

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ**

На правах рукопису

ЧИРАК ІРИНА МИКОЛАЇВНА

УДК 336.74

**МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА ЗА УМОВ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ
(НА ПРИКЛАДІ УКРАЇНИ)**

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник

д.е.н., професор

Козюк Віктор Валерійович

ТЕРНОПІЛЬ – 2014

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ I. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ ЗВ'ЯЗКУ МІЖ МОНЕТАРНОЮ ПОЛІТИКОЮ ТА ФІНАНСОВОЮ НЕСТАБІЛЬНІСТЮ.....	12
1.1. Поняття фінансової нестабільності та його еволюція в економічній науці.....	12
1.2. Взаємозв'язок монетарної політики та фінансової нестабільності в теоретико-методологічній перспективі.....	29
1.3. Теоретичні проблеми неконвенціональної монетарної політики.....	48
Висновки до розділу 1.....	65
РОЗДІЛ II. АНАЛІЗ ЕФЕКТИВНОСТІ РЕАЛІЗАЦІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НБУ ЗА УМОВ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ.....	68
2.1. Методика наукового дослідження монетарної політики за умов фінансової нестабільності.	68
2.2. Дисбаланси банківської системи України в світлі аналізу монетарної політики НБУ та глобальної фінансової кризи	77
2.3. Емпіричні аспекти визначення фінансової нестабільності.....	96
2.4. Аналіз ефективності монетарної політики в Україні за умов наростання фінансової нестабільності.....	119
Висновки до розділу 2.....	152
РОЗДІЛ III. ПЕРСПЕКТИВИ РЕАЛІЗАЦІЇ НАЦІОНАЛЬНОЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНОЇ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ.....	155
3.1. Структурні зміни в монетарній політиці в світлі глобальної фінансової кризи... ..	155
3.2. Механізм впливу монетарної політики на забезпечення довгострокової макроекономічної стабільності України за умов глобальної фінансової нестабільності.....	178
Висновки до розділу 3.....	195
ВИСНОВКИ	197
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	201
ДОДАТКИ	232

ВСТУП

Актуальність теми. За умов посилення глобальної фінансової нестабільності відбувається зниження ефективності монетарної політики. Особливо це характерно для країн з ринками, що формуються, зокрема для України, де наявність якісно інших економічних та інституційних умов порівняно з розвиненими країнами обмежує застосування усталених підходів у теорії та практиці монетарної політики. Глобальна фінансова інтеграція на тлі покращення макроекономічної ситуації і спрощення умов доступу до зовнішніх запозичень веде до ускладнення функціонування монетарних інституцій і зниження спроможності Національного банку України адекватно реагувати на поточні проблеми, які виникають внаслідок надмірного зростання зовнішньої заборгованості, масштабів і мобільності спекулятивного капіталу. Нарощування фінансових дисбалансів у вітчизняній банківській системі і кредитна експансія зумовили посилення фінансової нестабільності та стали однією з основних причин виникнення фінансово-економічної кризи в Україні у 2008 році.

Теоретична і практична розробка питань, пов'язаних з проведенням монетарної політики центральними банками за умов різного стану фінансової нестабільності, відбувається під значним впливом з боку сучасної монетарної теорії, фундаментальні положення якої були закладені у працях М. Фрідмана, Ф. Кідленда, Е. Прескота, М. Обстфельда, К. Рогоффа, С. Фішера, Г. Манківа, Ф. Мишкіна, Б. Бернанке, А. Грінспена, Р. Мандела, Г. Камінські, П. Кругмана. Особливості теоретичного забезпечення монетарної політики в країнах з ринками, що формуються, представлені в дослідженнях Б. Ейченгріна, К. Боріо, Г. Кальво, К. Рейнхарта, Дж. Франкеля, Дж. Сакса, Дж. Стігліца, Н. Роубіні.

Питанням монетарної політики за умов посилення фінансової нестабільності та ролі центральних банків в її стабілізації присвячено праці вітчизняних вчених: О. Барановського, О. Береславської, Т. Богдан, А. Вожжова, В. Гейця, А. Гриценка, А. Даниленка, О. Дзюблюка, Ж. Довгань, В. Козюка, Т. Кричевської, А. Кузнєцової, В. Міщенко, С. Науменкової, О. Петрика, Т. Унковської, К. Черкашиної та інших.

Незважаючи на те, що проблемі проведення монетарної політики в умовах глобальної фінансової нестабільності приділяється посилена увага, багато питань залишаються без відповіді. Зокрема, в економічній літературі відсутній консенсус щодо визначення сутності фінансової нестабільності та її відображення в емпіричних даних, що перешкоджає розробці комплексної політики протидії негативним чинникам, які посилюють дестабілізацію фінансової системи України і створюють умови для загострення кризових явищ. Існує недостатня кількість теоретичних та емпіричних узагальнень щодо оцінки ефективності монетарних дій НБУ і обмаль рекомендацій, спрямованих на посилення дієвості механізмів та монетарних інструментів для забезпечення фінансової і макроекономічної стабільності за умов перманентної фінансової нестабільності.

Саме недостатній рівень теоретичного обґрунтування цих проблем, відсутність цілісних і комплексних досліджень у вітчизняній науковій літературі визначили актуальність і зумовили вибір теми дисертаційної роботи, її мету, завдання та методи дослідження.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота є складовою науково-дослідних робіт кафедри економічної теорії Тернопільського національного економічного університету за темою «Економічне зростання в Україні в контексті реалізації стратегії інноваційно-інвестиційного розвитку» (реєстраційний номер 0109U000036). Автором обґрунтована необхідність переосмислення ролі центрального банку, окремих його функцій із врахуванням еволюції фінансових ринків та запропонований комплекс заходів щодо підвищення ефективності монетарної політики Національного банку України за умов посилення фінансової нестабільності. В рамках виконання науково-дослідної теми кафедри економічної теорії «Фундаментальні засади реалізації сучасної моделі економічної політики» (реєстраційний номер 0112U008452) автором виявлено зміни у стані фінансової системи через запропоновану методикау визначення рівня фінансової нестабільності у банківському секторі та обґрунтовано необхідність посилення контролю за системними ризиками як перешкодами ефективному

функціонуванню монетарного механізму, що є важливою складовою в реалізації моделі економічної політики держави. При виконанні держбюджетної теми «Сучасна парадигма функціонування держави добробуту в середовищі глобальних викликів» (державний реєстраційний номер 0114U000567) автором підготовлені рекомендації щодо послаблення фінансової нестабільності як глобального виклику сучасності.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є поглиблення теоретико-методологічних засад реалізації монетарної політики за умов фінансової нестабільності, розробка підходів до аналізу адекватності реалізації монетарної політики Національним банком України і вироблення практичних рекомендацій щодо забезпечення довгострокової макроекономічної стабільності України за умов перманентних глобальних фінансових шоків.

Для досягнення визначеної мети передбачено вирішення таких завдань:

- конкретизувати категоріальний апарат аналізу фінансової нестабільності та форм її вияву в історико-еволюційному аспекті;
- поглибити теоретико-методологічні засади дослідження взаємозв'язку між монетарною політикою та фінансовою нестабільністю;
- удосконалити теоретичні підходи до з'ясування сутності, причин та особливостей використання неконвенціональних монетарних режимів центральними банками розвинених країн і країн з ринками, що формуються, за умов настання кризи або високого рівня фінансової нестабільності;
- здійснити аналіз зростання дисбалансів та посилення фінансової нестабільності в банківській системі України у взаємозв'язку з монетарною політикою НБУ;
- розробити теоретичні підходи до емпіричної оцінки стану фінансової нестабільності у фінансовій системі країни;
- розширити аналітичний інструментарій для встановлення адекватності і ефективності використання інструментів монетарної політики НБУ в докризовий, кризовий та посткризовий періоди;
- виявити закономірності у використанні інструментів монетарної політики

центральними банками країн світу в періоди посилення фінансової нестабільності та настання фінансової кризи і можливості використання їх досвіду в практиці НБУ;

– виробити пропозиції щодо підвищення ефективності впливу монетарної політики НБУ, спрямованої на забезпечення довгострокової макроекономічної стабільності в країні за умов глобальної фінансової нестабільності.

Об'єктом дослідження є монетарна політика та її зв'язок з фінансовою нестабільністю.

Предметом дослідження є теоретико-методологічні засади реалізації монетарної політики Національним банком України за умов фінансової нестабільності.

Методи дослідження. Методологічною базою дисертаційної роботи є теоретичний інструментарій дослідження монетарної політики, зокрема в світлі специфічних структурних особливостей країн з ринками, що формуються, концептуальні положення сучасної економічної теорії, наукова монографічна і періодична література, дослідження вітчизняних та зарубіжних вчених з питань монетарної теорії, практики функціонування центральних банків, аналізу стану фінансової стабільності, її дестабілізації та обмежень, що вона зумовлює при побудові ефективного механізму монетарного регулювання. У дисертаційній роботі використано широкий арсенал загальнонаукових та спеціальних методів пізнання, що дало змогу реалізувати концептуальну єдність дослідження. Зокрема, методи логічної абстракції, логіко-дескриптивний, аналізу і синтезу, дедукції та індукції застосовано у всіх розділах дисертації. Для встановлення зв'язку між монетарною політикою та фінансовою нестабільністю використано історичний метод, методи системно-структурного аналізу, кількісного і якісного аналізу. Для з'ясування адекватності реалізації монетарної політики НБУ за умов змін фінансової нестабільності використано методи статистичного аналізу, табличного і графічного зображення даних, а також регресійний аналіз. При дослідженні світового досвіду з використання монетарних інструментів та формування висновків і пропозицій щодо вдосконалення механізму монетарної

політики НБУ та посилення його спрямованості на забезпечення макрофінансової стабільності в країні застосовано методи системно-структурного аналізу, позитивний та нормативний методи.

