национального банка Украины. www.bank.gov.ua
211. Официальный сайт агентства недвижимости в Киеве “Благовест”: blagovist.ua
212. Borio C. Monetary and prudential policies at a crossroads? New challenges in the new century / C. Borio // Moneda y Crédito. – 2007. – Vol.224. – P. 63-101.
213. Eggertsson G. Debt, deleveraging, and the liquidity trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach / G. Eggertsson, P. Krugman // The Quarterly Journal of Economics. – 2012. – Vol.127(3). – P. 1469-1513.
214. Савченко Т. Циклічність економічних процесів та вплив Національного банку України на фази економічних циклів / Т. Савченко // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 6. – С. 38-44.
215. Monetary stability, financial stability and the business cycle: five views [Electronic resource] // BIS Papers. – 2003. – № 18. – Access mode : <http://www.bis.org/publ/bppdf/bisrap18.pdf>
216. Официальный сайт Национальной комиссии, которая осуществляет регулирование рынков финансовых услуг: [http:// www.dfp.gov.ua](http://www.dfp.gov.ua)
217. Купер Дж. Природа финансовых кризисов. Центральные банки, кредитные пузыри и заблуждения эффективного рынка / Дж. Купер. – СПб: BestBusinessBooks, 2010. – 210с.
218. Whalen C. The U. S. Credit Crunch of 2007. A Minsky Moment [Electronic resource] / C. Whalen // The Levy Economics Institute / Public Policy Brief №

92. – Access mode : <http://www.mps.it/NR/rdonlyres/D27537E2-FE99-4675-BC4E-9186DF4B924B/28637/Whalen.pdf>
219. Луняков О. Ендогенна природа циклічності кредитного ринку / О. Луняков // Вісник НБУ. – 2012. – № 11. – С. 43-47.
220. Шулевська О. Ресурсні аспекти банківської кризи 2008-2009 років в Україні / О. Шулевська // Вісник НБУ. – 2011. – № 2. – С. 16-19.
221. Луняков О. В. Ендогенна природа циклічності кредитного ринку / О. В. Луняков // Міжнародна банківська конкуренція, теорія та практика : зб. тез доп. VI Міжнар. наук.-практ. конф. (24–25 травня 2012 р.) : у 2 т. / Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2012. – С. 115-116.
222. Луняков О. Финансовая хрупкость взаимоотношений предприятий и банков Украины / О. Луняков // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць – Суми: ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2011. – Вип. 31. – С. 189-195.
223. Официальный сайт Государственного комитета статистики Украины: www.ukrstat.gov.ua
224. Луняков О. Проявление финансовой хрупкости в экономике Украины / О. Луняков // Економічний простір. – Дніпропетровськ. – 2010. – № 38. – С. 112-117.
225. Ogienko V. I. Financial fragility of bank-enterprise relations in Ukraine / V. I. Ogienko, O. V. Lunyakov, N. A. Lunyakova // Dilemmas of the Contemporary Management : a book of articles / ed. by A. Malina, R. Oczkowska, T. Rojek. – Cracow : Foundation of the Cracow University of Economics, cop. 2012. – P. 163-181.
226. Луняков О. Фінансова крихкість кредитно-фінансових взаємовідносин банків та підприємств: вітчизняний досвід / О. Луняков // Економіка. Фінанси. Право. – 2010. – № 7. – С. 26-29.

227. Луняков О. В. Анализ финансовой хрупкости транзитивной экономики Украины / О. В. Луняков, В. А. Сигаев // Стан і проблеми обліку, контролю і аналізу в умовах транзитивної економіки : Матер. II міжнар. наук.-практ. інтернет-конф., 10 червня 2010 р. / М-во освіти і науки України, Донец. нац. ун-т економіки і торгівлі ім. М. Туган-Барановського. – Донецьк: [ДонНУЕТ], 2010. – С. 112-117.
228. Инвестиционный портал о личных инвестициях и финансах “InvestfundS”: <http://investfunds.ua>
229. Киндлбергер Ч. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи / Ч. Киндлбергер, Р. Алибер. – СПб. : Питер, 2010. – 540 с.
230. Borio C. Exploring aggregate asset price fluctuations across countries, measurement, determinants, and monetary policy implications [Electronic resource] / C. Borio, N. Kennedy, S. Prowse // BIS Economic Papers. – 1994. – № 40. – Access mode : <http://www.bis.org/publ/econ40.pdf>
231. Borio C. Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus / C. Borio, P. Lowe // BIS Working Paper. – 2002. – № 114. – Access mode : <http://www.bis.org/publ/work114.pdf>
232. Asset Price Bubbles and Monetary Policy Revisited [Electronic Resource] // ECB’ Monthly Bulletin. – 2010. – № 11. – Access mode : http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201011en_pp71-83en.pdf
233. Kaminsky, G. Leading indicators of currency crises / G. Kaminsky, S. Lizondo, C. Reinhart // IMF Staff Papers. – 1998. – Vol. 45(1). – PP. 1-48.
234. Alessi L. “Real time” early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: a role for global liquidity [Electronic resource] / L. Alessi, C. Detken // ECB Working paper. – 2009. – №1039. – Access mode : www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1039.pdf
235. Berg A. Are Currency Crises Predictable? A Test [Electronic resourcet] / A. Berg, C. Pattillo // IMF working papers. – 1999. – № 98/154. – Access mode : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp98154.pdf>

236. Chui M. Private Sector Involvement and International Financial Crises: An Analytical Perspective / M. Chui, P. Gai. – Oxford : OUP Oxford, 2005. – 222 p.
237. Hali E. Do indicators of financial crises work? An evaluation of an early warning system [Electronic resource] / E. Hali // International Finance Discussion Papers. – 2000. – № 675. – Access mode : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=238249
238. Helbling T. When bubbles burst / T. Helbling, M. Terrones // IMF World Economic Outlook. – 2003. – P. 63-94.
239. Detken C. Asset price booms and monetary policy [Electronic resource] / C. Detken, F. Smets // ECB Working paper. – 2004. – № 364. – Access mode : www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp364.pdf
240. Machado J. Identifying Asset Price Booms and Busts with Quantile Regressions [Electronic resource] / J. Machado, J. Sousa // Banco de Portugal Working paper. – 2006. – №8. – Access mode : <http://www.bportugal.pt/en-US/BdP%20Publications%20Research/WP200608.pdf>
241. Adalid R. Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles [Electronic resource] / R. Adalid, C. Detken // ECB Working paper. – 2007. – № 732. – Access mode : <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp732.pdf>
242. Goodhart C. House prices, money, credit and the macroeconomy / C. Goodhart, B. Hofmann // Oxford review of economic Policy. – 2008. – Vol.24(1) – P. 180-205.
243. Srobona M. Toward Operationalizing Macroprudential Policies: When to Act? / M. Srobona, J. Beneš, S. Iorgova, K. Lund-Jensen, Ch. Schmieder & T. Severo // Global financial stability report. – Washington, DC : International Monetary Fund, 2011. – P. 103-162.
244. Cardarelli R. Financial Stress and Economic Contractions / R. Cardarelli, S. Elekdag, and S. Lall // Journal of Financial Stability. – 2011. – Vol. 7(2), P. 78-97.

245. Balakrishnan R. The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies [Electronic resource] / R. Balakrishnan, S. Danninger, S. Elekdag, and I. Tytell // IMF Working Paper. – 2009. – № 09/133. – Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09133.pdf>
246. Официальный сайт МВФ: <http://www.imf.org>
247. Sundararajan V. Financial Soundness Indicators: Analytical Aspects and Country Practices [Electronic resource] / V. Sundararajan, Ch. Enoch, A. José, and oth. // IMF Occasional Paper № 212. – 2002. – Access mode : <http://www.imf.org/external/pubs/nft/op/212/>
248. Луняков О. В. Макропруденціальний аналіз в дослідженні дисбалансів фінансового сектора економіки / О. В. Луняков // Економіка і управління : виклики та перспективи збірник матеріалів міжнародної науково-практичної інтернет-конференції 4-5 лютого 2013 р., Дніпропетровськ. – Дніпропетровськ : “Герда”, 2013. – С. 306-307.
249. Васюренко О.В. Банківський нагляд, підручник / О.В. Васюренко, О.М. Сидоренко. – К. : Знання, 2014. – 502 с.
250. Положення Про порядок визначення рейтингових оцінок за рейтинговою системою CAMELS. Постанова Правління НБУ від 08.05.2002 р. № 171 [Електронний ресурс]. – zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0171500-02
251. Показатели финансовой устойчивости. Руководство по составлению [Электронный ресурс] // Международный Валютный Фонд. – 2007. – Режим доступа : www.imf.org/external/pubs/ft/fsi/guide/2006/pdf/rus/guide.pdf
252. Міщенко С. Критерії та показники оцінки стабільності функціонування фінансового сектору / С. Міщенко // Вісник Національного банку України. – 2008. – № 9. – С. 36-45.
253. Огієнко В. І. Систематизація та аналіз індикаторів фінансової стійкості в Україні / В. І. Огієнко, О. В. Луняков // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2013. – № 1[16]. – С. 3-8.

254. Барановський О.І. Предтечі фінансових криз / О.І. Барановський // Фінанси України. – 2009. – №3. – С. 3-22.
255. Інструкція Про затвердження Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні: постанова Національного банку України від 28.08.2001 р. № 368 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : zakon.rada.gov.ua/go/z0841-01
256. Луняков О. Кредитная экспансия и эффективность банковской деятельности [Электронный ресурс] / О. Луняков // Эффективна економіка. – 2012. – № 4. – Режим доступа: <http://www.economy.nauka.com.ua>
257. Єпіфанов А.О. Економічна природа банківських ризиків / А. О.Єпіфанов, О. В. Луняков // Управління ризиками банків [Текст] : монографія у 2 томах. Т. 1: Управління ризиками базових банківських операцій / [А. О. Єпіфанов, Т. А. Васильєва, С. М. Козьменко та ін.] / за ред. д-ра екон. наук, проф. А. О. Єпіфанова і д-ра екон. наук, проф. Т. А. Васильєвої. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2012. – С.9-25.
258. Лунякова Н.А. Кластеризация регионов Украины за уровнем депозитного риска / Н.А. Лунякова, О.В. Луняков // Вісник соціально-економічних досліджень. – Одеса. – 2007. – № 26. – С.196-202.
259. Официальный сайт Национальной комиссии по регулированию рынка финансовых услуг : <http://dfp.gov.ua>
260. Beneš J. Monetary Policy and Financial Stability in Emerging-Market Economies: An Operational Framework [Electronic resource] / J. Beneš, M. Kumhof, D. Vávra. – 2010. – Access mode: http://www.kc.frb.org/publicat/events/research/2010CenBankForecasting/Benes_paper.pdf
261. Acharya V. Measuring Systemic Risk [Electronic resource] / V. Acharya, L. Pederson, T. Philippon, and M. Richardson // AFA 2011 Denver Meetings Paper. – 2010. – Access mode: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1573171

262. Billio M. Econometric Measures of Systemic Risk in the Finance and Insurance Sectors [Electronic resource] / M. Billio, M. Getmansky, A. Lo, and L. Pelizzon // NBER Working Paper. – 2010. – № 16223. – Access mode: <http://www.nber.org/papers/w16223>
263. Луняков О. Структурная модель цикличности функционирования финансового рынка / О. Луняков // Науковий вісник: фінанси, банки, інвестиції. – 2012. – № 4. – С. 34-40.
264. Луняков О. В. Идентификация и исследование дисбалансов в финансовом секторе экономики Украины / О. В. Луняков // Матеріали за 8-а міжнародна научна практична конференція, “Новини на научення прогрес”, 17-25 август 2012, Т.1. Ікономики. Софія. “Бял ГРАД-БГ” ООД. – Р. 3-5.
265. Mendoza E. An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data [Electronic resource] / E. Mendoza, M. Terrones // NBER Working Paper. – № 14049. – Access mode: <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2008/fincycl/pdf/mete.pdf>
266. Радіонова І. Фінансова природа економічних коливань: зміст і моделювання / І. Радіонова // Фінанси України. – 2011. – № 3. – С.19-34.
267. Laeven L. Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly [Electronic resource] / L. Laeven, F. Valencia // IMF Working Paper. – 2010. – № 10/146. – Access mode: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.190.5405&rep=rep1&type=pdf>
268. Богдан Т.П. Глобальна фінансова криза та виклики для економічної політики в пост кризовий період / Т.П. Богдан // Фінанси України. – 2010. – №6. – С. 3-14.
269. Буковинський С.А. Фінансова криза в Україні: вплив на розвиток економіки та деякі заходи з досягнення фінансової стабілізації / С.А. Буковинський // Фінанси України. – 2010. – № 11. – С. 10-30.

