

молодіжної політики зайнятості в Україні.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Пухлій В. Вибір професії і проблема зайнятості молоді / В. Пухлій, В. Ткаченко // Персонал. – 2007. - №10. – С.73-79.
2. Петрова Т. Ринок освітніх послуг і ринок праці: проблеми взаємозв'язку та взаємодії // Україна: аспекти праці. – 2006. - №4. – С.3-7.
3. Скуратівський В. А. Основи соціальної політики / В. А. Скуратівський, О. М. Палій. – К.: МАУП, 2002. – 200 с.
4. Маршавін Ю. Шляхи врегулювання професійно-кваліфікаційного дисбалансу на ринку праці / Ю. Маршавін // Україна: аспекти праці. – 2006. - №1. – С.26-29.
5. Маршавін Ю. М. Критерії ефективності профорієнтаційної роботи державної служби зайнятості України: методичні рекомендації / Ю. М. Маршавін, Д. Ю. Маршавін, М. А. Міропольська, Н. В. Ортікова, В. В. Снявський, М. В. Судяков. – К.: ІПК ДСЗУ, 2008. – 100 с.
6. Реформування ринку праці та соціальної політики в Україні. – К., 1994. – 24 с.

ФІНАНСИ ТА ІНВЕСТИЦІЙНО – БУДІВЕЛЬНА ДІЯЛЬНІСТЬ

УДК [336.76+336.77]:330.33

ОСОБЕННОСТИ ЦИКЛИЧЕСКОГО ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Луняков О.В., к.э.н.

Севастопольский институт банковского дела
Украинской академии банковского дела
Национального банка Украины

Досліджено загальні особливості циклічного розвитку фінансового ринку за різними його фазами на основі виокремлення взаємозв'язків між основними сегментами фінансового ринку. Запропоновано індикатори для ідентифікації джерел шоків фінансовому ринку.

Ключові слова: фінансовий ринок, циклічність, кредитний ринок, ринок цінних паперів, валютний ринок.

The general characteristics of cyclical development of financial market, based on relationship extraction between the segments of the financial market, have researched. The indicators for identifying the sources of the financial market shocks have offered.

Keywords: financial market, cyclicity, credit market, securities market, exchange market.

Актуальность проблемы. Исследование природы цикличности финансового рынка является актуальным направлением, так как стабильность финансового рынка является, в современных условиях, фундаментальной основой для устойчивого экономического роста национальной экономики. Мировой финансово-экономический кризис 2007-2008 гг. показал, в какой степени макроэкономическая стабильность зависит от финансовой стабильности, от устойчивости национальных финансовых рынков к внутренним и внешним шокам. Ведущие специалисты и ученые в своих научных трудах и практической деятельности все в большей степени поддерживают осуществление центральным банком макропруденциального надзора и регулирования с целью недопущения сильных колебаний на финансовом рынке, а в последующем, и в реальном секторе экономике [1-3].

© Луняков О.В., 2012

Исследование особенностей циклического функционирования финансового рынка позволит определить направления совершенствования монетарной политики Национального банка Украины.

Анализ последних научных исследований и публикаций. Среди отечественных ученых, которые исследовали проблемы финансового рынка Украины, можно выделить А. Гальчинского, А. Барановского, Т. Васильеву, О. Вовчак, В. Геця, Ж. Довгань, А. Кирилову, В. Мищенко, С. Мищенко, А. Незнамову, И. Радионову, Т. Савченко, Н. Шелудько, И. Школьник. Данные вопросы нашли свое отображение и в научных трудах зарубежных ученых: V. Acharya, R. Adalid, L. Alessi, I. Andreou, R. Balakrishnan, J. Beneš, M. Billio, C. Borio, R. Cardarelli, L. Laeven, M. Srobona. В частности, в научных работах M. Srobona [4], J. Beneš [5], V. Acharya [6], M. Billio [7], исследованы финансовые рынки развитых стран на предмет формирования источников системных финансовых рисков, разработаны научно-методические подходы оценки системных рисков и предложены соответствующие рекомендации по совершенствованию макропруденциального надзора в рамках монетарной политики центральных банков. В целом, анализ последних публикаций свидетельствует об актуальности вопросов, связанных с поддержанием финансовой стабильности на уровне национальных экономик.