Інформаційну основу дослідження становлять законодавчі та нормативні акти України і міжнародних фінансово-економічних інституцій з питань монетарної політики, звітні дані й аналітичні матеріали Національного банку України, Міністерства фінансів України, Державної служби статистики України, Міжнародного валютного фонду, Світового банку та центральних банків інших країн, а також вітчизняні й іноземні аналітичні матеріали та наукові публікації.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у теоретичному узагальненні, обґрунтуванні та уточненні ряду методологічних засад і підходів щодо аналізу реалізації монетарної політики за умов фінансової нестабільності та науковому обґрунтуванні напрямків підвищення ефективності монетарної політики Національного банку України в середовищі глобальної фінансової нестабільності.

Основні положення дисертаційної роботи, які визначають її наукову новизну і виносяться на захист, полягають у наступному:

вперше:

– розроблено емпіричний метод тестування фінансової нестабільності в Україні, на основі якого виявлено непослідовність у діях Національного банку України щодо вибору між підтримкою валютного курсу та підтримкою ліквідності банківської системи в періоди макрофінансових стресів, що дало можливість оцінити ефективність монетарних акцій та запропонувати варіанти трансформації монетарної політики України й адаптації окремих її елементів до умов перманентної фінансової нестабільності у світі;

удосконалено:

– трактування сутності поняття «фінансова нестабільність», котре запропоновано розглядати як сукупність змін, що відбуваються у функціонуванні фінансової системи і ведуть до зниження ефективності виконання нею таких основних економічних функцій, як розподіл ресурсів, передавання ризиків і

здійснення платежів, та послаблюють здатність протистояти негативному впливу внутрішніх і зовнішніх шоків на економічну активність, а також суттєво спотворюють механізм монетарної трансмісії. Таке тлумачення даної дефініції передбачає комплексний підхід до врахування змін, які відбуваються у фінансовій системі і реальному секторі економіки країни та зовнішньому середовищі, а також спроможність центральних банків впливати на макрофінансові процеси в економіці;

– методичні підходи до виявлення фінансових дисбалансів у банківській системі під впливом монетарних чинників, що сукупно призводять до фінансової нестабільності. На відміну від існуючих підходів, котрі переважно пов'язують нагромадження фінансових дисбалансів лише з надто швидкою кредитною експансією у передкризовий період, конкретизовано й інші чинники, зокрема: прискорене зростання обсягів зобов'язань банків у порівнянні з їх власним капіталом, переорієнтація банків на кредитування поточної діяльності і споживче кредитування, надмірне зростання зовнішніх запозичень, накопичення валютних і строкових дисбалансів між депозитною базою і кредитними вкладеннями;

– підхід до оцінювання ступеня впливу окремих чинників на динаміку чистої зовнішньої позиції банківської системи України на основі багатофакторної регресійної моделі, який дав змогу встановити високий ступінь обумовленості погіршення її стану чинниками, консистентними із внутрішніми детермінантами кредитного буму (очікування зростання ВВП, обсяг наданих кредитів, сталий валютний курс);

– аналітичні засади ідентифікації адекватності та ефективності використання НБУ процентних ставок за операціями на міжбанківському ринку, його впливу на динаміку грошової бази та грошового мультиплікатора, золотовалютних резервів, здійснення валютних інтервенцій та операцій з пропозиції ліквідності банківської системи в періоди коливань рівня нестабільності фінансової системи України;

набули подальшого розвитку:

– теоретичні підходи до аналізу еволюції зв'язку між монетарною

політикою та фінансовою нестабільністю в країнах з ринками, що розвиваються, та специфіки реалізації в них монетарної політики в історичному аспекті, що дало змогу зробити висновки про необхідність переходу в перспективі до парадигми забезпечення фінансової стабільності в Україні на принципах макропруденційного нагляду;

– емпіричні дослідження з використанням регресійних моделей для оцінки ефективності проведення монетарної політики НБУ за умов посилення дисбалансів та фінансової нестабільності у банківській системі у передкризовий період і дієвості антикризових заходів з настанням фінансово-економічної кризи в Україні, які дали змогу зробити висновки про необхідність зміни спрямованості монетарних інструментів з проциклічної на антициклічну;

– теоретичні підходи, в яких аргументується необхідність реалізації монетарної політики НБУ з урахуванням міжчасових ризиків функціонування фінансової системи, що дало можливість виявити проциклічність у застосуванні НБУ монетарних інструментів та запропонувати напрями трансформації монетарної політики відповідно до принципів забезпечення фінансової стабільності.

Практичне значення одержаних результатів. Обґрунтовані в дисертації висновки та запропоновані рекомендації мають практичне значення і можуть бути використані Національним банком України при здійсненні монетарної політики, аналізі макрофінансових ризиків вразливості України при глобальних та локальних збуреннях, розробці заходів зі зниження рівня фінансової нестабільності в реальному секторі економіки і банківській системі для підвищення ефективності політики банківського нагляду та методологічного обґрунтування необхідності посилення координації в діяльності уряду і НБУ, спрямованої на макроекономічну стабілізацію. Положення дисертації щодо виявлення фінансових чинників макроекономічної дестабілізації та рекомендації щодо зменшення обсягу зовнішнього державного боргу можуть бути використані Міністерством фінансів України при розробці політики державних запозичень та реалізації довгострокової боргової стратегії. Положення про моніторинг

фінансової стійкості депозитних корпорацій щодо достатності та якості активів, їх доходності та чутливості до ризику ліквідності і валютного ризику можуть бути використані в діяльності обласних управлінь НБУ, комерційних банків та інших фінансових організацій.

Окремі результати дослідження знайшли своє відображення у діяльності управління Національного банку України в Тернопільській області (довідка № 14-013/255-2097 від 13.08.2013 р.), департаменту фінансів Тернопільської обласної державної адміністрації (довідка № 5-01/61-1316 від 12.08.2013 р.), Тернопільської обласної дирекції ПАТ АБ «Укргазбанк» (довідка № 504-548 від 16.08.2013 р.), Тернопільського регіонального управління ПАТ «КБ «Фінансова ініціатива» (довідка № 4-8/08-305 від 21.08.2013 р.). Результати дисертаційної роботи використовуються в навчальному процесі Тернопільського національного економічного університету при викладанні навчальних дисциплін «Економічна теорія» та «Макроекономіка» (довідка № 126-05/2897 від 20.12.2013 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертація є самостійно виконаною науковою працею, в якій представлено авторські розробки і особисто одержані теоретичні та практичні результати. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, в дисертації використано лише ті ідеї й положення, що становлять особистий внесок автора.

Апробація результатів дослідження. Основні положення і висновки дисертаційної роботи пройшли апробацію на таких міжнародних та всеукраїнських науково-практичних конференціях: “Економічний і соціальний розвиток України в XXI ст.: національна ідентичність та тенденції глобалізації” (м. Тернопіль, 2010 р.); “Економічний і соціальний розвиток України в XXI ст.: національна ідентичність та тенденції глобалізації” (м. Тернопіль, 2011 р.); “Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки” (м. Тернопіль, 2011 р.); “Теорія і практика економіки та підприємництва” (м. Алушта, 2011 р.); “Теорія і практика сучасної економіки” (м. Черкаси, 2011 р.); “Перспективи розвитку фінансової системи України” (м. Тернопіль, 2012 р.); “Фінансова система України: становлення та розвиток” (м. Острог,

2012 р.); “Україна у світовому інтеграційному просторі: економічні, соціальні, політичні, екологічні та правові проблеми” (м. Донецьк, 2012 р.); “Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика” (м. Суми, 2012 р.); “Методи і моделі фінансового забезпечення стійкого економічного розвитку” (м. Севастополь, 2012 р.); “Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України” (м. Київ, 2012 р.); “Фінансовий механізм та моделі обліково-аналітичного забезпечення стійкого економічного розвитку” (м. Севастополь, 2013 р.).

Публікації. Основні положення та найважливіші результати дисертаційної роботи опубліковано у 22 наукових працях, з яких 8 статей у наукових фахових виданнях України, 2 статті у наукових періодичних виданнях інших держав і 12 публікацій за матеріалами всеукраїнських і міжнародних науково-практичних конференцій. Загальний обсяг публікацій становить 9,27 д. а., з яких особисто автору належить 8,16 д. а.

Структура і обсяг дисертації. Дисертація загальним обсягом 268 сторінок друкованого тексту (основний текст розміщений на 200 сторінках) складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел з 342 найменувань на 30 сторінках, 14 додатків на 38 сторінках. Основний текст дисертації містить 26 рисунків на 22 сторінках та 18 таблиць на 17 сторінках.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ ЗВ'ЯЗКУ МІЖ МОНЕТАРНОЮ ПОЛІТИКОЮ ТА ФІНАНСОВОЮ НЕСТАБІЛЬНІСТЮ

1.1. Поняття фінансової нестабільності та його еволюція в економічній науці.

Лібералізація зовнішньоекономічних зв'язків, послаблення державного контролю за розвитком грошово-кредитних відносин, глобалізаційні процеси у фінансово-кредитній сфері посилили фінансову нестабільність і значно знизили стійкість національних і світових фінансових ринків, що негативно відобразилося на економічному зростанні і надійності функціонування фінансового сектору. Особливо актуальною дана проблема є для країн з ринками, що формуються внаслідок великої їх залежності від впливу негативних зовнішніх чинників, викликаних світовою фінансовою кризою, що проявляється в тривалій і значній рецесії. За цих умов особливої актуальності набуває проблема дослідження суті фінансової нестабільності, причин, що її породжують, а також можливих негативних наслідків з тим, щоб мати змогу оперативно реагувати на кризові процеси різними гілками влади.