270. Шелудько Н.М. Фінансові кризи на ринках, що розвиваються: теоретичні й емпіричні аспекти аналізу / Н.М. Шелудько, А.І. Шкляр // Фінанси України. – 2009. – №2. – С. 3-21.
271. Вахненко Т.П. Фінансова криза в Україні: фактори, механізми дії, заходи подолання / Т.П. Вахненко // Фінанси України. – 2008. – №10. – С.3-21.
272. Чухно А. Сучасна фінансово-економічна криза: природа, шляхи і методи її подолання / А. Чухно // Економіка України. – 2010. – № 2. – С. 4-13.
273. Чухно А. Сучасна фінансово-економічна криза: природа, шляхи і методи її подолання (початок) / А. Чухно // Економіка України. – 2010. – № 1. – С. 4-18.
274. Барановський О. Банківські кризи: сутність, фактори виникнення та особливості прояву / О. Барановський // Економіка України. – 2010. – № 2. – С. 34-47.
275. Луняков О. Исследование дисбалансов в финансовом секторе экономики Украины / О. Луняков // Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України в умовах фінансової нестабільності : збірник тез Всеукраїнської науково-практичної інтернет-конференції (15 листопада 2012 р.). – Тернопіль : Тернопільський національний економічний університет, 2012. – С. 247-249.
276. Cogley T. Effects of the Hodrick-Prescott filter on trend and difference stationary time series Implications for business cycle research / T. Cogley, J. Nason // Journal of Economic Dynamics and Control. – 1995. – Vol. 19(1-2). – PP. 253-278.
277. Hodrick R. Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation / R. Hodrick, E. Prescott // Journal of Money, Credit, and Banking. – 1997. – Vol. 29(1). – P. 1–16.
278. Kaiser R. Estimation of the business cycle: a modified Hodrick-Prescott filter [Electronic resource] / R. Kaiser, A. Maravall. – Access mode: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/servicio/software/tramo/mhpser.pdf>

279. Maravall A. Temporal aggregation, systematic sampling, and the Hodrick-Prescott filter / A. Maravall, A. Rio // Computational Statistics & Data Analysis, - 2007. – Vol. 52(2). – P. 975-998.
280. Manuel J. The Hodrick-Prescott filter with priors: linear restrictions on HP filters [Electronic resource] / J. Manuel // MPRA Paper. – 2011. – № 34229. – Access mode : http://mpra.ub.uni-muenchen.de/34202/1/MPRA_paper_34202.pdf
281. Manuel J. Data Revisions and the Output Gap [Electronic resource] / J. Manuel // MPRA Paper. – 2011. – № 642. – Access mode : <http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra642.pdf>
282. Gourinchas P.-O. Lending Booms: Latin America and the World / P.-O. Gourinchas, R. Valdes, O. Landerretche // Economia. – 2001. – Vol. 1. (Spring). – P. 47-99.
283. Evans O. Macroprudential Indicators of Financial System Soundness [Electronic resource] / O. Evans, A. Leone, M. Gill, P. Hilbers // IMF Occasional Paper. – 2000. – № 192. – Access mode : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/192/op192.pdf>
284. Луняков О. В. Количественное измерение дисбалансов в финансовом секторе экономики Украины [Электронный ресурс] / О. В. Луняков // Проблеми та перспективи функціонування економіки України в умовах забезпечення сталого розвитку: тези доповідей, виголошених на всеукраїнській науково-практичній конференції (21 березня 2013 р.). – Рівне: Рівненський інститут Університету “Україна”. – 2013. – Режим доступу: <http://www.univerua.rv.ua/VNS2-2013/luniakov.pdf>
285. Луняков О. В. Интегральный подход к оценке дисбалансов и устойчивости финансового сектора экономики / О. В. Луняков // Фінансовий простір: міжнародний науково-практичний журнал / Університет банківської справи Національного банку України, Черкаський інститут банківської

- справи. – м. Черкаси. – № 1[9]. – 2013. – С. 24-32. – Режим доступу:
<http://fp.cibs.ck.ua/files/1301/13loviat.pdf>
286. Харман Г.Г. Современный факторный анализ / Г.Г. Харман. – М.: Статистика, 1972. – 486 с.
287. Луняков О. В. Межстрановой факторный анализ устойчивости финансового сектора экономики / О. В. Луняков // Бизнес Інформ. – 2013. – № 6. – С. 95-99.
288. Луняков О.В. Особливості прояву ризику втрати платоспроможності банку та управління ним у посткризових умовах / О.В. Луняков, Я. О. Піонтковська // Управління ризиками банків: монографія у 2 томах. Т. 2: Управління ринковими ризиками та ризиками системних характеристик / за ред. д-ра екон. наук, проф. А. О. Єпіфанова і д-ра екон. наук, проф. Т. А. Васильєвої. – Суми: ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2012. – С. 195-201.
289. Луняков О. Финансовые агрегаты в идентификации сокращений на финансовом рынке / О. Луняков // Економічний форум. – 2012. – №10. – С. 330-336.
290. Луняков О. Динамические взаимосвязи основных сегментов финансового рынка Украины / О. Луняков // Бизнес Інформ. – 2012. – №9. – С.256-261.
291. Луняков О. Синхронность колебаний сегментов финансового рынка Украины / О. Луняков // Економіка та держава. – 2012. – №9. – С. 15-18.
292. Луняков О. В. Науково-методичний підхід в дослідженні синхронності динаміки фінансового та реального секторів економіки / О. В. Луняков // Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків [Текст]: Збірник тез VII Міжнародної науково-практичної конференції, 18-19 жовтня 2012 р. – Черкаси: ЧІБС УБС НБУ, 2012. – С.253-255.
293. Официальный сайт межгосударственного статистического комитета стран СНГ: www.cisstat.com

294. Луняков О. Кредитная экспансия и макроэкономическая стабильность / О. Луняков // Актуальні проблеми економіки. – 2012. – №11. – С. 65-73.
295. Луняков О. В. Взаимосвязь кредитной экспансии, дисбалансов и эффективности функционирования банковского сектора Украины / О. В. Луняков // Materiały VIII Międzynarodowej naukowo-praktycznej konferencji “Nauka : teoria i praktyka – 2012” Volume 1/ Ekonomiczne nauki.: Przemysł . Nauka I studia – P. 12-15.
296. Луняков О. В. Макроэкономическая стабильность в условиях кредитной экспансии / О. В. Луняков // Materiály VII Mezinárodní vědecko-praktická konference “Aplikované vědecké novinky – 2012” – Díl 1. Ekonomické vedy : Praha. Publishing House “Education and science” s.r.o. – P. 3-5.
297. Луняков О. В. Влияние кредитной экспансии на эффективность функционирования банковского сектора Украины / О. В. Луняков // Методы и модели финансового обеспечения устойчивого экономического развития: Материалы Всеукр. науч.-практ. конф., г. Севастополь, 5-8 сентября 2012 г. – Севастополь: СевНТУ, 2012. – С. 170-171.
298. Луняков О. В. Релевантні фактори стабільності функціонування фінансового сектора [Електронний ресурс] / О. В. Луняков // Соціально-економічні проблеми і держава. – 2013. – Вип. 1[8]. – С. 133-140. – Режим доступу: <http://sepd.tntu.edu.ua/images/stories/pdf/2013/13lovffs.pdf>
299. Луняков О. В. Индикаторы формирования дисбалансов в финансовом секторе экономики Украины / О. В. Луняков // Облік, аудит, фінанси: сучасні проблеми теорії, практики та підготовки фахівців : II Міжнар. наук.-практ. конф., 26 жовтня 2012 р. : [тези] / редкол. : О.І. Черевко [та ін.] ; Харківський держ. ун-т харч. та торг. : Х. : ХДУХТ, 2012. – С. 187-189.
300. Инструменты регулирования дисбалансов финансового сектора экономики / О. В. Луняков // Фінансова система України: проблеми та перспективи розвитку в умовах трансформації соціально-економічних

- відносин: збірник тез Міжнародної науково-практичної конференції (18-19 травня 2013 р.). – Севастополь: СІБС УАБС НБУ, 2013. – С. 188-189.
301. Pillar 3 (Market Discipline) [Electronic resource] // Basel Committee on Banking Supervision. – 2001. – Access mode: www.bis.org/publ/bcbsta10.pdf
302. Міщенко В. Методологічні засади запровадження макропруденційного регулювання та нагляду / В. Міщенко, А. Крилова // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 3. – С. 12-15.
303. Korinek A. Systemic risk-taking: Amplification effects, externalities and regulatory responses [Electronic resource] / A. Korinek // ECB Working papers. – 2011. – № 1345. – Access mode : <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1345.pdf>
304. International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards [Electronic resource] // Basel Committee on Banking Supervision. – 2004. – Access mode : <http://www.bis.org/publ/bobs107.pdf>
305. Міщенко В. Підвищення ефективності регулювання та нагляду за фінансовим сектором в Україні / В. Міщенко // Вісник НБУ. – 2010. – № 9. – С. 4-9.
306. Контроль: інспектування, аудит, банківський нагляд : монографія / В. С. Стельмах, А. О. Єпіфанов, І. В. Сало, М. А. Єпіфанова. – Суми : Університетська книга, 2006. – 432 с.
307. Єпіфанов А. О. Методологічні складові ефективного розвитку банківського сектору економіки України : монографія / А. О. Єпіфанов. – Суми : ВТД "Університетська книга", 2007.- 417 с.
308. Д'яконова І. І. Методологічні засади розвитку банківського нагляду на базі системної організації банківської діяльності : дис. на здоб. наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 08.00.08 - гроші, фінанси і кредит / Ірина Іванівна Д'яконова ; Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". - Суми, 2008. - 395 с.

309. Кузнєцова А. Я. Проблеми цїнової та фїнансової стабїльностї й їнновацїйного розвитку в Українї : монографїя / А. Я. Кузнєцова. – К. : УБС НБУ, 2010. – 263 с.
310. Луняков О. В. Синтез полїтик регулювання дисбалансов в фїнансовом секторє економїки України / О. В. Луняков // Полїтичнї, правовї та фїнансово-економїчнї прїоритети розвитку економїки України: стратегїя ї перспективи : збїрник матерїалїв III Мїжнародної науково-практичної конференцїї 30 травня 2013 р. – Умань : Видавничо-полїграфїчний центр “Вїзавї”. – 2013. – С. 82-83.
311. Schoenmaker D. Macroprudential Policy: The Need for a Coherent Policy Framework [Electronic Resource] / D. Schoenmaker, P. Wierts // DSF policy paper. – 2011. – № 13. – Access mode: <http://www.dsf.nl/assets/cms/File/Research/DSF%20policy%20paper%20No%202013%20Macroprudential.pdf>
312. Financial stability review [Electronic resource] // ECB. – 2013. – Access mode: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialstabilityreview201305en.pdf?604f50196b79c6467c92441a07dd2ba0>
313. Kremers J. Twin Peaks: Experiences in the Netherlands [Electronic resource] / J. Kremers, D. Schoenmake. – 2010. – Access mode: <http://www.lse.ac.uk/fmg/workingPapers/specialPapers/PDF/SP196.pdf>.
314. Borio C. Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation? / C. Borio // CESifo Economic Studies. – 2003. – Vol.49(2). – P. 181–216.
315. Beau D. Macro-prudential policy and the conduct of monetary policy [Electronic resource] / D. Beau, L. Clerc, B. Mojon // Occasional papers. – 2011. – № 8. – Access mode: http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/events/ccbs_cew2011/paper_mojon.pdf

316. The interaction between monetary and macroprudential policies [Electronic resource] / IMF. – 2013. – Access mode: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/012913.pdf>
317. Taylor J. Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis / J. Taylor. – Stanford : Hoover institution press publication, 2009. – 92 p.
318. Issing O. Lessons for monetary policy: What should be consensus? [Electronic resource] / O. Issing // IMF Working paper. – 2011. – № 11/97. – Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1197.pdf>
319. Bean Ch. The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction [Electronic resource] / Ch. Bean // IMF Working paper. – 2009. – Access mode: www.bis.org/review/r090902d.pdf
320. Bernanke B. Monetary Policy and the Housing Bubble [Electronic resource] / B. Bernanke // Speech. – 2009. – Access mode : <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100103a.htm>
321. Svensson L. Inflation targeting [Electronic resource] / L. Svensson. – 2010. – Access mode : www.bis.org/review/r100216d.pdf
322. Borio C. Rediscovering the macroeconomic roots of financial stability policy: journey, challenges and a way forward / C. Borio // Annual Review of Financial Economics. – 2011. – Vol.3. – P. 87-117.
323. Trichet J.-C. Credible alertness revisited [Electronic resource] / J.-C. Trichet // Speech. – 2009. – Access mode : <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090822.en.html>
324. Shirakawa M. Revisiting the philosophy behind central bank policy [Electronic resource] / M. Shirakawa // Speech. – 2010. – Access mode : www.bis.org/review/r100427b.pdf
325. Bianchi J. Overborrowing, financial crises and ‘macro-prudential’ policy [Electronic resource] / J. Bianchi, A. Mendoza // NBER Working paper. – 2010. – № 16091. – Access mode: www.nber.org/papers/w16091

326. Geanakoplos J. The leverage cycle [Electronic resource] / J. Geanakoplos // Cowles foundation discussion paper. – 2010. – № 1715R. – Access mode : cowles.econ.yale.edu/P/cd/d17a/d1715-r.pdf
327. Shin H. Macroprudential policies beyond Basel III [Electronic Resource] / H. Shin // BIS papers. – 2011. – № 60. – Access mode: www.bis.org/publ/bppdf/bispar60b.pdf
328. Консультації щодо підвищення ефективності регулювання та нагляду за фінансовим сектором в Україні (Зелена книга) [Електронний ресурс] / Національний банк України. – 2010. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=84101>
329. Крилова В. Визначення ролі центрального банку в системі регулювання та нагляду за фінансовим сектором / В. Крилова, А. Крилова // Вісник Української академії банківської справи. – 2010. – № 2. – С. 27-32.
330. Venetrix A. Financial cycles and fiscal cycles [Electronic resource] / A. Venetrix, P. Lane. – 2011. – Access mode: <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2010/eui/pdf/abpl.pdf>
331. Міщенко В.І. Взаємодія органів державного управління як фактор подолання фінансової кризи / В.І. Міщенко, Р.С. Лисенко // Фінанси України. – 2009. – № 1. – С. 50-57.
332. Пустовийт Р. Факторы совершенствования отечественной монетарной политики в условиях внешних и внутренних угроз / Р. Пустовийт // Экономика Украины. – 2010. – № 8. – С. 63-76.
333. Мошенський С. З. Моделі державного регулювання діяльності фінансових установ / С. З. Мошенський // Фінанси України. – 2008. – № 6. – С. 89-98.
334. Recent developments in supervisory structures in the EU member states (2007-10) [Electronic resource] // European Central Bank. – 2010 (October). – Access mode : http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structures2010en.pdf