Несмотря на большое количество научных трудов, раскрывающих особенности функционирования и регулирования финансовых рынков, вопросы, связанные с исследованием цикличности финансовых рынков, синхронности колебаний его основных сегментов на каждой фазе финансового цикла, адекватности использования тех или иных монетарных инструментов для обеспечения финансовой стабильности, не раскрыты в полной мере и требуют системного всестороннего изучения.

Целью статьи является формализация модели циклического развития финансового рынка.

Изложение основного материала исследования. В качестве основных его сегментов будем рассматривать: кредитный рынок, рынок ценных бумаг и валютный рынок. Как отмечают ряд ученых, в условиях финансовой либерализации теснота связи между данными сегментами усиливается [8]. Модель цикличности финансового рынка представлена на рис.1.

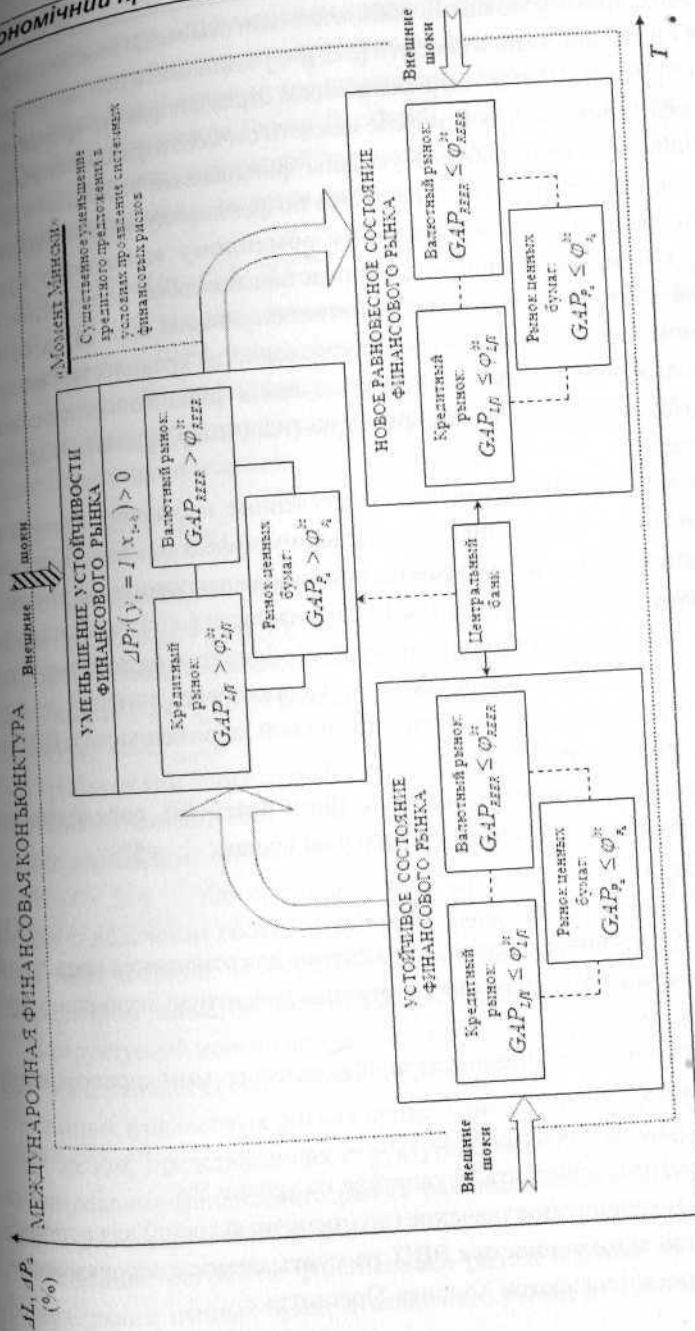


Рис. 1. Модель цикличности финансового рынка

На оси ординат условными обозначениями отмечены колебания совокупной кредитной задолженности $[\Delta L, (\%)]$ и динамика цен по финансовым инструментам $[\Delta Pa, (\%)]$. Ось абсцисс отражает фактор времени $[T]$.