Проблема фінансової нестабільності знайшла відображення у значній кількості праць відомих економістів і дослідників як за кордоном, так і в Україні. Найбільше уваги цій проблемі приділено в працях Б. Бернанке, О. Бланшарда, К. Боріо, А. Деміргук-Кунта, Б. Ейченгріна, Р. Кабалеро, Г. Кальво, Г. Камінські, Ч. Кіндлербергера, П. Кругмана, Х. Мінські, Ф. Мишкіна, М. Обстфельда, К. Рейнхарда, А. Роуза, Д. Сакса, Дж. Стігліца, А. Торнела, Р. Фергюсона, Я. Франкеля, М. Фрацшера, М. Фрідмена, А. Шварц, О. Барановського, А. Гальчинського, В. Гейця, Ж. Довгань, В. Козюка, В. Міщенко, Т. Унковської та інших. Виявленню індикаторів фінансової нестабільності присвячені дослідження співробітників МВФ, Світового банку і ряду інших міжнародних

фінансово-економічних організацій. Проте і на даний час ці проблеми залишаються актуальними і ще далекими до їх розв'язання. Передумовами початку дослідження фінансової нестабільності були посилення кризових явищ і виникнення фінансових дисбалансів, викликаних глобалізаційними процесами і значною лібералізацією руху капіталів в останній чверті ХХ ст. Помітне підвищення інтересу до дослідження фінансової нестабільності відбулося в 90-х роках ХХ ст. у зв'язку з посиленням частоти виникнення фінансових криз у різних регіонах світу і їх значними негативними наслідками як для окремих національних економік, так і в цілому для світової економіки. На національному і міжнародному рівнях розробляється цілий ряд програм, спрямованих на посилення фінансової стабільності і визначення вразливих місць фінансової системи. Міжнародні фінансові інститути (МВФ, Світовий банк, Форум фінансової нестабільності), центральні банки значної кількості держав здійснюють вдосконалення стандартів макропруденційної політики, розробляють показники і проводять аналіз ризиків фінансової нестабільності, запроваджують індикатори-передвісники фінансової нестабільності. В переважній більшості європейських країн, а також в Бразилії, Канаді, Індонезії та Австралії центральні банки офіційно звітують перед урядом і населенням про стан фінансової нестабільності. Проте ці зусилля не змогли захистити від появи нових фінансових криз, що свідчить про відсутність системного бачення як сутності фінансової нестабільності, так і механізмів, що її породжують. І станом на сьогодні досі не розроблено ефективних способів ранньої діагностики фінансових криз, запобіганню їх виникненню або, принаймні, дієвого зменшення їх негативних наслідків, про що наглядно показала світова фінансова криза 2008-2009 років.

Для вироблення методів ранньої діагностики кризових явищ і вжиття дієвих антикризових заходів, перш за все, необхідно з'ясувати сутність фінансової нестабільності, причини її виникнення та існування, різноманітність форм прояву.

В чисельній кількості досліджень зарубіжних і вітчизняних вчених більше уваги приділено термінам “фінансова стабільність” і “фінансова стійкість”. Під

фінансовою стабільністю переважно розуміється стан рівноваги у функціонуванні системи, “за якої фінансова система ефективно виконує свої ключові економічні функції, такі, як розподіл ресурсів, передавання ризиків, здійснення платежів, а також здатна робити це в разі виникнення шоків, стресових ситуацій і в періоди глибоких структурних змін” [209]. Фінансова стійкість переважно розглядається як властивість фінансової системи повертатися до рівноважного стану після припинення впливу певних негативних чинників.

В той же час окремі дослідники ототожнюють ці два поняття і розглядають їх значно ширше, не зводячи лише до стану фінансової системи. Зокрема, Т.Унковська вважає, що фінансова стабільність відображає “певну властивість усієї економічної системи, а не фінансової системи у вузькому сенсі” і під нею слід розуміти “такий стан її функціонування, коли а) вона перебуває в динамічному стані фінансової рівноваги або б) в разі екзогенних чи ендогенних шоків її відхилення від рівноваги лежить у заданих межах і вона здатна повернутися в режим фінансової рівноваги” [93, с. 22-23].

Що ж до терміну “фінансова нестабільність”, то він переважно вживається поруч із поняттями “фінансова криза”, “вразливість фінансової системи” та “системний ризик”. Дефініція терміну фінансова нестабільність тлумачиться по-різному. Плюралізм поглядів відносно фінансової нестабільності обумовлений історичним контекстом і відповідним теоретичним підходом, обраним для її інтерпретації (див. додаток А).

В зарубіжній науковій літературі фінансова нестабільність, насамперед, пов’язується із певною ситуацією, за якої “функціонування економіки потенційно погіршується коливаннями цін фінансових активів або нездатністю фінансових інститутів виконувати свої договірні зобов’язання” [207], коли “ціни на окремі ключові фінансові активи різко відхиляються від своїх фундаментальних основ, а функціонування кредитних ринків порушено, внаслідок чого агреговані видатки значно відхиляються від нормального рівня” [207]. Внаслідок фінансової нестабільності порушується чітке функціонування ключових елементів, що

складають фінансову систему і відтак остання нездатна протистояти шокам і перешкоджати їх руйнівному впливу на реальну економіку. Можна констатувати, що в даних висновках більше уваги приділяється можливим наслідкам для економіки і менше – розкриттю сутності фінансової нестабільності. Це перешкоджає осмисленню механізмів її настання, причин та можливих наслідків, що в кінцевому результаті знижує ефективність попереджувальних або антикризових заходів, що здійснюють регулюючі органи.

Класичне пояснення фінансової нестабільності здійснено відомим американським економістом І. Фішером [232], на думку якого, нестабільність сильно скорегована з макроекономічними циклами і, зокрема, з динамікою сукупної заборгованості в економіці. Нагромадження надто великої заборгованості у реальному секторі призводить до порушення рівноваги, для відновлення якої необхідно погасити дану заборгованість. Її погашення викликає скорочення депозитів і розпродаж активів за значно нижчими цінами, що, в свою чергу, призводить до скорочення темпів зростання цін і обсягів виробництва, а також до збільшення рівня безробіття і кількості банкрутств. Таким чином, основною причиною фінансової нестабільності, на думку І. Фішера, є негативна динаміка фундаментальних показників.

В той же час, будучи монетаристом і прихильником кількісної теорії грошей, І. Фішер був переконаний в нейтральності грошей у довгостроковій перспективі і в тому, що при контрольованій пропозиції грошей центральним банком можна досягти стабільності споживчих цін і, як наслідок, не допустити погіршення становища в економіці. З цим не погоджувалися такі відомі представники австрійської школи економіки, як Л. Мізес, Ф. Хайєк та Ф. Сомарі, вважаючи, що паперові гроші поза золотим стандартом створюють дисбаланс між виробництвом і споживанням та неминуче ведуть до депресії, в ході якої може бути усунено даний дисбаланс [132]. Велика диспропорція між кредитними відсотковими ставками і доходністю фондового ринку, на переконання Ф. Сомарі, є однозначним симптомом колапсу [132].

Окремі вчені-економісти, думки яких ми також поділяємо, вважають, що

фінансова нестабільність закладена у самій природі ринкових економічних відносин. На це одним із перших вказав Х. Мінські. Зокрема, у його праці “Гіпотеза фінансової нестабільності” (1977) [289] зазначено, що сучасна капіталістична економіка ендогенно породжує фінансову структуру, яка за своєю природою піддається фінансовій нестабільності. Його “гіпотеза” побудована на теорії боргової дефляції І. Фішера і механізмі поведінки інвесторів за умов невизначеності згідно Дж. М. Кейнса. В дослідженні знецінення боргу акцент зміщено на з’ясування впливу придбаних спекулятивних фінансових активів. З кейнсіанського вчення використано теорію ендогенної грошової маси, яка дозволила описати механізм створення нових фінансових інструментів у процесі посилення інвестиційної активності економічних агентів.

На основі здійсненого дослідження Х. Мінські дійшов висновку, що саме грошова маса лежить в основі механізму виникнення боргу та його виплати, адже банки постійно “зайняті” пошуком прибутку і фінансують вигідні для них інвестиційні проекти, являючись по суті “продавцями боргу”. За наявності обмеженої кількості ресурсів вони задовольняють попит фірми на гроші шляхом таких фінансових інновацій, як операції з угодами про зворотній викуп (операції РЕПО); депозитні сертифікати; євродоларові позики; сек’ютиризація (конвертування банківських позик у цінні папери, що забезпечені активами) тощо. Дані процеси, на переконання дослідника, знижують ступінь впливу грошової політики центрального банку і сприяють процесам формування ендогенної грошової маси та умовам, які породжують кризу фінансової системи.

Рівень фінансової нестабільності економіки, як вважає Х. Мінські, залежить від форм фінансування інвестицій, що обираються фірмами. Серед можливих форм фінансування ним виділяються:

1) Забезпечене фінансування (“hedge finance”). За даної форми фінансування фірми обслуговують свою заборгованість і проценти переважно за рахунок внутрішніх фінансових ресурсів (як правило, за рахунок валового доходу). Ця форма фінансування в основному здійснюється на фазі пожвавлення, коли ризики кредитоспроможних позичальників для банків є надто високими.

2) Спекулятивне фінансування (“speculative finance”). З початком економічного зростання ризику кредитоспроможності позичальників знижуються і банки збільшують зовнішнє фінансування фірм. З часом фінансовий леверидж і фінансові ризику фірм починають зростати. При збільшенні позичкових ресурсів для інвестицій власних ресурсів у фірм вистачає лише на виплату процентів по раніше отриманих кредитах. Для погашення старих кредитів фірми намагаються отримати нові. За умов “загальної ейфорії” економічного зростання банки нарощують кредитування фірм за рахунок фінансових інновацій, які дозволяють їм отримати відстрочку сплати заборгованості.