335. Луняков О. Инструменты и модели регулирования финансового сектора экономики / Экономика. Финансы. Право. – 2013. – № 3. – С. 33-36.
336. Страховий і перестраховий ринки в епоху глобалізації : монографія / О. В. Козьменко, С. М. Козьменко, Т. А. Васильєва. – Суми, 2011. – 388 с.
337. Луняков О. В. Институциональные основы регулирования ФСЭ экономики Украины / О. В. Луняков // Фінансово-кредитний механізм в соціально-економічному розвитку країни : збірник тез доповідей III Міжнародної науково-практичної конференції (20-21 лютого 2013 р.) / Ред. кол. Веретенников В. І. та ін. – Макіївка : МЕРІ. – 2013. – С. 75-76.
338. Науменкова С. Формування нової фінансової архітектури: основні питання та можливі виклики для України / С. Науменкова // Вісник НБУ. – 2010. – № 1. – С. 8-13.
339. Macroprudential supervision of the financial system – organization and instruments [Electronic resource] // Finanstilsynet and the Ministry of Finance. – 2012. – Access mode : http://www.regjeringen.no/pages/36861944/report_makropru.pdf
340. Kem S. Macro-prudential financial supervision in the US [Electronic resource] / S. Kem // Deutsche Bank Research. – 2012. – Access mode : <http://www.dbresearch.com>
341. Официальный сайт Европейского совета по системным рискам: <http://www.esrb.europa.eu>
342. Официальный сайт Банка Англии: <http://www.bankofengland.co.uk>
343. A new approach to financial regulation: judgment, focus and stability [Electronic resource]. – 2010. – Access mode : https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/81389/consult_financial_regulation_condoc.pdf
344. Луняков О.В. Регулювання фінансового сектора економіки України / О. В. Луняков // Фінансово-кредитний механізм соціально-економічного розвитку країни [Текст] : монографія / За заг. ред. д.е.н., професора

- Коровінової З.П., к.е.н., доц. Храпкіної В.В.; Макіївський економ.-гуманіт. ін.-т. – Донецьк : Видавець Дмитренко Л. Р., 2013. – С. 94-99.
345. Про Національний банк України: закон України від 28.05.1999 р. № 679-XIV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : zakon.rada.gov.ua/go/679-14
346. Про банки і банківську діяльність: закон України від 07.12.2000 р. № 2121-III [Електронний ресурс]. – Режим доступу : zakon.rada.gov.ua/go/2121-14
347. Луняков О. В. Форми регулювання дисбалансов в банківському секторі України / О. В. Луняков // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України [Текст] : збірник тез доповідей XV Всеукраїнської науково-практичної конференції (8-9 листопада 2012 р.) / Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”. – 2012. – С. 130.
348. Про затвердження Концепції запровадження пруденційного нагляду за небанківськими фінансовими установами та Програми розвитку системи пруденційного нагляду за небанківськими фінансовими установами: Розпорядження Нацфінпослуг від 15.07.2010 р. № 585 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : zakon.nau.ua/doc/?uid=1156.449.0
349. Положення Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку: Указ Президента України від 23.11.2011 № 1063/2011 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: zakon.rada.gov.ua/laws/show/1063/2011
350. Про схвалення Концепції запровадження пруденційного нагляду за діяльністю професійних учасників фондового ринку: рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 12.04.2012 р. № 553 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/KL120293.html
351. Про затвердження Положення щодо пруденційних нормативів професійної діяльності на фондовому ринку – депозитарної діяльності та вимог до системи управління ризиками: рішення Національної комісії з

- цінних паперів та фондового ринку від 02.10.2012 р. № 1347 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : zakon.rada.gov.ua/go/z0139-13
352. Про затвердження Положення щодо пруденційних нормативів професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з управління активами інституційних інвесторів (діяльність з управління активами) : рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 25.09.2012 р. № 1346 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : zakon.rada.gov.ua/go/z0139-13
353. Про затвердження Положення про консолідований нагляд за діяльністю небанківських фінансових груп, переважна діяльність у яких здійснюється особою, яка отримала ліцензію на здійснення професійної діяльності на фондовому ринку: рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 02.10.2012 р. № 1345 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : zakon.rada.gov.ua/go/z0618-13
354. Коваль О.П. Деякі аспекти державного регулювання ринку фінансових послуг в Україні / О.П. Коваль // Фінанси України. – 2010. – № 11. – С. 80-86.
355. Пацера М. Вітчизняна банківська система в умовах глобалізації фінансових ринків / М. Пацера // Вісник Національного банку України. – 2012. – № 12. – С. 4-8.
356. Унгур Д. Управление системным риском и финансовая стабильность / Д. Унгур // Банкаускі веснік. – 2011. – № 31. – С. 31-38.
357. Петрик О. Перспективи забезпечення цінової стабільності в Україні / О. Петрик // Вісник НБУ. – 2011. – № 6. – С.3-6.
358. Про Національний план дій на 2013 рік щодо впровадження Програми економічних реформ на 2010 - 2014 роки “Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава”: Указ Президента України від 12.03.2013 р. № 128/2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: zakon.rada.gov.ua/go/128/2013

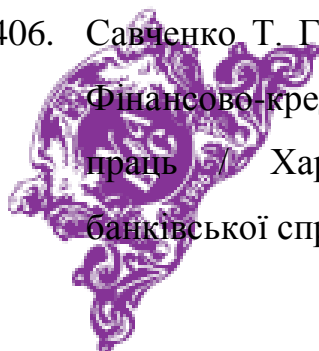
359. Міщенко В. Монетарний трансмісійний механізм в Україні / В.І. Міщенко, О.І. Петрик, А.В. Сомик, Р.С. Лисенко. – К.: Національний банк України, 2008. – 144 с.
360. Каллаур П. Механизм трансмиссии денежно-кредитной политики в экономике республики Беларусь / П. Каллаур, Н. Комков, В. Черноокый // Белорусский экономический журнал. – 2005. – № 3. – С. 4-16.
361. Унковська Т.Є. Трансмісійний механізм монетарної політики в контексті економічного зростання // Економіка і прогнозування. – 2004. – № 2. – С. 89 – 100.
362. Официальный сайт Европейского центрального банка: <http://www.ecb.int>
363. Корищенко К. Актуальные проблемы методологии в реализации денежно-кредитной политики / К. Корищенко. – М. : Экон. науки, 2006. – 240 с.
364. Tobin J. A general Equilibrium Approach to Monetary Theory / J. Tobin // Journal of Money, Credit and Banking – 1969. – №1. – P. 15-29.
365. Modigliani F. Monetary Policy and Consumption / F. Modigliani. – Boston : Federal Reserve Bank of Boston, 1971. – P. – 9-84.
366. Bernanke B. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission / B. Bernanke and M. Gertler // Journal of Economic Perspectives. – 1995. – №9. – P. 27-48.
367. Bernanke B. The financial accelerator and flight to quality / B. Bernanke, M. Gertler, S. Gilchrist // Review of Economics and Statistics. – 1996. – Vol.78. – P. 1-15.
368. Kiyotaki N. Credit cycles / N. Kiyotaki, J. Moor // Journal of Political Economy – 1997. – Vol.105(2). – P. 211-248.
369. Луняков О. Кредитное рacionamento в условиях асимметрии информации / О. Луняков // Эффективна економіка. – 2012. – № 7. – Режим доступу до журналу: <http://www.economy.nayka.com.ua>.

370. Dolignon C. Transmission of financial shocks to the real economy: the impact of the financial accelerator [Electronic resource] / C. Dolignon, F. Roger // Working paper Amundi. – 2010. – № 4. – Access mode: www.amundi.com
371. Міщенко В.І. Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в умовах кризи / В.І. Міщенко, А.В. Сомик. – К. : Центр наукових досліджень НБУ, Університет банківської справи НБУ, 2010. – 96 с.
372. Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів НБУ: постанова Правління НБУ від 21.07.2009 р. № 415 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua>
373. Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів НБУ: постанова Правління НБУ від 27.08.2009 р. № 511 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=70258
374. Про процентну політику Національного банку України: Положення НБУ від 18.08.2004 р. № 389 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=123557
375. Про регулювання Національним банком України ліквідності банків України: Положення НБУ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0410-09
376. Про деякі питання регулювання грошово-кредитного ринку: Постанова Правління НБУ від 29.09.2009 р. № 567 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : zakon.rada.gov.ua/laws/show/va414500-09
377. Goodhart, C. Price stability and financial fragility / K. Kawamoto, Z. Nakajima, H. Taguchi // Financial stability in a changing environment: Palgrave Macmillan, 1995. – 548 p.
378. Trichet J.-C. Asset price bubbles and monetary policy [Electronic resource] / J.-C. Trichet // Mas Lecture of President of ECB. – 2005. – Access mode : <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2005/html/sp050608.en.html>

379. Bordo M. Price Stability and Financial Stability: The Historical Record [Electronic Resource]. – Access mode : <http://research.stlouisfed.org/publications/review/98/09/9809dw.pdf>
380. Официальный сайт Федерального резервного банка Кливленда: <http://www.clevelandfed.org>
381. Официальный сайт статистической базы данных Евросоюза: <http://aPss0.eurostat.ec.europa.eu>
382. Greenspan A. Economic volatility [Electronic Resource] / A. Greenspan // Speech at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City. – 2002. – Access mode : <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20020830/>
383. Bernanke B. Should central banks respond to movements in asset prices? [Electronic resource] / B. Bernanke, M. Gertler. – Access mode: <http://graphics8.nytimes.com/packages/pdf/business/bernanke-article.pdf>
384. Ludvigson S. Monetary policy transmission through the consumption – wealth channel [Electronic resource] / S. Ludvigson, C. Steindel, M. Lettau. – 2002. – Access mode : <http://faculty.haas.berkeley.edu/lettau/papers/LudvigsonSteindelLettauEPR.pdf>
385. Яременко О. Структурно-институциональные эффекты монетарной политики в условиях финансовой нестабильности / О. Яременко // Экономика Украины. – 2009. – № 2. – С. 60-66.
386. Cecchetti S. Asset Prices and Central Bank Policy / S. Cecchetti, H. Genberg, J. Lipsky, S. Wadhvani // The Geneva Report on the World Economy. – 2000. – № 2. – 152 p.
387. Alchian A. On a Correct Measure of Inflation / A. Alchian, B. Klein // Journal of Money, Credit and Banking. – 1973. – Vol.5(3). – PP.173-191.
388. Goodhart C. Asset prices, financial conditions and the transmission of monetary policy [Electronic resource] / C. Goodhart, B. Hofmann. – Access

- mode: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.201.9252&rep=rep1&type=pdf>
389. Borio C. A tale of two perspectives: old or new challenges for monetary policy? [Electronic resource] / C. Borio, W. English, A. Filardo // BIS Working Paper. – 2003. – № 127. – Access mode : www.bis.org/publ/bppdf/bispap19a.pdf
390. Asset Price Bubbles and Monetary Policy Revisited [Electronic Resource] // ECB' Monthly Bulletin. – 2010. – № 11. – Access mode : http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201011en_pp71-83en.pdf
391. Papademos L. The “Great Crisis” and Monetary Policy: Lessons and Changes [Electronic resource] / L. Papademos. – 2009. – Access mode : <http://www.bis.org/review/r090518de.pdf>
392. Svensson L. Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets / L. Svensson // European Economic Review. – 1997. – №41(6). – PP. 1111-1146.
393. Jeanne O. Macroprudential regulation versus moPing up after the crash [Electronic resource] / O. Jeanne, A. Korinek // NBER Working Paper. – 2013. – № 18675. – Access mode : <http://www.nber.org/papers/w18675>
394. Геец В. Макроэкономическая оценка денежно-кредитной и валютно-курсовой политики Украины до и во время финансового кризиса / В. Геец // Экономика Украины. – 2009. – № 2. – С. 5-24.
395. Буковинський С. А. Середньострокова монетарна стратегія та проблеми її формування й реалізації в Україні / С. А. Буковинський, А. А. Гриценко и Т. О. Кричевська // Фінанси України. – 2008. – № 6. – С. 3-30.
396. de Brouwer G. Evaluating simple monetary-policy rules for Australia [Electronic resource] / G. de Brouwer, J. O'Regan. – 1997. – Access mode: <http://www.rba.gov.au/publications/confs/1997/de-brouwer-oregan.pdf>
397. Моисеев С. Правила денежно-кредитной политики / С. Моисеев // Финансы и кредит. – 2002. – № 16. – С. 37-46.