В графических блоках в разрезе каждого сегмента финансового рынка условными обозначениями указаны финансовые агрегаты: гэл по кредитной задолженности (GAP_{LY}), гэл по фондовому индексу (GAP_{PI}) и гэл по реальному эффективному обменному валютному курсу (GAP_{REER}). В целом, величина гэла представляет собой абсолютное отклонение фактического значения соответствующего параметра от его ожидаемой величины (долгосрочного тренда). Как правило, для определения долгосрочной тенденции исследуемых финансовых агрегатах, используются статистические фильтры (например, фильтр Ходрика-Прескотта).

Период кредитной экспансии, существенные изменения в ценах на базовые и финансовые активы, по реальному эффективному обменному курсу, идентифицируются на основе использования пороговых значений по данным агрегатам: по кредитной задолженности (φ_{LY}^*), по фондовому индексу (φ_{PI}^*) и по реальному эффективному обменному валютному курсу (φ_{REER}^*). Рассмотрим основные зависимости пороговых значений на примере расчета отклонения отношения кредитной задолженности к ВВП от ее долгосрочного тренда $(LY)_i^{EHP}$.

Минимальное пороговое значение (limit threshold), определяющее границы кредитной экспансии, задается на уровне $\varphi_{LY}^* = 5\%$:

$$(LY)_i^{EHP, 5\%} = (1 + \varphi_{LY}^*) (LY)_i^{EHP} \quad (1)$$

где $(LY)_i^{EHP, 5\%}$ - нижнее пороговое значение для отношения кредитной задолженности к ВВП, идентифицирующее кредитную экспансию при $\varphi_{LY}^* = 5\%$;

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

Y - номинальный объем ВВП;

φ_{LY}^* - пороговая константа, задаваемая на уровне 5%;

$(LY)_i^{EHP}$ - моделируемое значение (долгосрочный тренд) для отношения кредитной задолженности к ВВП, рассчитываемое с использованием статистического фильтра Ходрика-Прескотта.

Предполагается, что в моменты времени, предшествующие и последующие кредитной экспансии, отклонение величины кредитного предложения от ее долгосрочного тренда несущественно и составляет менее 5%. Пороговое значение (boom threshold), идентифицирующее очень сильные отклонения кредитной задолженности (кредитный бум) от ее долгосрочного тренда, задается на уровне $\varphi_{LY}^* = 19.5\%$:

$$(LY)_i^{EHP, 19.5\%} = (1 + \varphi_{LY}^*) (LY)_i^{EHP} \quad (2)$$

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

φ_{LY}^* - пороговая константа, задаваемая на уровне 19.5%.

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

$$\frac{[(LY)_i - (LY)_i^{EHP}]}{(LY)_i^{EHP}} \geq \varphi_{LY}^* \quad (3)$$

Соответственно, гэл по агрегату отношения кредитов к ВВП, определяется: $GAP_{LY} = [(LY)_i - (LY)_i^{EHP}]$. По аналогии с раскрытой выше схемой расчета производятся аналогичный расчет по агрегатам: гэл по фондовому индексу (GAP_{PI}) и по реальному эффективному обменному валютному курсу (GAP_{REER}).

В графическом блоке с грифом «уменьшение устойчивости финансового рынка» используется формула, которая задана в общем виде и отражает повышение степени уязвимости финансового рынка к шокам: $\Delta Pr(y, = 1 | x_{i,t}) > 0$. Как правило, для такой оценки используется Пробит-анализ с подсчетом соответствующего значения вероятности неблагоприятного события: значительного сокращения предложения кредита на кредитном рынке, падение цен на акции на рынке ценных бумаг и т.д.

В структурной модели используется термин «Момент Мински», который представляет собой момент времени, когда в условиях проявления системных финансовых рисков происходит кредитное сжатие [9].

В целом, представленная структурная модель цикличности функционирования финансового рынка включает следующие элементы и причинно-следственные связи:

Основные сегменты финансового рынка состоят из кредитного рынка, рынка ценных бумаг и валютного рынка. В фазе начала роста

на финансовом рынке («Устойчивое состояние финансового рынка») и завершения фазы спада («Новое равновесное состояние финансового рынка») сегменты финансового рынка не продуцируют системные финансовые риски, поэтому связи между ними по этим фазам отображены пунктирной линией.