3) Понці-фінансування (“Ponzi finance”). Для фірм, що мають значну кредитну заборгованість і, відповідно, високі фінансові ризику, банки надають кредити під більш високі проценти. Обмаль власних фінансових ресурсів для обслуговування кредитної заборгованості, а також труднощі з отримання нових запозичень змушують фірми продавати свої активи, що веде до падіння цін на них і зниження інвестицій. Отримані грошові кошти спрямовуються на виплату відсотків і навіть дивідендів. Понці-фінансування переводить економіку із стадії зростання у стадію спаду. Це пов’язано як з наявністю високих фінансових ризиків зі сторони позичальників для банків, так і дефіцитом фінансових ресурсів (грошей та їх замінників) в економіці. Виникнення складнощів в обслуговуванні заборгованості у будь-якій із галузей економіки країни через фінансовий сектор відображається і на інших галузях зокрема та на економіці країни в цілому. Цим самим формуються умови для виникнення фінансової кризи. Таким чином, Х. Мінські приходять до висновку, що фінансова нестабільність є характерною рисою нормального розвитку капіталістичної економіки.

З даними висновками в цілому погоджуються і учасники міждисциплінарного симпозіуму “Фінансова криза і провали сучасної економічної науки” (А. Кірман, Д. Коландер, Г. Фельмер та інші) [328], який відбувся у Вільному університеті Берліна у 2008 р. Вони вважають, що економічній системі притаманна фінансова нестабільність, а це в тій чи іншій мірі допускає відтворення криз. Посилення фінансової нестабільності, яка

призвела до виникнення у 2008 р. світової кризи, пов'язується із фінансовими нововведеннями (деривативами) і посиленням існуючих взаємозв'язків між фінансовими ринками в усьому світі, які призвели до розповсюдження проблеми субстандартного іпотечного кредитування в американській економіці на інші фінансові системи. Саме фінансові нововведення, на їх переконання, стали причиною виникнення зв'язків між раніше не пов'язаними між собою гравцями, а сек'ютиризація призвела до втрати інформації через анонімне посередництво (часто багаторівневе) між позичальниками і кредиторами. Інформація рейтингових агентств, яку використовували покупці траншів облігацій, забезпечених борговими зобов'язаннями, була не завжди достовірною, в результаті чого у передкризові роки “стандартні моделі несплати заборгованості за позиками показали свою повну недієздатність” [307], а “цінова система спровокувала загострення складностей на фінансовому ринку” [257].

Сучасна криза, як вважають учасники симпозіуму, є повторенням заключного етапу циклу «бум-спад», який постійно повторюється в ринковій економіці. Особливостями сучасної кризи є те, що, по-перше, в основі останнього буму лежав розвиток нових фінансових продуктів, які створили додаткові інвестиційні можливості, тоді, як для більшості попередніх характерними були надлишкові капіталовкладення за рахунок використання можливостей реального інвестування, і, по-друге, посилення зв'язків у надзвичайно взаємопов'язаній світовій фінансовій системі.

В окремих дослідженнях фінансову нестабільність пов'язують з недосконалістю фінансових ринків, що генерується з асиметричністю інформації, яка доступна кредиторам і позичальникам відносно один одного на фінансових ринках [323, с. 198]. За умов недосконалості ринків відбувається зниження рівня інвестування у реальний сектор економіки і зменшення виробництва продукції, що з часом породжує шоки на фінансових ринках. В результаті цього, економіка зі стану стабільності “переходить” у нестабільний стан, який в значній мірі визначається також впливом зовнішнього (екзогенного) шоку. В умовах високої взаємозалежності фінансових ринків різних країн негативні зовнішні шоки

можуть передаватися із “хворих” країн у здорові. В теоретичній моделі Л. Кодреса і М. Пріцкера [276] асиметрія інформації розглядається як джерело виникнення ефекту інфікування при фінансовій кризі. Проте інфікування може відбутися і без існування негативних макроекономічних шоків, коли інвестори для зниження ризиків виводять кошти із країни. Подібна ситуація мала місце в азійських країнах напередодні кризи 1997 р.

Вплив асиметрії інформації, на переконання Ф. Мишкіна [292], змушує інвесторів перестраховуватись від невизначеності за рахунок підняття середньої відсоткової ставки для всіх інвестицій (як ризикових, так і безризикових). Це спричиняє витіснення “гарних” інвестиційних проектів (з низьким рівнем ризику) поганими (високоризиковими проектами) і знижує якість портфелів фінансових посередників. По мірі посилення фінансової нестабільності невизначеність від інвестицій стає все більшою, що посилює нестабільність у реальному секторі і наближує економічну систему до фінансової кризи.

Підвищення якості портфеля фінансових посередників, на переконання Ф. Мишкіна, можна досягти за рахунок зменшення несприятливого добору, що виникає внаслідок невизначеності майбутньої віддачі від інвестицій, через страхування депозитів, що матиме позитивний вплив в цілому і на стійкість фінансової системи. Проте, на нашу думку, слухним є зауваження М. Кілі [271] про те, що страхування вкладів посилюватиме ризик безвідповідальної поведінки (“moral hazard”) і сприятиме зростанню ризиків, які братимуть на себе фінансові посередники, адже вони матимуть змогу отримувати гроші за безризиковою ставкою (за ставкою застрахованих депозитів) та інвестувати їх у високоризикові проекти, що підвищуватиме вразливість фінансової системи від можливих шоків.

Серед сучасних зарубіжних авторів, які розглядають термін “фінансова нестабільність”, слід виділити С. Шрьодера [319], Я. Крегеля [278], О. Аспечса, Ч. Гудхарта, Д. Цомокоса, Л. Зіччіно [146]. Переважно дані економісти під фінансовою нестабільністю вбачають виняткову подію, яка проявляється, внаслідок екзогенних шоків, недосконалості ринків і цінової нестабільності.

На основі проведеного аналізу різноманітних поглядів щодо суті і причин

фінансової нестабільності ми прийшли до висновку, що фінансова нестабільність проявляється в змінах у функціонуванні фінансової системи та її відхиленнях від стану динамічної ринкової рівноваги, які знижують ефективність виконання її ключових економічних функцій, таких, як розподіл ресурсів, передавання ризиків, здійснення платежів та послаблюють здатність протистояти руйнівному впливу внутрішніх і зовнішніх шоків на економічну активність. Найвищою формою прояву фінансової нестабільності виступає криза.

В науковій економічній літературі чітко виражені три підходи до визначення сутності кризи:

1) криза як значна проблема з негативними наслідками (явище в ринковому господарстві, яке виражається у надвиробництві товарів, що не знаходять збуту, і в погіршенні всіх економічних показників [102]);

2) криза як природній процес у життєдіяльності системи (криза як фаза життєвого циклу будь-якої системи, у тому числі фінансової (банківської), що є важливим елементом саморегулювання) [4, с. 38]; форма розвитку економіки, в ході якої усуваються застарілі техніка і технологія, організація виробництва і праці, відкривається простір до зростання й утвердження нового [130; 131];

3) криза як порушення рівноваги соціально-економічної системи (граничне загострення протиріччя у соціально-економічній системі, що загрожує її життєстійкості в повномасштабному середовищі) [79].

Теорії криз, залежно від підходу до визначення їх сутності, по-різному трактують їх виникнення, взаємозв'язок і взаємозалежність окремих їх різновидів. Враховуючи предмет нашого дослідження, ми приділимо більше уваги саме фінансовій кризі. Одними із перших, хто досліджував проблеми фінансової кризи, були Дж. Гейер і М. Моль. На їх тверде переконання, кризи створюються зайвою свободою банківської справи і надто слабким контролем над банківськими операціями. Саме через свободу банки “зариваються” і сприяють посиленню спекуляцій внаслідок створення фіктивного багатства у вигляді незабезпечених банкових білетів, що сприяє виникненню криз [87].

Бельгійський економіст Еміль де-Лавеле переконаний, що економічні кризи

зумовлюються умовами грошового обігу і розвитку кредиту, а саме спільною дією таких трьох чинників: 1) поширенням кредиту в його різних формах; 2) переповненням ринку строковими угодами і зобов'язаннями різного роду; 3) розладом торговельного балансу внаслідок відпливу значної кількості золота за кордон. Через зростання товарних цін продаж товарів ускладнюється. Торговельний баланс стає все менш сприятливим для країни внаслідок витоку золота за кордон на сплату за товари, оскільки експорт не покриває імпорт. Посилюється експансія облікових операцій через відновлення торговцями векселів в банках по закінченні строків їх сплати, оскільки сплачувати за імпорт товарами стає все менш вигідно. Настання строків оплати веде до різкого падіння цін, банкрутства банків і торговців, і початку економічної кризи.

Англійський учений Дж. Мілль пояснював виникнення економічних криз життєвим циклом кредиту, вважаючи, що він лежить в основі циклу економіки. На початковому циклі після закінчення кризи і паніки на грошовому ринку дисконтний відсоток низький, а позиковий ринок переповнений капіталами (власники капіталу поміщають його в банк, а позичальники не бажають робити позики для розширення своїх операцій). На середньому циклі ціни і прибуток підвищуються, торговельні обороти зростають і оживає кредит. Посилення впевненості у міцному становищі економіки прискорює надходження прибутку в оборот, що поступово переповнює звичайні канали обігу і відбувається пошук нових шляхів для їх вигідного розміщення. На завершальному (спекулятивному) циклі кредит, як і ціни, зростають, що веде до кризи. Значне зростання цін на товари веде до того, що вони втрачають конкурентоспроможність у порівнянні з іноземними товарами і перестають продаватися. Переповнення ринку товарами призводить до зниження цін, а потреба у кредитах – до реалізації всіх форм довгострокового кредиту (облігацій, векселів тощо) і акцій. Це швидко знижує їх ціну і розорює кредиторів.