398. Woodford M. Interest and Prices [Electronic resource] / M. Woodford. – 2002. – Access mode : <http://press.princeton.edu/chapters/s7603.pdf>
399. Цукарев Т. Генезис правил монетарной политики центральных банков / Т. Цукарев // Банкаўскі веснік. – 2009. – №. 12. – С. 36-42.
400. Моисеев С. Денежно-кредитная политика: теория и практика: Учебное пособие / С. Моисеев. – М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011. – 784 с.
401. McKibbin W. Which monetary-policy regime for Australia? [Electronic resource] / W. McKibbin. – Access mode : <http://www.rba.gov.au/publications/confs/1997/mckibbin.pdf>
402. Hall R. Nominal income targeting [Electronic resource] / R. Hall, G. Mankiw // Harvard Institute of Economic Research Working Papers. – № 1650. – Access mode : <http://www.nber.org/chapters/c8329.pdf>
403. Feldstein J. The use of a monetary aggregate to target nominal GDP [Electronic resource] / J. Feldstein, J. Stock // NBER Working Papers. – № 4304. – Access mode : <http://www.nber.org/papers/w4304>
404. Rudebusch G. Assessing nominal income rules for monetary policy with model and data uncertainty [Electronic resource] / G. Rudebusch, // European Central Bank Working Paper. – № 4. – Access mode : http://www.frbsf.org/economic-research/files/Rudebusch_EJ2002.pdf
405. McCallum B. Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy / B. McCallum // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. – 1988. – № 1(Vol.29). – p. 173-203.
406. Савченко Т. Г. Монетарні правила: досвід розробки та застосування. // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики : зб. наук. праць / Харківський інститут банківської справи Університету банківської справи НБУ. – Харків, 2011. – Вип. 2 (11). - С. 11-19.



407. Савченко Т. Г. Методологічні підходи до розробки монетарного правила в Україні / Т. Г. Савченко // Актуальні проблеми економіки. – 2012. – № 5. – С. 268-278.
408. Batini N. Monetary policy rules for an open economy [Electronic Resource] / N. Batini, R. Harrison, S. Millard. – Access mode : <http://www.frbsf.org/economics/conferences/0103/conf2.pdf>
409. Taylor J. Discretion versus policy rules in practice / J. Taylor // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. – 1993. – Vol.39(1). – P. 195-214.
410. Henderson D. A comparison of some basic monetary policy regimes for open economies: implications of different degrees of instrument adjustment and wage persistence [Electronic resource] / D. Henderson, W. McKibbin // International finance discussion papers. – 1993. – № 458. – Access mode : <http://www.federalreserve.gov/Pubs/ifdp/1993/458/ifdp458.pdf>
411. Дробышевский С. Анализ правил денежно-кредитной политики Банка России в 1999–2007 гг. / С. Дробышевский, П. Трунин, М. Каменских. – М. : ИЭПП, 2009. – 88 с.
412. Ericsson N. Interpreting a Monetary Conditions Index in economic policy [Electronic Resource] / N. Ericsson, E. Jansen, N. Kerbeshian, R. Nymoен. – Access mode : <http://www.norges-bank.no/Upload/import/publikasjoner/skriftserie/skriftserie-28/artikkel-04.pdf>
413. Ball L. Policy Rules for Open Economies [Electronic Resource] / L. Ball. – Access mode : www.nber.org/chapters/c7415.pdf
414. Вдовиченко А. Правила денежно-кредитной политики Банка России / А. Вдовиченко, В. Воронина. – М. : EERC, 2004. – 56 с.
415. Clarida R. Monetary policy rules and macroeconomic stability: evidence and some theory [Electronic Resource] / R. Clarida, J. Gali, M. Gertler. – Access mode : www.nyu.edu/econ/user/gertlerm/qje00.pdf

416. Романчукевич В. Аналіз правил здійснення правил грошово-кредитної політики в умовах глобалізації економіки / В. Романчукевич // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – 2011. – Вип. 32. – С. 59-70.
417. Orphanides A. Monetary policy rules based on real-time data [Electronic Resource] / A. Orphanides. – Access mode : <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/1998/199803/199803pap.pdf>
418. Rudebusch G. Policy rules for inflation targeting [Electronic Resource] / G. Rudebusch, L. Svensson // NBER Working Paper. – 1998. – № 6512. – Access mode : www.nber.org/chapters/c7417.pdf
419. Nelson E. UK Monetary Policy 1972–1997: a Guide Using Taylor Rules [Electronic Resource] / E. Nelson. – Access mode : <http://www.bankofengland.co.uk/publications/workingpapers/wp120.pdf>
420. Husebø, T. A small, calibrated macro model to support inflation targeting at Norges Bank [Electronic Resource] / T. Husebø, Sh. McCaw, K. Olsen, Ø. Røisland. – Access mode : <http://www.norges-bank.no/Upload/Publikasjoner/Staff%20Memo/2004/memo-2004-03.pdf>
421. Peters A. Exchange rate targeting in an estimated small open economy [Electronic Resource] / A. Peters. – Access mode: http://www.unc.edu/~acpeters/index_files/jmp.pdf
422. Савченко Т. Г. Інфляційне таргетування в Україні: проблеми впровадження та перспективи застосування / Т. Г. Савченко // Вісник Української академії банківської справи. – 2012. – № 1 (32). – С. 3-13.
423. Лисенко Р. Монетарний трансмісійний механізм в Україні. Стаття 2. Аналіз дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики / С. Лисенко Р., Ніколайчук С., А. Сомик // Вісник НБУ. – 2007. – №11. – С. 18-24.
424. Романчукевич В. В. Аналіз правил здійснення грошово-кредитної політики України в умовах глобалізації економіки / В. В. Романчукевич //

- Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". – Суми, 2011. – Вип. 32. – С. 59-70.
425. Про затвердження Тимчасового положення про визначення Національним банком України процентних ставок за своїми операціями: Постанова НБУ від 27.04.2001 р. № 183 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua>
426. Патрикац Л. Проблеми вибору та визначення оптимальної моделі монетарного устрою в Україні / Л. Патрикац, С. Компанієць // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 7. – С. 2-7.
427. Про затвердження Положення про процентну політику Національного банку України: Постанова НБУ від 18.08.2004 р. № 389 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1092-04
428. Mishkin F. Anatomy of financial crisis / F. Mishkin // Journal of evolution economics. – 1992. – №2. – P 115-130.
429. IMF World Economic Outlook (WEO) [Electronic Resource]. – Access mode: <http://www.imf.org>
430. Taylor J. The inflation/output variability trade-off revisited [Electronic Resource] / J. Taylor. – Access mode: <http://www.bos.frb.org/economic/conf/conf38/conf38b.pdf>
431. Taylor J. The financial crisis and the policy responses: an empirical analysis of what went wrong [Electronic resource] / J. Taylor. – 2008. – Access mode: <http://www.stanford.edu/~johntayl/FCPR.pdf>
432. Сосунов К. Эмпирический анализ оптимальной монетарной политики в России: новый кейнсианский подход / К. Сосунов, О. Заиченко, Е. Гримова: Препринт WP12/2009/01. – М.: Государственный университет. – Высшая школа экономики, 2009. – 28 с.

433. Golovan S. A real exchange rate based Philips curve [Electronic Resource] / S. Golovan, O. Zamulin // CEFIR / _ES Working Paper series. – Working Paper. – № 179. – Access mode : www.hse.ru/data/942/668/1234/zamulin.pdf
434. Froyen R. Instrument Versus Target Rules As Specifications of Optimal Monetary Policy [Electronic Resource] / R. Froyen, A. Guender. – Access mode : <http://www.econ.canterbury.ac.nz/RePEc/cbt/econwp/1120.pdf>
435. Neiss K. Inflation Dynamics, Marginal Cost and the Output Gap : Evidence of Three Countries / K. Neiss, E. Nelson // Journal of Money, Credit and Banking. – 2002. – Vol. 37(6). – P. 1019-1045.
436. Uribe M. Real exchange rate targeting and macroeconomic instability / M. Uribe // Journal of International Economics. – 2003. – №59(1). – С. 137-159.
437. Lunyakov O.V. The influence of financial imbalances on economic growth: the experience of Ukraine / O. V. Lunyakov // Nauka i studia. – 2013. – № 25(93). – С. 109-113.
438. Официальный сайт международной ассоциации “Bruegel” (Бельгия): <http://www.bruegel.org>
439. Drehmann M. Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates [Electronic resource] / M. Drehmann, C. Borio, K. Tsatsaronis // BIS Working paper. – 2011. – № 355. – Access mode : www.bis.org/publ/work355.pdf
440. Моисеев С. Макропруденциальная политика: цели, инструменты и применение в России / С. Моисеев // Банковское дело. – 2011. – № 5. – С. 12-20.
441. Щодо розгляду проекту постанови Правління НБУ: лист НБУ від 30.12.2004 р. № 42-412/4010-13749 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua>
442. Міщенко С. Удосконалення монетарної політики та регулювання фінансових систем / С. Міщенко // Вісник НБУ. – 2011. – № 5. – С. 21-27.

443. Симановский А. Кризис и реформа регулирования: отдельные аспекты / А. Симановский // Деньги и кредит. – 2010. – № 12. – С. 7-15.
444. Официальный сайт Банка международных расчетов: <http://www.bis.org>
445. Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems [Electronic resource]. – 2010. – Access mode : www.bis.org/publ/bcbs189_dec2010.pdf
446. Міщенко В. Базель III: нові підходи до регулювання банківського сектору / В. Міщенко, А. Незнамова // Вісник НБУ. – 2011. – № 1 – С. 4-9.
447. Попов К.О. Мы спешим предугадать, как Базель III нам отзовется...[Электронный ресурс] / К.О. Попов, Ю.Н. Юденков // Внутренний контроль в кредитной организации – 2011. – № 4. – Режим доступа: www.reglament.net/bank/control/2011_4_article.htm
448. Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer [Electronic resource]. – 2010. – Access mode : <http://www.bis.org/publ/bcbs187.pdf>
449. Luniakov O. V. Synthesis of monetary and macroprudential policies for regulating the imbalances in the financial sector of economy / O. V. Luniakov // Современный научный вестник. – 2013. – № 24(163). – С. 17-21.
450. Drehmann M. Countercyclical capital buffers: exploring options [Electronic resource] / M. Drehmann, C. Borio, L. Gambacorta, G. Jiménez, C. Trucharte // BIS Working papers. – 2010. – Access mode : <http://www.bis.org/publ/work317.pdf>
451. Официальный сайт статистики мирового банка : <http://data.worldbank.org>
452. Луняков О. В. Синхронизация антициклического буфера капитала периодам накопления финансовых дисбалансов / О. В. Луняков // Вісник Української академії банківської справи. – 2013. – №1[34]. – С. 3-9.
453. АУБ подала в НБУ пропозиції по розрахунку розміра капіталу на покриття операційного ризику [Електронний ресурс]. – Режим доступа :

http://aub.org.ua/index.php?option=com_content&task=view&id=5008&menu=119&Itemid=109&lang=ru

454. Официальный сайт европейской банковской федерация “ЕВА”:
<http://www.euribor-ebf.eu>
455. Спецналог для банков: быть или не бать [Электронный ресурс] – Режим доступа: sberbank.ru/common/img/uploaded/sbjr/10-09/068-073.pdf



Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

State Higher Educational Institution
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”

ПРИЛОЖЕННЯ



Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ"
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING"
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE

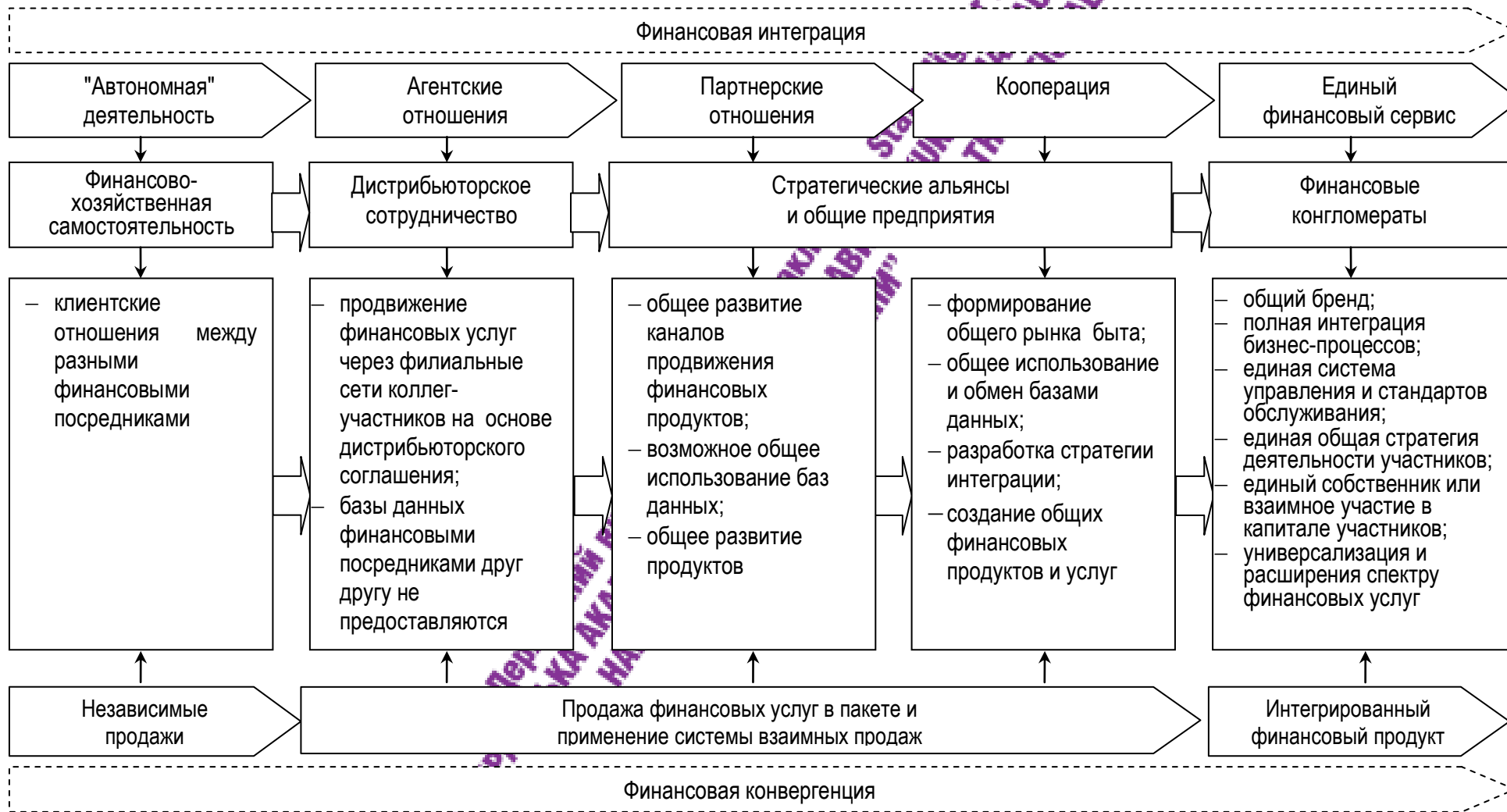
Приложение А
 Финансовая инфраструктура рыночной экономики