Однако, на фазе экономического роста в национальной экономике, финансовый рынок может отклониться от равновесного состояния и перейти в состояние «Снижение устойчивости финансового рынка». Величина этого отклонения может быть идентифицирована с использованием расчета агрегатов и их пороговых значений, как это было показано выше. Взаимосвязи между основными сегментами финансового рынка усиливаются, повышая уязвимость финансового рынка к кризисным явлениям, поэтому связи между ними на этой фазе показаны сплошной линией. При этом, влияние внешних шоков (международная конъюнктура финансовых рынков) на отечественный финансовый рынок усиливается. Кризисные явления на финансовом рынке могут сопровождаться кредитным сокращением (сжатием), падением цен на базовые и финансовые активы, что получило название в экономике «Момент Мински».

Центральный банк оказывает влияние на финансовый рынок через монетарную трансмиссию. Однако, степень этого влияния не равнозначна на различных этапах развития финансового рынка. На фазах «Устойчивое состояние финансового рынка» и «Новое равновесное состояние финансового рынка» эластичность финансового рынка к монетарным инструментам центрального банка является достаточно высокой, что показано сплошной линией. На этапе «Снижение устойчивости финансового рынка» степень восприимчивости финансового рынка к инструментам центрального банка снижается.

Выводы. Особенности циклического функционирования финансового рынка раскрывают различную степень тесноты взаимосвязей между кредитным рынком, рынком ценных бумаг, валютным рынком, центральным банком и внешними шоками на соответствующих фазах его развития. Для исследования источников шоков финансовых рынков предлагается использовать ряд финансовых агрегатов: гэл по накопленной кредитной задолженности, гэл по базовым активам и гэл по реальному эффективному обменному курсу, которые сопоставляются с

соответствующими пороговыми значениями на основе выделения долгосрочных трендов изменения указанных выше финансовых агрегатов. В дальнейшем это позволит своевременно выделять источники шоков на финансовом рынке, оценивать степень их влияния на процесс формирования системных финансовых рисков.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Міщенко В. Базель III: нові підходи до регулювання банківського сектору / В. Міщенко, Ф. Незнамова // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 1. – С.4-9.
2. Міщенко С. Удосконалення монетарної політики та регулювання фінансових систем / С. Міщенко // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 5. – С.21-27.
3. Міщенко В. Методологічні засади запровадження макропруденційного регулювання та нагляду / В. Міщенко, А. Крилова // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 3. – С.12-15.
4. Srobona, M. Toward Operationalizing Macroprudential Policies: When to Act? / M. Srobona, J. Beneš, S. Iorgova, K. Lund-Jensen, Ch. Schmieder, and T. Severo // Global financial stability report. – Washington, DC: International Monetary Fund, 2011. – 164p.
5. Beneš, J. Monetary Policy and Financial Stability in Emerging-Market Economies: An Operational Framework [Електронний ресурс] / J. Beneš, M. Kumhof, and D. Vávra. – Режим доступу: www.bsp.gov.ph/events/2010/cbmmw/papers.htm.
6. Acharya, V. Measuring Systemic Risk [Електронний ресурс] / V. Acharya, L. Pederson, T. Philippon, and M. Richardson // Working Paper. – Режим доступу: <http://pages.stern.nyu.edu/~lpederse/papers/MeasuringSystemicRisk.pdf>.
7. Billio, M. Econometric Measures of Systemic Risk in the Finance and Insurance Sectors [Electronic resource] / M. Billio, M. Getmansky, A. Lo, and L. Pelizzon // Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research. – Working Paper № 16223. – Режим доступу: www.nber.org/papers/w16223.
8. Adalid, R. Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles [Електронний ресурс] / R. Adalid, C. Detken // European Central Bank. – Working Paper № 732. – Режим доступу: www.ecb.europa.eu.
9. Minsky H. The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and An Alternative to «Standard» Theory // Nebraska Journal of Economics and Business. – 1977. – Vol. 16. – N 1. – P. 5-16.