Множинність причин і величезні масштаби втрат дозволяють класифікувати кризи як складне багатofакторне явище, яке вимагає системного підходу до його аналізу і попередження. Тому теорія криз у жодному разі не

може досліджувати лише окремі групи явищ в економіці, на що вказував відомий український економіст М. Туган-Барановський у своїй праці “Промислові кризи в Англії, їх періодичність та вплив на народне життя” (1894 р.). Ним була створена теорія економічних криз, яка розкрила закономірності циклічності системної економічної динаміки, пов’язаної з періодичністю промислових криз як чинника, що впливає на соціальну сферу економіки і вказала на можливість їх подолання завдяки активізації інвестиційної та соціальної політики. Саме М.Туган-Барановський вперше дійшов висновку, що загальноекономічна криза починається з фінансової [91]. З часом до подібної думки прийшов і засновник новоавстрійської школи в економічній науці Л. фон Мізес також вважав, що економічна криза одночасно є і кризою системи державних фінансів, яка не може бути розв’язана без певного перегляду складу державних операцій [50]. Таким чином, вихідним при визначенні сутності фінансової кризи повинно бути розуміння, що це один із різновидів кризи як суспільного явища.

В дослідженнях сучасних економістів криза розглядається з двох протилежних позицій: одні тлумачать її як різкий перелом у розвитку подій, складний перехідний стан або гостре ускладнення [204, с. 18-20], [205]; інші ж пов’язують кризу з процесами оздоровлення, відновлення і подальшого розвитку [68]. Існують точки зору, що фінансова криза – це “різке” зменшення вартості будь-яких фінансових інструментів [97], глибокий “розлад фінансової системи” держави [24, с. 525], що, на наш погляд, вимагають певного уточнення, оскільки фінансова криза не тільки зменшує вартість фінансових інструментів, а й може охоплювати крім інститутів фінансової системи й інші установи фінансового сектору. Фінансова криза може проявлятися одночасно в усіх або окремих сегментах фінансового сектору як у масштабах певної країни, так і на міжнародному рівні. Зокрема, на це звертають увагу П. Трунін і М. Каменських, вважаючи, що “всі епізоди серйозної фінансової нестабільності” (іншими словами, фінансової кризи – І.Ч.), уклалися у три основні типи: банківські кризи, валютні кризи і кризи на фінансових ринках (у тому числі кризи

державних фінансів) [53, с. 5]. Банківську кризу вони пов'язують із нездатністю ряду банків виконувати свої зобов'язання, валютну – з девальвацією національної валюти внаслідок спекулятивної атаки на неї, продажем золотовалютних резервів і значним підвищенням відсоткових ставок, а кризу на фінансовому ринку – із збільшенням валютних цін на фінансові активи або їх падінням [53, с. 5].

На переконання сучасних дослідників, зокрема, Б. Ейченгріна [219, с. 6], глобальні дестабілізації породжуються чотирма взаємодоповнюючими причинами: нестабільністю макроекономічної політики; крихкою фінансовою системою; інституціональною слабкістю; імперфекціями глобальних ринків капіталу. При цьому домінуючим чинником в посиленні нестабільності вважається проведення експансивної монетарної та фіскальної політики, які несумісні з валютно-курсними пріоритетами. Намагання урядів спонукати банки до придбання боргових інструментів, за допомогою яких фінансується значний бюджетний дефіцит, ведуть до виникнення банківських криз. Вразливість фінансової системи посилюється через неспівпадання валютної структури активів та пасивів у фінансовому секторі в сукупності з реальним, переобтяженість короткостроковими зовнішніми борговими зобов'язаннями, надмірну ризикову поведінку окремих фінансових установ на ринку і надання ними викривленої інформації регуляторам. Імперфекції глобальних ринків капіталу, викликані асиметрією інформації, стадною поведінкою, поширенням фінансових інфекцій, можуть вразити кризою країну, яка не має для цього підстав. Опосередкованою причиною таких імперфекцій є неспроможність позичати у власній валюті на тривалий термін та під низькі проценти.

Проте, як вважає В. Козюк [36, с. 275], ці функціональні причини, виділені Б. Ейченгріном, залишаються актуальними для країн, які не здійснили реформи у сфері пріоритетів та інструментів макроекономічної політики, інституціонального захисту незалежності центральних банків, посилення інституціональної стійкості фінансових інституцій, лібералізації фінансових систем, валютно-курсних режимів тощо. Для країн, які провели згадані реформи,

дані причини нестабільності послабили свій вплив, проте зросло значення фінансових факторів нестабільності. Подібної думки дотримуються К. Боріо, В. Інгліш та Е. Філардо, вважаючи, що основним джерелом макроекономічних негараздів виступають піднесення та спади цін на активи, внутрішнього кредиту та інвестування, а монетарні фактори нестабільності на національному рівні поступово знімаються [168].

Найчастіше фінансова криза проявляється у формі банківської кризи. Сучасна світова економічна наука і практика розрізняє три основні типи банківських криз і конкретні форми її прояву. Першим типом є криза на мікроекономічному рівні, яка проявляється через банкрутство певної кількості банків, але не поширюється на всю банківську систему і не викликає великомасштабного спаду в реальному секторі економіки. Збанкрутілі комерційні банки, як правило, підлягають націоналізації та реструктуризації, але це не справляє помітного дестабілізуючого впливу на бюджетний сектор та зростання інфляції. Другий тип банківських криз – це ситуація, за якої криза поширюється на макроекономічний рівень і веде до значно більших втрат та руйнівних наслідків. Її подолання передбачає націоналізацію значної частини банківського сектору, а витрати держави на його реструктуризацію помітно впливають на уповільнення темпів економічного розвитку країни. Криза третього типу веде до повномасштабної бюджетної дестабілізації, високої інфляції, демонетизації економіки, стрімкого падіння фінансових індикаторів та поширюється на всю економічну систему [128, с. 23-24].

Серед конкретних форм прояву банківської кризи розрізняють: латентну, відкриту і системну. Латентна форма кризи (“бенк дістрес”) – це ситуація, за якої значна частина банківських установ неспроможна у повній мірі виконувати свої зобов’язання, але продовжує функціонувати. За відкритої форми кризи (“бенк ранс”) відбуваються ланцюгові банкрутства банків, викликані панікою вкладників, що масово вилучають із них депозити. Ознакою настання відкритої форми кризи є припинення банками видачі депозитів на вимогу вкладників. Системна форма кризи – це ситуація, за якої більшість банків неспроможна

виконувати свої основні функції: не в змозі виконувати умови контрактів, укладених з вкладниками, через невиконання зобов'язань позичальниками або в результаті знецінення банківських активів. Ознакою настання системної кризи є припинення платежів за внесками значною кількістю банків [128, с. 24].

За ступенем поширення кризи поділяються на локальні або часткові (охоплює окремі сектори банківської системи або регіони всередині країни) і глобальні (поширення кризи на банківські системи кількох країн одночасно).

Поряд з дослідженням сутності і форм прояву фінансової кризи робляться спроби визначити індикатори, за допомогою яких можна було б передбачати їх настання. Підвищена зацікавленість у багатьох дослідників до виявлення таких показників проявилася з 1990-х років, коли світова економіка зіткнулась із цілим рядом подібних криз. У працях чисельної кількості дослідників з проблем фінансової нестабільності досягнуто помітного прогресу у розумінні механізмів фінансової дестабілізації, каналів її поширення і системи індикаторів для її оцінки. Проте і дотепер ще не розроблено дієвих способів ранньої діагностики і запобігання фінансовим кризам, скороченню їх руйнівних наслідків, про що свідчить остання світова фінансова криза.

Більш детальний аналіз запропонованих індикаторів-передвісників настання фінансової кризи та їх дієвість для країн з різним рівнем економічного розвитку зроблено дисертантом у статті “Моніторинг фінансової нестабільності: основні моделі та індикатори-передвісники фінансових криз” [110]. В результаті дослідження ми прийшли до висновку, що їх використання дозволяє пом'якшити рівень фінансової нестабільності і руйнівні наслідки кризи, передбачити можливість їх початку, проте вказати точну дату або запобігти її настанню неможливо. Такої ж думки притримується значна кількість науковців. Зокрема, О. Барановський вказує: “... доводиться констатувати, що й застосовані сьогодні методології прогнозування кризових явищ, хоча в цілому корисні і певним чином підвищують точність передбачення кризи, але на більше поки що претендувати не можуть. ...ні представники економічної теорії, яка повноцінно описує рівноважні ситуації, ні сучасні аналітики і прогнозисти з їх численними

емпіричними дослідженнями, котрі позбавлені можливості здійснення економетричного аналізу великої кількості ендогенних та екзогенних змінних, які впливають на виникнення криз, але не піддаються формалізації, не в змозі належним чином обґрунтувати процеси, що зумовлюють перехід національних економік і фінансових систем з одного рівноважного стану в інший” [4, с. 23].

На основі проведеного дослідження поглядів представників класичної економічної школи і сучасних економістів, які досліджують фінансову нестабільність, можна дійти до висновку, що фінансові кризи є невід’ємною складовою ринкової економіки, а їх виникнення пов’язане з дією об’єктивних і суб’єктивних чинників. Фінансові кризи є як наслідком нагромадження структурних диспропорцій в економіці, що утворюються у періоди зміни технологічних циклів та радикальної перебудови інституціональних засад діючих господарських механізмів [13, с. 81-82], так і реакцією на ірраціональну поведінку людини, породжену пристрастю до наживи, яка керує її психікою, що виключає будь-яке раціональне пояснення [30, с. 81-82]. Як зауважує Ч.Кіндлербергер [272], у періоди спекулятивної лихоманки на ринках фінансових активів відбувається підвищення їх ціни до рівня, який не має відношення до фундаментальних факторів, що лежить в основі цих активів. І саме фінансова криза 2008-2009 рр., на думку О. Шарова, “була спровокована “моральним ризиком” (“moral hazard”) або “ризиком безвідповідальності”, який вважається багатьма економістами справжньою причиною появи “фінансових бульбашок” у галузі споживчого кредитування і торгівлі деривативами” [133, с. 19].