Финансы субъектов хозяйствования	Государственные финансы	Страхование	Финансовый рынок			
			Кредитный рынок		Рынок ценных бумаг	
			Сфера рынка финансовых услуг			
Организационная финансовая инфраструктура						
Управленческая финансовая инфраструктура		Институциональная финансовая инфраструктура (финансовые посредники)			Обслуживающая финансовая инфраструктура	
Финансовые службы предприятий и управленческих структур	Министерство финансов ГНА; Государственное казначейство Контрольно-ревизионная служба Счетная палата Пенсионный фонд Дирекции фондов социального страхования ГКЦБФР Государственная комиссия по регулированию рынка финансовых услуг	Страховые компании Негосударственные пенсионные фонды	Центральный банк Коммерческие банки Небанковские кредитные учреждения Лизинговые компании Факторинговые компании	Институты совместного инвестирования Компании по управлению активами	Организационные посредники	Услуги по финансовой деятельности
					Фондовые биржи Валютные биржи Брокерские конторы Дилерские конторы Регистраторы Репозитарии	Аудиторские фирмы Информационные агентства Рейтинговые агентства Риэлтерские конторы Консалтинговые фирмы Финансовая аналитика Бюро кредитных историй
НЕФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР	ФИСКАЛЬНЫЙ СЕКТОР	ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР			Неэкономические агенты	
Инструментальная финансовая инфраструктура						
	налоги и сборы взносы и отчисления займы денежная эмиссия государственные трансферты государственные инвестиции пенсии пособия	страховые взносы страховое возмещение пенсии пособия	депозиты кредиты лизинг факторинг франчайзинг	акции облигации деривативы векселя	условия торговли листинг котировка фондовые индексы	информационные сборники рейтинги аналитические обзоры

Источник: [2, с. 66].



Приложение Б Формы интеграции и конвергенции на финансовом рынке

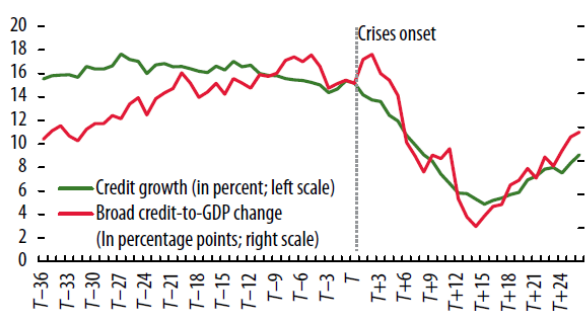


Источник: [95, с. 49]

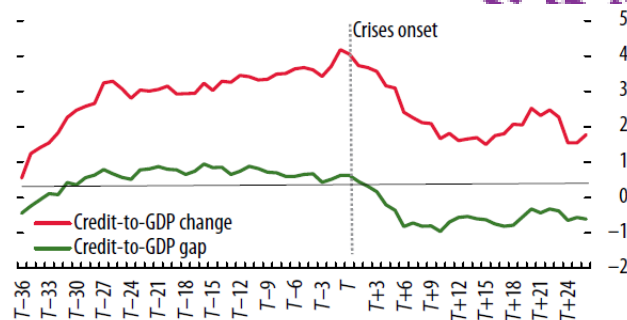


Приложение В

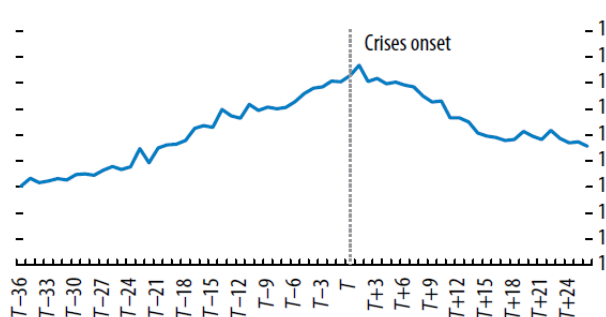
Индикаторы финансовых стрессов [207, с. 11]



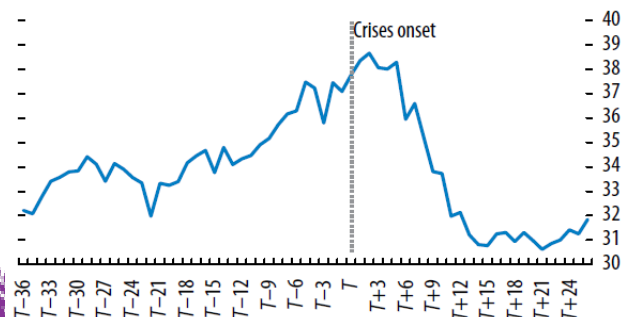
V1. Кредитование частного сектора в годовом выражении



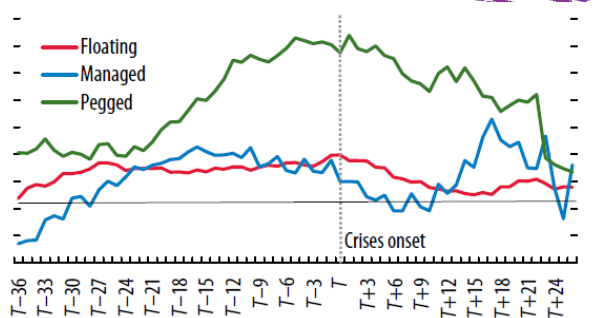
V2. Отношение кредитов к ВВП: изменения и гэпы в годовом выражении



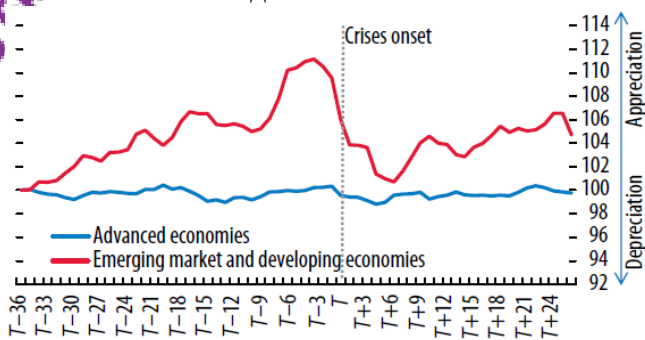
V3. Лeverидж (кредиты к депозитам)



V4. Отношение внешних обязательств банковского сектора к внутренним депозитам



V5. Изменения отношения кредитов частного сектора к ВВП в зависимости от режима валют в годовом выражении



V6. Реальный эффективный обменный курс

Примечания: *Crises onset* – начало кризиса. *Credit growth* – кредитный рост. *Broad Credit-to-GDP change* – изменение “широких” кредитов к ВВП. *Credit-to-GDP change* – изменение кредитов к ВВП. *Credit-to-GDP gap* – кредитный гэп. *Floating* – плавающий (обменный курс). *Managed* – управляемый (обменный курс). *Pegged* – привязанный (обменный курс). *Advanced economies* – развитые экономики. *Emerging market and developing economies* – экономики развивающихся стран с развивающимися (финансовыми) рынками. *Depreciation* – обесценивание. *Appreciation* – укрепление. *T* – квартальные значения.

Приложение Д

Методика выявления кредитных бумов (составлено на основе [265])

Ожидаемое значение показателя $K_j(t_l)$ в момент времени t_l определяется на основе использования “расширяющегося тренда” в процессе применения фильтра Ходрика-Прескотта (далее – НР-фильтр):

1) Обозначим $K_j^{“EHP”}(t_l)$ как ожидаемое значение показателя j ($j=1,2,\dots,N$) в “расширяющемся тренде” НР-фильтра в момент времени t_l ($l=1,2,\dots,T$).

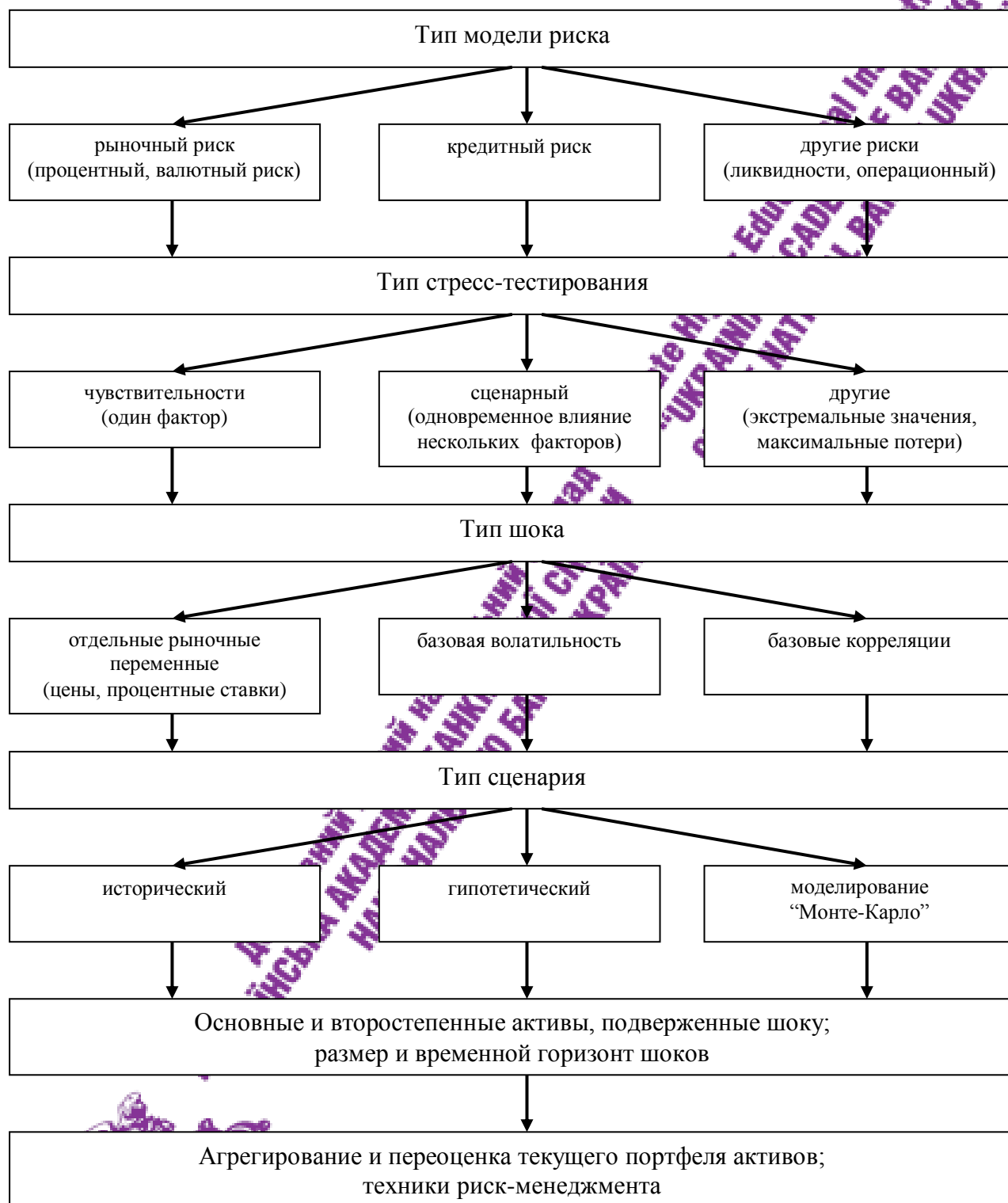
2) В качестве исходного диапазона данных возьмем последовательность статистических данных $[K_j(t_l)]_{l=-p}^l$, где p – положительное целое число, которое определяет длину серии первоначальных статистических данных. Например, если анализируется период времени с 1996 года по 2011 год и $p=5$, то в качестве исходного диапазона данных для использования НР-фильтра берется диапазон 1996-2000 гг. Соответственно, первое ожидаемое значение $K_j^{“EHP”}(t_{2000})$, которое сравнивается с фактическим значением показателя $K_j(t_{2000})$, на предмет существенных отклонений, берется в 2000 году. Именно в 2000 году берет свое начало “расширяющийся тренд”.

3) Для того, чтобы получить следующее значение трендовой составляющей НР-фильтра в момент времени t_{l+1} , например, в 2001 году, исходный диапазон данных в процессе применения НР-фильтра увеличивается (расширяется) на одно значение (на один год). Для нашего примера исходный диапазон данных будет содержать уже значения с 1996 по 2001 год.

4) Расширяющийся тренд строится (увеличивается каждый год на одно значение) пока не будет достигнуто последнее значение статистических данных.



Схема проведения стресс-тестирования [301, с. 44]



Приложение 3

Индикаторы устойчивости внешних связей финансовой системы [168, с. 46-47]

№ п/п	Название индикатора	Объяснение
1	Динамика экспорта товаров и услуг	Характеризует финансовое состояние украинских экспортеров и товаропроизводителя
2	Динамика импорта товаров и услуг	Характеризует влияние конъюнктуры мировых рынков на украинского товаропроизводителя
3	Отношение импорта товаров и услуг к экспорту товаров и услуг	Уровень обеспеченности импорта товаров и услуг их экспортом. Указывает на уровень сбалансированности внешних отношений
4	Экспорт и импорт товаров и услуг в процентах к ВВП	Характеризует уровень значимости экспорта и импорта в экономике страны и, соответственно, ее зависимость от внешних факторов
5	Сальдо текущего счета в процентах к ВВП	Характеризует уровень влияния внешнего дисбаланса на развитие экономики
6	Валовой внешний долг (учитывая частный внешний долг) в процентах к ВВП	Показывает долговую нагрузку на экономику
7	Обслуживание и погашение валового внешнего долга (учитывая частный внешний долг) в процентах к экспорту товаров и услуг	Показывает долговую нагрузку на экономику и возможности страны по обслуживанию собственного долга
8	Краткосрочный внешний долг (частный и государственный) в процентах к валовым валютным резервам НБУ	Стабилизационный потенциал НБУ в случае кризиса
9	Фактическая и ожидаемая динамика цен, спроса и предложения на мировых рынках на основные товары украинского экспорта и импорта	Характеризует уровень и направление изменения конъюнктуры на мировых товарных рынках, которые являются важными для отечественной экономики
10	Динамика курсов основных мировых валют и валют основных торговых партнеров Украины	Указывает на изменение уровня курсовой конкурентоспособности производителей основных торговых партнеров, привлекательность стран к инвестированию и т.п.
11	Динамика процентных ставок на основных финансовых рынках мира	Указывает на предпосылки к движению капитала



Приложение К

Индикаторы финансовой устойчивости [246]

Характеристики	ДЕПОЗИТНЫЕ КОРПОРАЦИИ
----------------	-----------------------

	Базовый набор	
Достаточность капитала "С"	I_1	Отношение нормативного капитала к активам, взвешенным по риску.
	I_2	Отношение нормативного капитала первого уровня к активам, взвешенным по риску
Качество активов "А"	I_3	Отношение необслуживаемых кредитов и займов за вычетом созданных резервов к капиталу
	I_4	Отношение необслуживаемых кредитов и займов к совокупным валовым кредитам и займам
	I_5	Отношение кредитов по секторам к совокупным кредитам
Прибыль и рентабельность "Е"	I_6	Отношение чистого дохода к средним совокупным активам (рентабельность активов)
	I_7	Отношение чистого дохода к среднему капиталу (рентабельность капитала)
	I_8	Отношение процентной маржи к валовому доходу
	I_9	Отношение непроцентных затрат к валовому доходу
Ликвидность "L"	I_{10}	Отношение ликвидных активов к совокупным активам
	I_{11}	Отношение ликвидных активов к краткосрочным обязательствам
Чувствительность к рыночному риску "S"	I_{12}	Отношение чистой открытой валютной позиции к капиталу
	Дополнительный набор (I_{13} - I_{25}): – отношение капитала к активам, – отношение крупных открытых позиций к капиталу, – и другие [246].	
	ПРОЧИЕ ФИНАНСОВЫЕ КОРПОРАЦИИ	
Активы	I_{26}	Отношение активов к совокупным активам финансовой системы
	I_{27}	Отношение активов к валовому внутреннему продукту (ВВП)
	НЕФИНАНСОВЫЕ КОРПОРАЦИИ	
Общая оценка	I_{28}	Отношение совокупного долга к собственному капиталу
	I_{29}	Норма прибыли на собственный капитал
	I_{30}	Отношение прибыли к расходам на проценты и погашение основной суммы долга
	I_{31}	Отношение чистой открытой валютной позиции к собственному капиталу
	I_{32}	Количество заявлений о защите от кредиторов
	ДОМАШНИЕ ХОЗЯЙСТВА	
Показатели долга	I_{33}	Отношение долга домашних хозяйств к ВВП
	I_{34}	Отношение выплат по обслуживанию долга домашних хозяйств к их доходу
	ЛИКВИДНОСТЬ РЫНКА	
Оборот фондового рынка и цены	I_{35}	Спред между ценами продавца и покупателя на рынке ценных бумаг
	I_{36}	Коэффициент среднедневного оборота на рынке ценных бумаг
	РЫНОК НЕДВИЖИМОСТИ	
Динамика цен и ипотечных кредитов	I_{37}	Цены на жилую недвижимость (изменения в годовом вычислении)
	I_{38}	Цены на коммерческую недвижимость (изменения в годовом вычислении)
	I_{39}	Отношение кредитов на жилую недвижимость к совокупным кредитам
	I_{40}	Отношение кредитов на жилую недвижимость к совокупным кредитам



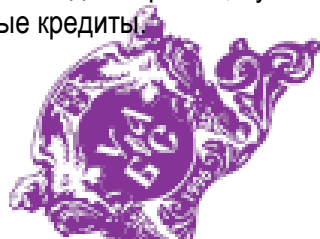
Приложение Л

Средние значения базовых индикаторов финансовой устойчивости за 2006-2008 гг.

(составлено автором на основе данных МВФ [246])

Страна	I_1	I_2	I_4	I_6	I_7	I_8	I_{10}	I_{11}	I_{12}
Аргентина	16,87	14,29	3,60	2,01	15,78	23,41	25,90	42,97	32,79
Армения	27,49	26,91	4,28	3,87	16,97	63,39	21,76	60,30	-8,84
Австрия	12,94	9,04	2,29	0,54	12,14	68,87	27,07	68,46	3,52
Болгария	14,93	11,20	2,40	2,12	19,46	75,06	19,03	26,44	0,21
Франция	10,47	8,48	2,82	0,13	3,58	33,93	47,13	128,32	-
Венгрия	12,28	10,35	2,98	1,16	16,38	65,41	18,09	35,37	15,27
Индия	12,98	9,11	2,45	0,95	14,63	61,62	11,26	29,51	1,01
Индонезия	19,71	16,72	4,36	2,57	27,45	64,28	29,20	34,61	8,30
Республика Корея	12,31	8,84	0,57	0,67	9,91	66,32	35,27	101,37	1,88
Латвия	11,02	9,62	2,10	0,23	2,91	73,34	7,12	18,03	8,50
Филиппины	14,61	11,26	3,94	0,95	10,04	68,79	35,65	55,60	4,71
Португалия	10,51	7,42	3,23	0,95	14,76	55,14	12,48	81,47	-
Румыния	13,77	11,22	2,67	1,38	13,75	44,98	47,78	200,55	1,43
Российская Федерация	16,80	11,63	3,80	2,06	13,72	42,94	27,14	92,09	0,76
Сейшелы	15,69	15,08	2,91	3,94	52,73	54,03	50,77	51,66	25,32
Словакия	11,09	10,72	2,49	1,20	15,38	65,91	52,10	64,97	-19,48
Словения	11,70	9,01	4,22	0,55	7,15	65,68	13,87	34,77	-2,16
Швеция	10,14	7,38	0,22	0,85	19,24	54,29	22,60	49,34	3,04
Швейцария	14,97	12,52	0,89	0,28	4,87	36,27	16,55	37,97	-15,67
Украина	13,95	10,45	3,12	0,79	6,69	55,19	13,32	37,72	15,59
Уругвай	15,75	15,03	0,51	1,64	16,46	77,16	51,53	72,43	19,84

Примечание. Среднее значение индикатора I_4 для Украины было получено на основе квартальных данных 2008 года, т.к. до 2007 года к неработающим кредитам относились кредиты под контролем, субстандартные, сомнительные и безнадежные, а с 2008 года к неработающим кредитам относились только сомнительные и безнадежные кредиты.



Приложение М

Организационные структуры макропруденциального надзора в ряде ведущих стран мира

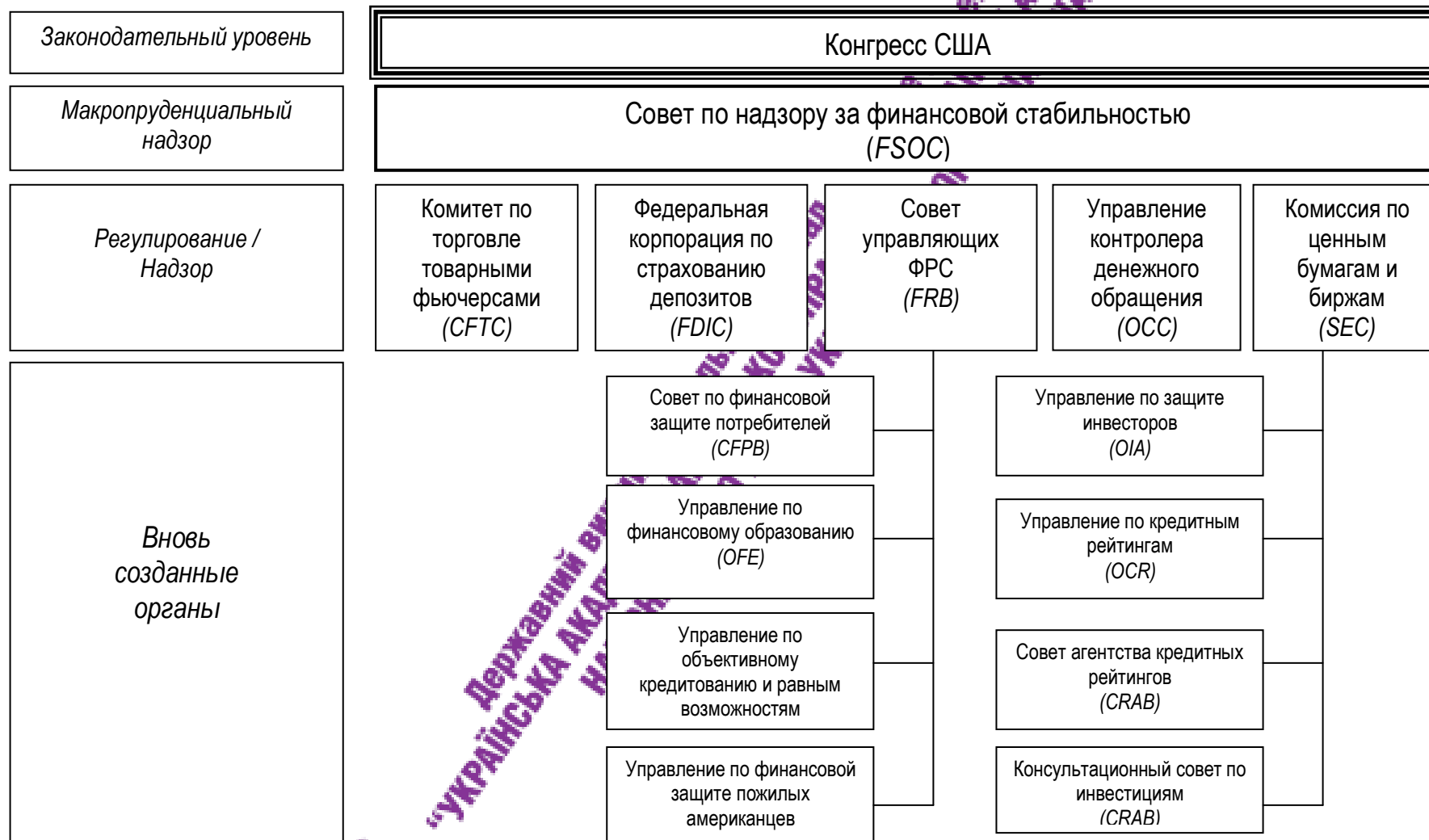
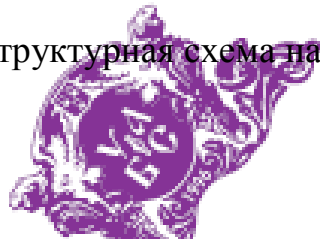


Рисунок М.1 – Структурная схема надзорной системы в США [340, с. 7]



Рисунок М.2 – Структурная схема надзорной системы в Евросоюзе [341, с. 31]