Особливостями світової фінансової кризи 2008-2009 рр. є те, що вона є системною, глобальною і найбільш руйнівною за весь післявоєнний період. На це звертають увагу ряд відомих вчених-економістів та практиків. За словами головного економіста МВФ О. Бленчарда, вона “є найгіршою кризою за останні 60 років, яка поставила світ на межу фінансової катастрофи” [161]. Дана криза є універсальною і має не лише валютно-фінансову або банківську природу, а й пов’язана з економічною системою [63, с. 37] і вона “проявилася як заключний етап циклу “бум - спад” [97, с. 24]. Її відмінні ознаки від інших криз полягають в

тому, що, по-перше, у великій мірі основою попереднього буму став розвиток нових фінансових продуктів, які створили додаткові інвестиційні можливості (більшість попередніх криз були результатом надмірних капітальних вкладень у процесі використання можливостей реального інвестування) і, по-друге, глобальний масштаб кризи, викликаний посиленням зв'язків у надзвичайно взаємопов'язаній фінансовій системі [97, с. 24].

На наше переконання, в подальшому фінансова нестабільність матиме тенденцію до посилення як в глобальному, так і в національних масштабах, через наявність існування фінансової турбулентності в так звану епоху турбулентності. Термін «епоха турбулентності» вперше був запропонований Дж. Н. Розенау [78] в 1990-х роках для позначення періоду в історії людства, який розпочався після Другої світової війни і для якого характерними є посилення хаосу, невизначеності та непередбачуваності змін у різних сферах суспільного життя. В умовах турбулентності найменші коливання можуть сприйматися як надзвичайні, а очікування можуть не справджуватися або справджуватися в меншій мірі.

В технічних науках під турбуленцією розуміється вихровий, неупорядкований рух частинок рідини або газу. В більш загальному сенсі турбулентність проявляється у впливі на систему, джерело якого найчастіше неформалізоване або має непряму дію. Саме тому турбулентність є небезпечною: її важко передбачити, ще важче від неї захиститися і вкрай важко з нею впоратися або обернути на власну користь.

Одним із джерел турбулентності виступає світ навколо нас, що економісти називають «зовнішнім середовищем» або «зовнішніми факторами». В сучасних умовах зовнішнє середовище характеризується високим рівнем складності і динамізму, а будь-яка подія, найменші коливання можуть сприйматися як надзвичайні і стати причиною посилення напруженості, яка швидко і несподівано відчувається у внутрішньому середовищі внаслідок масштабної глобальної взаємозалежності. Характерною особливістю турбулентності в економіці є її довгострокова залежність від певних подій: кожна подія, незалежно від її віддаленості у просторі і часі, відображається у всіх інших подіях.

Характерною рисою турбулентності є параметричні зміни, які виникають тоді, коли складність і динамізм параметрів досягають рівня, за якого існуючі правила управління більше не служать стримуванню поведінки і наслідків, а хід подій стає турбулентним. В умовах посилення глобалізаційних процесів відбуваються суттєві зміни в економічних системах. Під впливом різноманітних аномалій і зрушень в структурі складових елементів ринків і фінансової системи, в тому числі і за рахунок виникнення нових елементів, вони переходять в стан тривалої нерівноваги. Невизначеність стає їх головною рисою, а раніше існуючі закономірності зникають. На фінансових ринках посилюється концентрація нестійкості, в тому числі через інформаційний вплив. Великі новини викликають великі зміни на ринку, що концентруються на малих відрізках часу і значно посилюють нестабільність і ризикованість у їх функціонуванні.

Таким чином, можна зробити висновки, що фінансова нестабільність притаманна ринковій економічній системі і в певній мірі допускає відтворення криз. Фінансові кризи є невід'ємною складовою ринкової економіки, а їх виникнення пов'язане з дією об'єктивних і суб'єктивних чинників ендогенного та екзогенного походження, які ведуть до виходу фінансової системи зі стану динамічної ринкової рівноваги. Посилення фінансової нестабільності і виникнення фінансових криз, незалежно від причин, що їх породжують і сфери виникнення, негативно впливають на всі сфери людської життєдіяльності. Зокрема, світова фінансова криза 2008-2009 рр., що розпочалась з іпотечної кризи у США, призвела до фінансової дестабілізації на різних рівнях – на рівні банків, фірм, галузей, ринків, національних економік і світової фінансової системи загалом. Послаблення фінансової нестабільності неможливо досягти лише за допомогою заходів монетарної політики, що вимагає її координації з фінансовою політикою. По мірі посилення глобалізаційних процесів фінансова нестабільність та її негативний вплив матиме тенденцію до посилення, що вимагає подальшого дослідження даних проблем з тим, щоб виробляти і здійснювати ефективні антикризові заходи як на рівні національних економік, так і в масштабах всього світового господарства.

1.2. Взаємозв'язок монетарної політики та фінансової нестабільності в теоретико-методологічній перспективі

Впродовж тривалого періоду часу об'єктом пильного наукового аналізу залишається проблема взаємозв'язку між монетарною політикою та фінансовою стабільністю. Умовно її можна поділити на декілька складових: як монетарна політика впливає на загальну тенденцію до підтримання фінансової стабільності; як повинен забезпечувати фінансову стабільність центральний банк і чи повинен він нести за неї відповідальність взагалі; якою повинна бути поведінка центрального банку у випадку, коли фінансова стабільність похитнулась.

Під час розвитку монетарної теорії відповіді на ці питання були достатньо різними, що, на нашу думку, слід пов'язувати із відмінностями в теоретичних позиціях, гносеологічних засадах аналізу, а також історичному досвіді, який виступав емпіричною картиною для забезпечення тих чи інших макротеоретичних аргументів. Однак, необхідно визнати, що сам факт виникнення та розвитку центральних банків в ранній період свого існування багато в чому пов'язувався саме із проблемою фінансової стабільності.

Так, у ХІХ ст. в дискусіях щодо централізації емісійної діяльності основний акцент зводився до необхідності забезпечення стабільності товарних цін. Водночас, як тільки банки розпочали депозитну діяльність, соціальна ціна дестабілізації у сфері фінансово-банківської діяльності різко підвищилась. Звідси виникло питання, наскільки система приватно-банківської, або децентралізованої, емісії відповідальна за фінансові кризи, що ставали дедалі глибшими. Так, В. Сміт наводить дискусію між представниками банківської школи та кількісної теорії щодо етимології зв'язку між моделлю грошової емісії та фінансовою стабільністю. Перші наголошують на тому, що відповідальність окремих інституцій за розмінність банкнот власної емісії на золото унеможливорює надмірну емісію, а обмеженість металевого запасу окремого банку є природним утримувачем кредитної експансії. Оскільки багатосторонній кліринг має вмонтовані елементи контролю за кредитною експансією на колективному рівні,

то представниками банківської школи робиться висновок про те, що система приватно-банківської емісії не може призводити до суттєвих дестабілізацій у сфері кредиту і товарних цін. Проте цю думку заперечують представники кількісної теорії, констатуючи, що на колективному рівні не існує системи контролю за поведінкою банка-експансіоніста. Через систему конкуренції між банківськими інституціями надмірна емісія платіжних засобів одним банком веде до над-емісії усієї системи. Отже, централізація емісійної діяльності у вигляді імплементації принципів функціонування центрального банку та золотого стандарту буде гарантувати від негативних наслідків фінансових криз [82].

Криза в Англії у 1888 р. продемонструвала унікальну спроможність центральних банків виконувати роль кредитора останньої інстанції. Оскільки платіжна сила їхніх банкнот наділялась імперативним статусом, а обмеження золотого стандарту на паперову емісію могли тимчасово скасовуватись, то це перетворювало центробанк в інституцію з абсолютною ліквідністю.

Використання принципу абсолютної ліквідності для врегулювання фінансової паніки та відновлення довіри до фінансових установ пов'язано з іменем У. Бейджхота. Він запропонував та теоретично описав, як використання необмеженого доступу до кредиту центрального банку може компенсувати брак ліквідності на фінансовому ринку, наділити фінансові інституції платоспроможністю і, у такий спосіб, подолати фінансовий колапс. В даному випадку зміст ролі кредитування останньої інстанції зводиться до того, що у випадку фінансової паніки та втрати ліквідності і платоспроможності у фінансовій системі, жодна приватна фінансова установа неспроможна отримати кредит з того самого рівня, на якому перебуває сама. Так, за умов фінансової паніки та невизначеності фізична спроможність та психологічна готовність позичати різко падають. Центральний банк за своїм змістом є установою зовсім іншого плану. Оскільки він створює офіційну ліквідність і його платіжні засоби мають законний статус, то його спроможність збільшити грошову пропозицію в будь-який момент часу нічим не обмежена, окрім запасу монетарного золота, попит на який можна обмежити через тимчасові обмеження з розмінності

банкнот. Відновлення довіри на фінансових ринках дозволить центральному банку повернутись до попереднього режиму роботи через зменшення свого балансу та зниження тиску на золоті резерви.

Банківська криза, яка відбулась у США в 1907 році, також продемонструвала необхідність реформ, які могли б забезпечити стабільність цін, довіру до фінансової системи та еластичність готівкової пропозиції. Зважаючи на потреби у реформах грошового обігу та європейському досвіді щодо їх ефективного впровадження, централізація емісійної діяльності була достатнім аргументом на користь створення ФРС у 1913 р. Вважаємо, що специфіка її організаційної структури та формальна модель власності відображають, що фінансові завдання ФРС згідно задуму її засновків були не менш пріоритетними, ніж макроекономічні, а під цільовою установкою на забезпечення еластичного функціонування готівкового обігу розумілось забезпечення фінансової стабільності банківської системи із ліберальною схемою регулювання [335].

У міжвоєнний період дискусії про взаємозв'язок між фінансовою стабільністю та монетарною політикою посилились. По-перше, асиметричне функціонування системи міжнародного золотого стандарту у різних країнах привносило викривлення в потоки капіталів і процентні ставки. По-друге, у 1930-х роках під впливом дискусій між Дж. М. Кейнсом та Ф. Хаєком з приводу Великої Депресії базове бачення ролі монетарної політики в макроекономічних процесах почало розпадатись на кейнсіанський та австрійський табори.

Так, згідно Кейнса, монетарна політика сама по собі не генерує фінансову нестабільність. Обвал фінансової системи 1929-1933 рр. напряму не пов'язується із монетарними причинами, а розглядається як закономірне явище пристосування вартості фінансового багатства до очікуваних обсягів реального випуску. Спроможність стабілізувати економіку, в якій бракує ефективного попиту, також видається доволі сумнівною через наявність пастки ліквідності. Говорячи про основні джерела саме фінансової нестабільності, Кейнс звернув увагу на проблему поведінки економічних агентів, зауважуючи наявність тваринного духу (*animal spirit*), що не являє просто прояв конкуренції, а відображає більш

агресивне прагнення багатства, яке має ірраціональне коріння [33]. На думку ж Хаєка, проблема фінансової нестабільності знаходиться у площині неефективної монетарної політики та самої ринкової економіки, в якій різні галузі мають відмінну за тривалістю структуру капіталу. Економічні агенти, що належать до різних галузей, проте пов'язані спільним виробничим ланцюгом, можуть по-різному інтерпретувати сигнали попиту на блага, що ними виробляються, збільшуючи попит на капітальні інвестиції. Тобто вірогідність некоректного сприйняття та завищених оцінок майбутнього цілком допускається. Якщо рівень процентних ставок буде достатньо високим, спроможність нагромаджувати борги для фінансування інвестицій, викликаних помилковими оцінками майбутнього, виявиться низькою. В економіці не сформується надмірний рівень лівереджу і пристосування до нових рівноважних умов не супроводжуватиметься значними потрясіннями. А у випадку, якщо рівень процентних ставок виявиться достатньо низьким, економічні агенти збільшать попит на капітальні блага, рівень лівереджу в економіці зросте. Як результат, пристосування до нових рівноважних умов буде більш болісним, оскільки економіка перебуватиме в стані нагромадження значного рівня заборгованості. Запуск процесу «делівереджинга», тобто зменшення рівня заборгованості приватного сектору, призводить до економічної стагнації. Найбільшою проблемою в цій схемі, згідно австрійської школи, є неконтрольована система грошової пропозиції, яка веде до заниження процентних ставок в окремі періоди, заохочуючи циклічні коливання. На думку представників даної школи, саме монетарна політика несе відповідальність за кредитний цикл та цикл утворення заборгованості у приватному секторі.

Ще до виходу «Загальної теорії...» у 1936 р. монетарні аспекти фінансової нестабільності були продемонстровані І.Фішером у так званій теорії дефляції боргів - знижувальні зміни рівня цін призводять до різкого підвищення номінального виразу боргових зобов'язань, внаслідок чого спочатку ліквідність, а згодом і платоспроможність в економіці різко падають. Це означає, що в економіці з розвинутим фінансовим сектором зміни в монетарній політиці призводять до зміни в добробуті економічних агентів, що передається усій

економіці. Із коливаннями рівня інфляції/дефляції також слід пов'язувати ділові цикли, походження яких забезпечується фінансовим сектором [232].

Більш радикальний погляд Кейнса на сукупний попит і спроможність централізованого впливу на його рівень з метою стабілізації економіки разом із більш ефектною формалізацією його підходу Дж. Хіксом в рамках моделі IS-LM заклали базову основу макроекономічної теорії, в якій фінансовий сектор та проблема фінансової нестабільності випали за межі аналітичних моделей [258]. Сама логіка моделі IS-LM вказує на те, що в економіці існують тільки реальні та грошові шоки, до яких економіка пристосовується через процентні ставки та обсяги випуску. Ця модель допускає наявність пастки ліквідності, а також те, що інвестиції та заощадження врівноважуються за допомогою процентних ставок, а змінні є реальними, а не номінальними величинами. Модель суттєво спрощує розуміння Кейнсом багатьох макроекономічних проблем, вона швидко перетворилась на базовий аналітичний апарат повоєнної макроекономіки і, якщо не брати до уваги критику монетаристів та представників нової класичної теорії, залишалась ним без змін аж до початку 2000-х років, доки самі кейнсіанці не запропонували внести новації в інтерпретацію монетарної складової.

Щодо ж до австрійців, то одним із перших, хто звернув увагу на те, що відсутність «правил гри» довоєнного міжнародного золотого стандарту тільки погіршує ситуацію в стосунках між розвинутими країнами, був Ф. Хаєк. Він стверджував, що у випадку, коли різні країни по-різному дотримуються «правил гри» золотого стандарту, в кожній з них з'являються відмінні можливості у сфері незабезпеченої грошової пропозиції. Відтак порушується система цінової стабільності: одні країни опиняються в стані експансії за умов занижених ставок, інші – навпаки. Разом з тим, порушення в «правилах гри» призводять і до погіршення фінансової стабільності. Так, занижені ставки в одних країнах означатимуть роздування кредиту та спекуляції на ринках інших. В підсумку, це породжуватиме ще більше захисних дій з боку національних урядів і ще більше руйнуватиме основи фінансової стабільності [255].

В світлі глобальної фінансової кризи повернення до дискусії між

Дж. М. Кейнсом та Ф. Хаєком, на думку В. Вайта, є актуальним. На наше переконання, особливої уваги заслуговують певні висновки з приводу даної дискусії. По-перше, макроекономіка повинна враховувати складні та нелінійні зв'язки між реальним та фінансовим сектором і те, що монетарна політика далеко не завжди передбачувано впливає на них. По-друге, кейнсіанський аналіз є короткостроковим, а зосередженість на стабілізації номінального ВВП та зайнятості не виключає внесення в економіку таких додаткових спотворень, як боргові кризи. Австрійський же тип аналізу є довгостроковим і враховує динамічне оновлення економіки, в якій важливу роль відіграє фінансовий сектор, навіть якщо він і вносить в економіку ендегенну нестабільність. По-третє, циклічні коливання викликаються не лише відхиленням сукупного попиту від рівноважної траєкторії випуску, а й фінансовим сектором. Коливання вартості активів, кредитний цикл, цикл утворення заборгованості у приватному секторі є навіть більш важливими, аніж макроекономічна політика, обмежена рамковими умовами вибору між альтернативами безробіття та інфляції. По-четверте, економіці властивий певний рівень нестабільності, а тому пристосування до шоку є болісною, але необхідною процедурою, яка передбачає відновлення більш ефективної алокації ресурсів, порівняно з тою, яка сформувалась напередодні кризи і була викривлена під дією низьких процентних ставок, експансії кредиту та лівереджу [338; 339].

Варто зазначити, що кейнсіанська позиція щодо нехтування фінансовим сектором була піддана критиці ще М. Фрідменом, який вважав неактуальною модель економіки, в якій інфляція протиставляється безробіттю. На його думку, з розвитком фінансового сектора кейнсіанський підхід не може бути надійним дороговказом для практичної макрополітики, оскільки зростаюче значення фінансового посередництва суттєво ускладнює модель економіки і, що саме головне, робить її більш невизначеною для розробників економічної політики. М. Фрідмен запропонував альтернативу - «грошове правило», яке повинне компенсувати надмірний активізм у реалізації макрополітики і допустити коливання процентних ставок [100; 101].

Попри те, що самим М.Фрідменом не робилося особливого наголосу на специфічній монетаристській версії фінансових потрясінь, все ж окремі питання такого аналізу, на його думку, можуть бути дотичними до проблеми фінансової стабільності. По-перше, емпіричний аналіз залежності між кількістю грошей в обігу та іншими змінними хоч і акцентував увагу на інфляції, але вже у «Монетарній історії Сполучених Штатів» було показано, як кількість грошей впливає на фінансові ринки. Різкі рухи у сфері грошової пропозиції впливають на стан кредиту та вартість активів і випадок Великої Депресії це добре ілюструє [240]. По-друге, введення лагів та принципу «чорної скрині» спиралось на припущення, що саме розвиток фінансового сектора унеможливорює пряме спостереження за зв'язком між обсягами грошової маси та інфляцією [238; 239; 241]. По-третє, в рамках моделі Брюннера-Мельтцера принцип зв'язку між цінами і змінами у грошовій пропозиції поширюється і на вартість активів [176], введення яких у структуру аналізу дозволило розширити уявлення про роль монетарної політики в генеруванні фінансових флуктуацій.

Відхід від ортодоксальної кейнсіанської макромоделі був реалізований і у працях окремих посткейнсіанців. Постановка питання про ендогенні та екзогенні гроші була покликана чітко продемонструвати, що кредитна експансія генерується не на боці грошової пропозиції, а на боці попиту економічних агентів. Іншими словами, не депозити створюють кредити, як це передбачає монетаристська теорія грошової пропозиції, а кредити створюють депозити. На нашу думку, зміна уявлення про структуру монетарних процесів в посткейнсіанській традиції напряму пов'язана із тим, що фінансове посередництво перетворюється на об'єкт аналізу. Звідси фінансова стабільність чи нестабільність не можуть бути виведені виключно з флуктуацій грошової пропозиції. Фінансовий сектор є самостійним елементом в системі грошової пропозиції, а процес грошової мультиплікації залежить від стадії ділового циклу економіки. Також модель ендогенних грошей продемонструвала, що грошова маса пристосовується до рівня ділової активності. Саме наявність фінансового сектора робить гроші ендогенними, а не екзогенними [267; 268; 299].