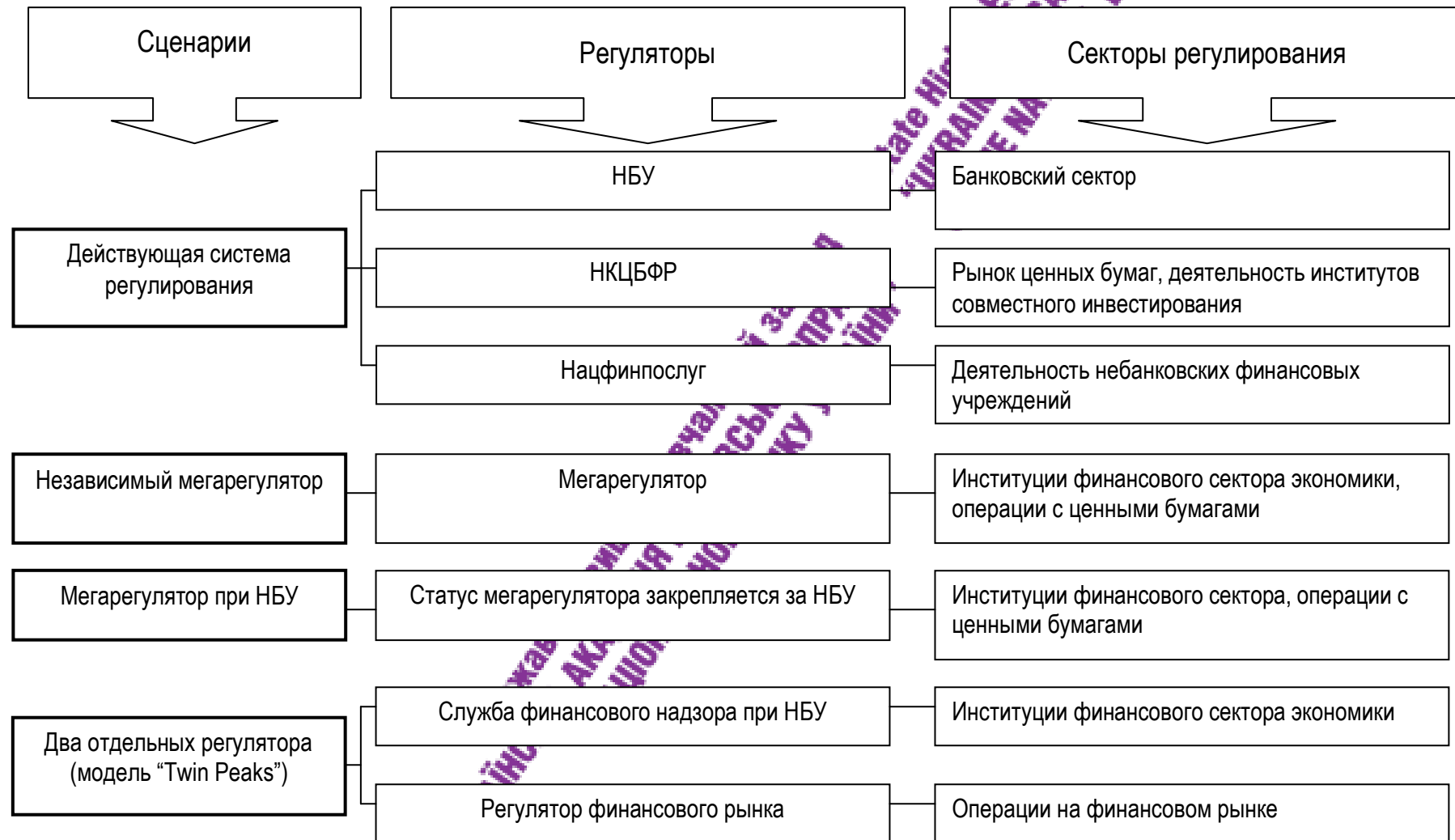
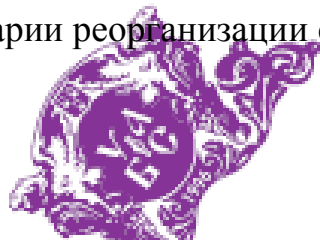


Рисунок М.3 - Сценарии реорганизации структуры регулирования и надзора ФСЭ экономики Украины [328; 336, с. 369]



Приложение Н

Денежные правила и правила таргетирования

Таблица Н.1

Правила денежно-кредитной политики

Год	Название правила	Математический вид правила	Авторы
1898	Правило Викселя	$i_t = i_{t-1} + \phi p_t$	К. Вискель
1953	Правило Фридмена	$\Delta m + \Delta v = \pi + \Delta y,$ $i_t = \bar{i}_t + \beta(m_t - \bar{m}_t)$	М. Фридмен
1980-1990-е гг.	Правило номинального дохода	$\Delta m = \pi^* + \Delta y^* - \Delta y,$ $i_t = \bar{i}_t + \beta(p_t + y_t - p + y)$	Р. Холл, Г. Менкью, М. Фельдштейн, Дж. Сток, Г. Рудебуш
1988	Правило МакКаллама	$\Delta m = \Delta x^* - \Delta v^* + \phi_{\Delta x} (\Delta x - \Delta x^*)$	Б. МакКаллам
Начало 1990-х гг.	Индекс конъюнктуры денежного рынка	$MCI_t = \alpha_R (i_t - i_0) + \beta_e (e_t - e_0)$	Специалисты банка Канады
1992	Правило Гудхарта	$i_t = \alpha + \beta \pi_t$	Ч. Гудхарт
1993	Правило Тэйлора	$r = p + 0.5y + 0.5(p - 2) + 2$	Дж. Тэйлор
1993	Правило Хендерсона-МакКиббина	$i_t = i_{t-1} + \alpha(\pi_t + y_t - \overline{\pi + y})$	Д. Хендерсон, У. МакКиббин
1999	Правило Тэйлора	$r = \pi + gy + h(\pi - \pi^*) + r^f$	Дж. Тэйлор
1999	Правило на базе инфляционного прогноза	$i_t = \alpha i_{t-1} + \beta E[\pi_{t,k} \Omega_t]$	Г. Рудебуш, Л. Свенссон
1998	Правило Клариды-Гали-Гертлера	$i_t = i_{t-1} + \beta(E\{\pi_{t,k} \Omega_t\} - \pi^*) + \gamma E\{y_{t,q} \Omega_t\}$	Р. Клариды, Х. Гали, М. Гертлер
1999	Правило Болла	$i_t = \alpha \pi_t + \beta y_t + \gamma_1 e_t + \gamma_2 e_{t-1}$	Л. Болл
2000	Правило Орфанидеса	$i_t = \rho \bar{i}_{t-1} + (1 - \rho)(\alpha + \beta \pi_{t t+1} + \gamma y_{t t+1})$	А. Орфанидес
2001	Правило для открытой экономики Англии	$i_t = \rho \bar{i}_{t-1} + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta(y_t - y^*) + \gamma \Delta e_t$	Н. Батини, Р. Харрисон, С. Милард
2004	Правило банка Норвегии	$i_t = \alpha + \rho_i^{Taylor}$	Специалисты банка Норвегии

Продолжение прил. Н

Таблица Н.2

Описание исходных переменных для правил таргетирования

Показатель	Описание	Источник
GAP_Y	Гэп реального ВВП в виде отклонений его значений от равновесного состояния, моделируемого с использованием статистического фильтра Ходрика-Прескотта	собственные расчеты
PI	Темпы роста потребительских цен по отношению к соответствующему кварталу предыдущего года	Статистика НБУ [210], собственные расчеты
PI_TARG	Таргетируемые центральным банком квартальные значения инфляции в годовом выражении	собственные расчеты
GAP_Q	Гэп реального эффективного обменного курса	Статистическая база данных международной ассоциации "Bruegel" [438], собственные расчеты
FD_FS	Квартальные значения интегрированного показателя финансовых дисбалансов, модифицированные на основе (5.24)	собственные расчеты



Продолжение прил. Н

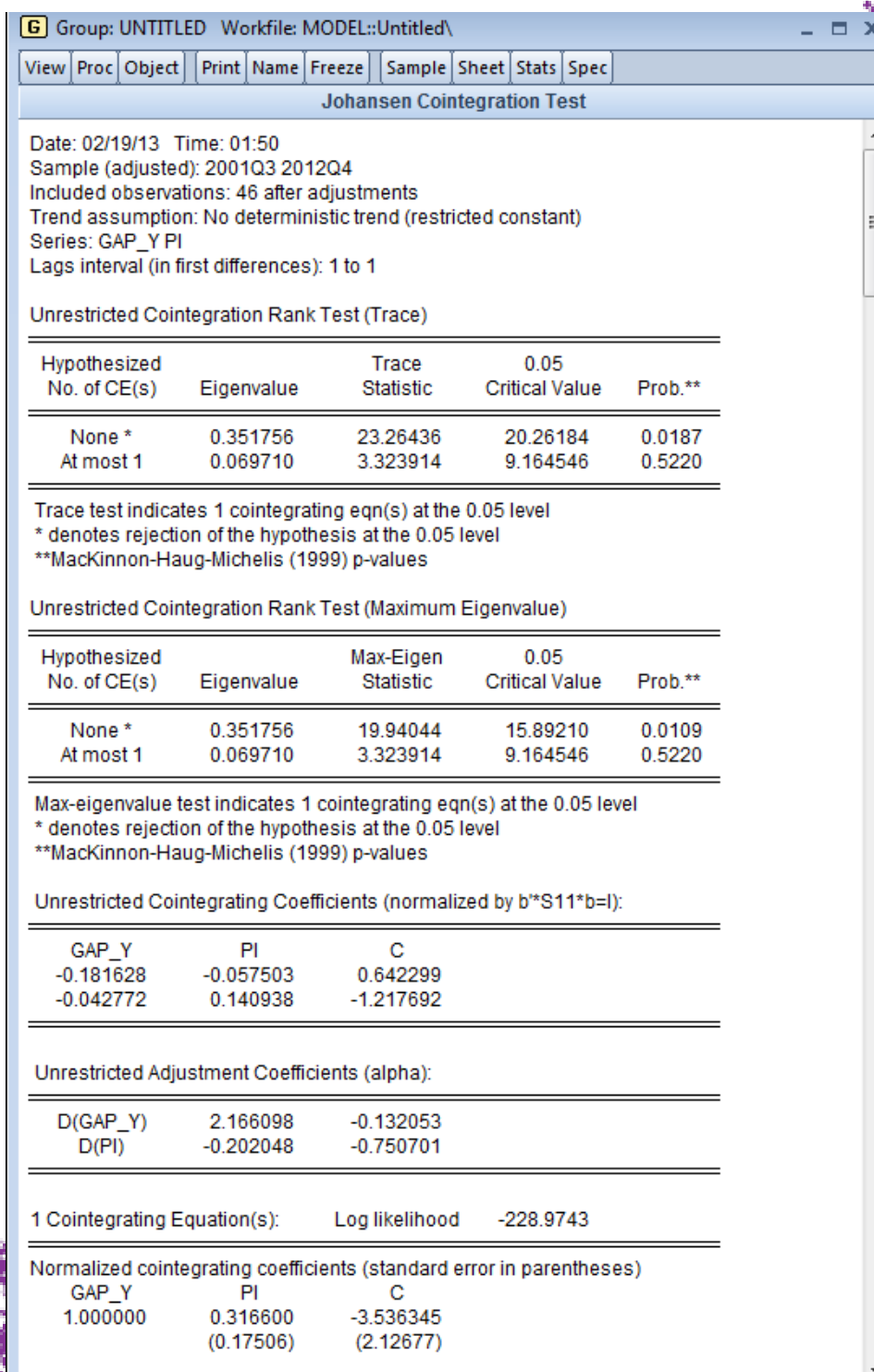


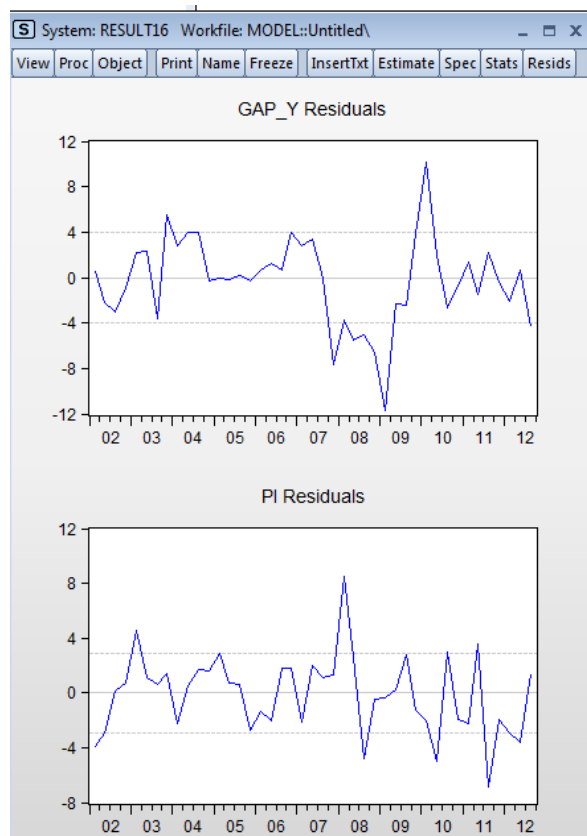
Рисунок Н.1 – Результаты тестирования на коинтегрированность в программе “EViews 7”

Продолжение прил. Н

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.664560	0.052769	12.59387	0.0000
C(2)	-1.300165	0.348009	-3.736011	0.0003
C(3)	0.971311	0.046238	21.00695	0.0000
C(4)	0.172647	0.030805	5.604462	0.0000
Determinant residual covariance		115.7587		
J-statistic		0.204203		

Equation:	GAP_Y=C(1)*GAP_Y(-1)+C(2)*(I-PI_TARG(+1))		
Instruments:	PI_TARG(-2TO-4) GAP_Y(-1TO-4) C		
Observations:	43		
R-squared	0.611473	Mean dependent var	-0.025367
Adjusted R-squared	0.601996	S.D. dependent var	6.217803
S.E. of regression	3.922658	Sum squared resid	630.8770
Durbin-Watson stat	0.998984		

Equation:	PI=C(3)*PI(-1)+(1-C(3))*PI_TARG(+1)+C(4)*GAP_Y+C(4)*GAP_Q(-1)		
Instruments:	GAP_Y(-1TO-4) PI(-1TO-3) Q(-1TO-3) C		
Observations:	43		
R-squared	0.836768	Mean dependent var	10.15044
Adjusted R-squared	0.832787	S.D. dependent var	7.116575
S.E. of regression	2.910090	Sum squared resid	347.2135
Durbin-Watson stat	1.743211		



Результаты оценки совокупного
спроса и инфляции

а)

Оставшиеся необъясненные шоки
спроса и инфляции

(остатки ε_t, η_t)

б)

Рисунок Н.2 Результаты оценки уравнений (5.25)-(5.26) в программе

“EViews 7”



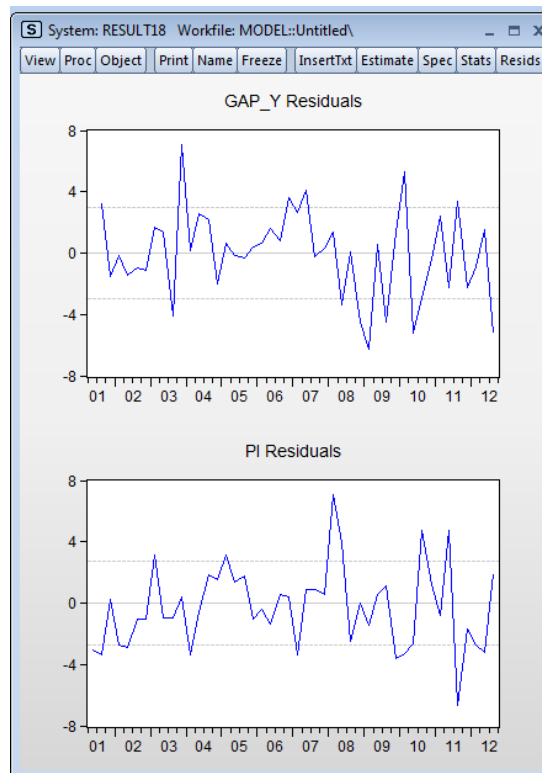
Продолжение прил. Н

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	1.080627	0.124818	8.657629	0.0000
C(2)	-0.442832	0.124323	-3.561941	0.0006
C(3)	-0.524045	0.217981	-2.404079	0.0184
C(4)	-4.965053	2.293134	-2.165183	0.0332
C(5)	0.875363	0.081471	10.74449	0.0000
C(6)	0.197011	0.075622	2.605197	0.0109
C(7)	-12.66831	4.480353	-2.827525	0.0059
C(8)	4.821148	2.390220	2.017031	0.0469

Determinant residual covariance	54.68447
---------------------------------	----------

Equation: $GAP_Y=C(1)*GAP_Y(-1)+C(2)*GAP_Y(-2)+C(3)*(1-PI_TARG(+1))+C(4)*(FD_FS-FD_FS(-1))$
 Observations: 45
 R-squared 0.778174 Mean dependent var 0.090019
 Adjusted R-squared 0.761943 S.D. dependent var 6.107972
 S.E. of regression 2.980145 Sum squared resid 364.1319
 Durbin-Watson stat 2.059971

Equation: $PI=C(5)*PI(-1)+C(6)*GAP_Y+(1-C(5))*PI_TARG(+1)+C(7)*GAP_Q(-1)+C(8)*(FD_FS-FD_FS(-1))$
 Observations: 46
 R-squared 0.850100 Mean dependent var 10.03308
 Adjusted R-squared 0.839393 S.D. dependent var 6.917210
 S.E. of regression 2.772126 Sum squared resid 322.7567
 Durbin-Watson stat 1.724398



Результаты оценки совокупного
спроса и инфляции

а)

Оставшиеся необъясненные шоки
спроса и инфляции

(остатки ε_t, η_t)

б)

Рисунок Н.3 – Модель таргетов центрального банка с учетом финансовых дисбалансов (5.32)–(5.33), оцененная в программе “EViews 7”





**Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"**

**State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"**



**НАЦІОНАЛЬНА КОМІСІЯ,
ЩО ЗДІЙСНЮЄ ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ У СФЕРІ РИНКІВ
ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ
(НАЦКОМФІНПОСЛУГ)**

01001, м. Київ, вул. Б. Грінченка, 3, тел. 234-02-24, факс 235-77-51, Код ЄДРПОУ 38062828

10.09.2013 № 6653/09-10 На № _____

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01
ДВНЗ "Українська академія банківської справи
Національного банку України"
д.е.н., проф. Костюку О.М.

**ДОВІДКА
ПРО ВПРОВАДЖЕННЯ РЕЗУЛЬТАТІВ
НАУКОВОГО ДОСЛІДЖЕННЯ**

В Національній комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (Нацкомфінпослуг) розглянуто результати дисертаційної роботи Луняка Олега Володимировича на тему: «Формування, аналіз та регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України», підготовленої до захисту на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Висновки та практичні рекомендації Луняка О.В. повністю обґрунтовані та відповідають сучасним завданням формування та забезпечення реалізації політики державного регулювання у сфері ринків фінансових послуг, координації діяльності з іншими державними органами для розробки узгоджених регуляторних рішень.

Особливий інтерес викликали пропозиції автора щодо здійснення інтегральної оцінки стійкості фінансового сектору національної економіки, яка враховується Нацкомфінпослуг у процесі здійснення аналізу загального стану і тенденції розвитку ринків фінансових послуг України. Комплексний підхід щодо взаємозв'язку між фінансовою стійкістю банківських установ та інституцій парабанківської системи дозволяє сформулювати методологічні засади щодо вдосконалення системи ранньої діагностики формування структурних диспропорцій у фінансовому секторі економіки, у якому на сьогодні спостерігається посилення процесів фінансових інтеграцій та конвергенцій за видами фінансових інституцій (банківського та небанківського типу), послуг та ринків.

Член комісії

М.Бурмака



ФОНД ГАРАНТУВАННЯ ВКЛАДІВ ФІЗИЧНИХ ОСІБ

бульвар Тараса Шевченка, 336, м. Київ, 01032, тел./факс (044) 333-35-56; тел. (044) 333-35-77

E-mail: fgvfo@fg.gov.ua, Web: <http://www.fg.gov.ua>

Код ЄДРПОУ 21708016

18.09.2013 № 12-5758/13

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01
ДВНЗ «Українська академія банківської справи
Національного банку України»
д.е.н., проф. Костюку О.М.

ДОВІДКА

**про впровадження результатів наукового дослідження
на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук
за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит, виконаного
кандидатом економічних наук Луняковим Олегом Володимировичем на
тему «Формування, аналіз та регулювання дисбалансів у фінансовому
секторі економіки України» та поданого в спеціалізовану вчену раду
Д 55.081.01 ДВНЗ «УАБС НБУ»**

Здійснена оцінка спеціалістами Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (далі – Фонду) результатів дисертаційного дослідження Лунякова Олега Володимировича на тему «Формування, аналіз та регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України», поданій в спеціалізовану вчену раду Д55.081.01 на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит, дозволяє зробити висновок, що вони містять цілий ряд наукових положень, які є суттєвими при виконанні задач, що стоять перед Фондом, та мають високий потенціал для практичної апробації.

Так, відповідно до Закону України «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб» від 23 лютого 2012 року № 4452-VI особливої актуальності сьогодні набуває удосконалення механізму захисту прав і законних інтересів вкладників банків, зміцнення довіри до банківської системи України, стимулювання залучення коштів у банківську систему України, забезпечення ефективної процедури виведення неплатоспроможних банків з ринку та ліквідації банків, що відповідає меті Фонду. В даному контексті формування системи індикаторів, які пояснюють циклічні, ендогенні процеси збільшення системних дисбалансів (фінансових ризиків), зокрема, у банківському секторі наці-

003501 *

ональної економіки, є основою для удосконалення інструментів впливу на фінансові інституції для зміцнення довіри до банківської системи України.

Наукові рекомендації, що викладені у дисертаційній роботі Лунякава О.В., враховується в практичній діяльності Фонду. Так, зокрема, враховується пропозиції автора щодо формування системи інтегральних оцінок фінансових дисбалансів, які пов'язані зі змінами у схильності банківського сектору (окремого проблемного банку) до рівня системних фінансових ризиків на відповідних фазах циклічного розвитку фінансового сектору економіки України.

В.о. директора-розпорядника
(м. Київ)

А.Я. Оленчик



УКРАЇНА

СЕВАСТОПОЛЬСЬКА МІСЬКА ДЕРЖАВНА АДМІНІСТРАЦІЯ

УПРАВЛІННЯ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ

99011, м. Севастополь, вул. Леніна, 2, тел.:(0692) 54-74-16, факс:(0692) 54-47-09, E-mail:sgga@stel.sebastopol.ua

19 08. 2013 № 633
на № від

Голові спеціалізованої вченої ради Д 55.081.01
ДВНЗ “Українська академія банківської справи
Національного банку України”
д.е.н., проф. Костюку О.М.

ДОВІДКА ПРО ВПРОВАДЖЕННЯ РЕЗУЛЬТАТІВ НАУКОВОГО ДОСЛІДЖЕННЯ

Фахівцями Управління економічного розвитку Севастопольської міської державної адміністрації було розглянуто результати наукового дослідження Лунякава Олега Володимировича на тему «Формування, аналіз та регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України», підготовлені для захисту дисертації на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Дисертаційне дослідження Лунякава О.В. містить науково обґрунтовані результати щодо формування та прояву дисбалансів, які періодично виникають у процесі функціонування фінансового сектору економіки. Особливий інтерес викликало дослідження автора щодо виокремлення макроекономічних зв'язків між динамікою розвитку фінансового та реального секторами економіки.

Результати та висновки дисертаційного дослідження щодо оцінки синхронності змін в динаміці обсягів кредиту та реального ВВП на різних фазах циклічного розвитку фінансового сектору економіки враховуються у практичній діяльності Управління економічного розвитку Севастопольської міської державної адміністрації в процесі загальноекономічного аналізу та будування прогнозів економічного розвитку міста.

Начальник зведеного відділу планування
та аналізу соціально-економічного
розвитку міста, к.е.н.



Т.В. Ларіна



УНІВЕРСИТЕТ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ (м. Київ)
ХАРКІВСЬКИЙ ІНСТИТУТ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ

просп. Перемоги, 55, м. Харків, 61174, Україна, тел./факс: (057) 337-99-96, (057) 338-61-28
e-mail: khibs@khibs.edu.ua Код за ЄДРПОУ 34818722

12.09.2013 № 10-310/1244

На № _____ від _____

ДОВІДКА

Видана к.е.н., доценту кафедри фінансів та кредиту Севастопольського інституту банківської справи Університету банківської справи Національного банку України (м. Київ) Лунякову Олегу Володимировичу, про те, що він в процесі роботи над дисертацією на тему «Формування, аналіз та регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України» приймав участь у виконанні ініціативної науково-дослідної теми «Діагностика системної стабільності на основі макроекономічних та пруденційних показників» (номер державної реєстрації 0113U002195). Розробки Лунякова О.В. включено до розділу 4 «Інструменти регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України».

Довідка видана для подання в спеціалізовану Вчену раду Д 55.081.01.

Директор
д.е.н., професор



О. М. Тридід

000959

Заступник директора з навчально-методичної роботи
Севастопольського інституту банківської справи
Університету банківської справи
Національного банку України, д.е.н., доц.


Б.А.Дадашев

АКТ

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Лунякава Олега Володимировича
на тему “Формування, аналіз та регулювання
дисбалансів у фінансовому секторі економіки України”,
у навчальний процес факультету банківських технологій Севастопольського
інституту банківської справи Університету банківської справи
Національного банку України
від “6” Вересня 2013 р., м. Севастополь

Акт складено комісією у складі:

Голова – декан факультету банківських технологій, к.т.н. Новак С.М.

Члени комісії:

- завідувач кафедри фінансів і кредиту, к.е.н. Гаряга Л.О.;
- заст. декана факультету банківських технологій, к.е.н. Ребрик М.А.

Комісія провела роботу з визначення фактичного впровадження результатів дисертаційного дослідження Лунякава Олега Володимировича на тему “Формування, аналіз та регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України” у навчальний процес факультету банківських технологій Севастопольського інституту банківської справи Університету банківської справи Національного банку України.

Комісія розглянула такі матеріали:

1. Дисертаційну роботу Лунякава Олега Володимировича на тему “Формування, аналіз та регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України”.
2. Робочі програми курсів дисциплін:
 - “Фінансовий ринок” (викладається на денному відділенні за напрямом підготовки 6.030508 “Фінанси і кредит”);
 - “Фінанси різних форм бізнесу” (викладається на денному відділенні за напрямами підготовки 6.030508 “Фінанси і кредит”).
3. Навчально-методичні матеріали для вивчення перелічених дисциплін.

За результатами проведеної роботи комісією встановлено:

1. Розроблені в дисертаційній роботі Лунякава О.В. науково-теоретичні положення та практичні рекомендації впроваджені як розділи курсів таких дисциплін:
 - “Фінансовий ринок”. Тема 2: “Регулювання фінансового ринку”;
 - “Фінанси різних форм бізнесу”. Тема 2: “Основні напрямки державного регулювання діяльності суб’єктів господарювання на сучасному етапі економічного розвитку”.
2. Застосування в навчальному процесі факультету банківських технологій СІБС УБС НБУ матеріалів дисертаційного дослідження Лунякава О.В. дало змогу адаптувати перелічені дисципліни до сучасних тенденцій розвитку економіки, поглибити їх теоретико-методичні основи та в кінцевому підсумку – підвищити якість підготовки фахівців.

Голова комісії



С.М. Новак

Члени комісії



Л.О. Гаряга



М.А. Ребрик



**Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"**

**State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"**