Незважаючи на те, що посткейнсіанська версія макроекономіки суттєво наблизила її до реальності, порівняно із версією Хікса-Хансена, вважаємо, що значний акцент на ендогенності грошей скоріше виглядає так, щоб заперечити монетаристську тезу про обумовленість зміни інфляції зміною рівня грошової маси і тим самим послабити аргументи на користь політики таргетування грошових агрегатів як такої, що не ґрунтується на теоретичних підходах до зміни ролі грошей у фінансовій економіці. Так, в моделі ендогенних грошей будь-який фінансовий стрес призводить до зменшення грошової маси і, відповідно, зниження рівня ділової активності. Однак, експансія кредиту та зростання вартості активів як прояви надмірної грошової пропозиції, безвідносно до того, чи гроші є ендогенні, чи екзогенні, не розглядаються в контексті потенційних дестабілізуючих наслідків для економіки та фінансової системи. Такий висновок ми можемо зробити, виходячи із прямого ствердження Н. Калдора про те, що наявна грошова маса в економіці з кредитними грошми є відображенням рівно тієї суми номінальних платіжних засобів, яку хочуть мати економічні агенти в даний час [268]. Подібне твердження явно суперечить тому, що центральний банк може впливати на зміни в грошовій пропозиції, а флуктуації грошової маси можуть викликати фінансові шоки, як це передбачає модель Брюннера-Мельтцера.

Дана прогалина була заповнена Ч. Кіндлбергером та Х. Мінскі. Перший з них запропонував канонічну модель фінансової кризи, яка обов'язково містить спекулятивну складову, а особливо небезпечною, на думку Ч. Кіндлбергера, такі кризи робить те, що спекуляції здійснюються у борг [273]. Х. Мінскі висунув гіпотезу «фінансової крихкості», відштовхуючись від того, що економічні агенти можуть обирати три варіанти фінансування своєї бізнес-діяльності (хеджоване, спекулятивне, Понці-фінансування). Концентрація в часі кожного з видів фінансування матиме різні наслідки для фінансової стабільності. Так, підвищення частки спекулятивного та Понці-фінансування у реальному та фінансовому секторі завжди передує фінансовим стресам [290]. І Ч. Кіндлбергер, і Х. Мінскі відзначають, що саме із такими похідними діяльності центробанків, як ліквідність та процентні ставки, слід пов'язувати поштовхи до фінансової нестабільності, а

прогалини у монетарному регулюванні заохочують прояви та поглиблюють ендогенну фінансову нестабільність.

Розвиток мейнстріму монетарної теорії у 1990-х роках продемонстрував підвищення актуальності досліджень проблеми фінансової нестабільності. Академічна наука, спираючись на набір емпіричних фактів стосовно перебігу гіперінфляційних криз в Латинській Америці, реверсів курсу долара внаслідок реалізації асиметрично жорстких політик в США, Європі і Японії у 1985-1987 рр. та кризи європейської валютної системи 1991-1992 рр., зробила висновки, що неефективна монетарна політика, яка неспроможна забезпечити стабільність цін, та центральний банк, що не користується довірою, породжують фінансові дестабілізації через канали підвищення процентних ставок, коливання курсу національної валюти, вплив капіталу та спекуляції. Яскраво виражений зв'язок між загальною макроекономічною нестабільністю та монетарною політикою, що реалізується в середовищі конфлікту цілей, став провідним серед досліджень у монетарній теорії. Поворотним пунктом в еволюції центральних банків стали відхід від протиставлення інфляції безробіттю, пошуки інституціонального забезпечення незалежності монетарних органів, транспарентність їхньої діяльності та завоювання довіри до політики, що ними здійснюється [233].

Рядом економістів було запропоновано компромісний концепт таргетування інфляції, що інтегрував елементи теорії раціональних очікувань та неокейнсіанське розуміння необхідності побудови економічної політики на принципах стабілізації відхилення ВВП від потенційного значення [306]. Основними принципами таргетування інфляції є: пріоритетним завданням центрального банку є забезпечення цінової стабільності, під яким розуміється коливання індексу споживчих цін в межах 2–2,5%; проголошення центробанком тієї інфляційної величини (таргету), підтримання якої він буде вважатись консистентною із ціновою стабільністю; досягнення встановленої інфляційної цілі не передбачає використання проміжної цілі монетарної політики, оскільки зв'язки між ними можуть викривлюватись, мати нестабільний характер і, що саме головне, давати статистичну похибку; замість проміжної цілі використовується

внутрішній прогноз інфляції центрального банку, який може оголошуватись, а може не оголошуватись в залежності від режиму транспарентності; процентні ставки, які є ключовим елементом даного монетарного режиму, змінюються в залежності від зміни внутрішнього прогнозу інфляції у короткостроковому періоді, що дозволяє здійснювати монетарну політику із орієнтацією на очікувану інфляцію, а не на фактичну [306; 155]. Орієнтація на раціональні очікування в моделі таргетування інфляції передбачає, що центральний банк встановлює процентні ставки відповідно до очікуваних змін в інфляції, а не фактичних.

Базовими показниками, що приймаються в розрахунок при визначенні очікуваної інфляції є інфляційний розрив (відхилення фактичної інфляції від таргету, або цілі) та ВВП-розрив. В останньому випадку до уваги береться кейнсіанське припущення про те, що інфляція залежить від стану сукупного попиту, тобто позитивний ВВП-розрив повинен призводити до зростання споживчих цін, а негативний – до їх зниження. Прогнозування ВВП-розриву передбачає аналіз структурних факторів, що допускає більш гнучкий підхід при встановленні процентних ставок. Центральний банк може встановлювати пріоритетність реакції на той чи інший розрив в залежності від розуміння ним цінової стабільності та важливості підтримання зайнятості. Зведення таких пріоритетів у певну залежність отримало назву функції реакцій, яка показує міру, з якою встановлення процентних ставок є чутливою до відхилення інфляції чи ВВП від заданих траєкторій [327]. Варто зазначити, що навіть при дотриманні принципу цінової стабільності функції реакцій провідних центробанків можуть суттєво відрізнятись [227; 242; 245].

Одночасно ми хочемо зауважити, що з точки зору фінансової стабільності ефективність таргетування інфляції спирається на ряд припущень. По-перше, використання виключно процентної ставки центробанку повинно передбачати, що крива доходності адекватно реагує на зміни в монетарній політиці. Якщо центральний банк не може напряду впливати на криву доходності, то він повинен це здійснювати через додаткові операції на відкритому ринку, а це вже передбачає необхідність наявності можливостей для здійснення цільових

інтервенцій. В іншому випадку ефективність впливу на криву доходності може бути під питанням. По-друге, орієнтація на ВВП-розрив як детермінанту відхилення очікуваної інфляції від цільової буде ефективною тоді, коли фінансове багатство не впливає на поточні рішення щодо споживання, заощаджень та інвестицій. Тобто в базовій моделі таргетування інфляції відсутність обумовленості інфляційних очікувань змінами у добробуті є не більше, ніж робочим припущенням. По-третє, оскільки таргетування інфляції спирається на принцип раціональних очікувань, то збурення в економіці повинні мати екзогенний характер, а ендогенна нестабільність виключається.

Із вказаного вище випливає, що уся базова концептуальна модель таргетування інфляції спирається або на певні припущення щодо фінансових ринків, або взагалі не бере до уваги проблему фінансової нестабільності як генератора стресів та макроекономічних коливань. Певною альтернативою цьому напряму виступили так звані нові інституціональні теорії фінансів, що покликані продемонструвати, як специфіка функціонування фінансового сектора може визначати циклічні коливання в економіці [275]. В даній групі теорій основний акцент робиться на тому, що: фінансові ринки породжують ряд імперфекцій, які є відмінними від традиційних кейнсіанських поглядів щодо негнучкості цін і зарплат; інституціональні особливості сфери фінансового посередництва не є нейтральними щодо алокації ресурсів і, відповідно, ефективності функціонування трансмісійного механізму монетарної політики; фінансові посередники та позичальники не є однорідними, тобто сегментація ринку має вагоме значення для пояснення агрегованих флуктуацій фінансових показників, особливо кредиту; існує окремий банківський канал монетарної трансмісії, що не зводиться лише до каналу процентних ставок; традиційний макроекономічний ринок грошей необхідно замінити ринком кредитів.

Однією з перших спроб показати, що процентні ставки далеко не завжди відіграють провідну роль у досягненні макроекономічної рівноваги за посередництва ринку грошей, є модель раціонування кредиту Дж. Стігліца. Вона показує, що банки стикаються з проблемою асиметрії інформації і намагаються

усі можливі обсяги коштів, призначені для кредитування, розподілити в певній пропорції між позичальниками з різним ступенем платоспроможності та надійності. Процентні ставки за кредитами не завжди спроможні визначати рівноважну величину кредиту, оскільки, наприклад, підвищення ставок заохочує зворотний відбір та моральний ризик, а зниження – погіршення якості кредитного портфелю. Тому банкам набагато вигідніше змінювати пропорції кредитних вкладень відповідно до різної структури ризиків позичальників, ніж маніпулювати процентними ставками. Вагомий висновок даної моделі – банки змінюють структуру раціонування кредиту відповідно до зміни власного фінансового стану, фінансового стану позичальників, агрегованих тенденцій на ринку, що визначаються фазою ділового циклу тощо. Такі дії призводять до зміни обсягів кредиту, що надається різним групам позичальників, що автоматично детермінує коливання ділової активності. Центральний банк не завжди спроможний вплинути на зниження коливань ділового циклу, у випадку, коли раціонування кредиту є ендогенним процесом [324; 325].

Якщо модель раціонування кредиту відображає кількісні механізми коливань фінансових параметрів, то в основі моделі фінансового акселератора лежать цінові важелі впливу на поведінку економічних агентів в процесі функціонування кредитного ринку. Згідно даної моделі, процес кредитування передбачає наявність не лише процентних ставок, а й додаткового набору елементів, які визначають поведінку позичальників і позикодавців, а саме: фінансовий стан банків, фінансовий стан позичальників, вартість застави, величина комісії, вартість страхівки. Отже, фінансовим акселератором є кумулятивна величина додаткових витрат, пов'язаних із процесом кредитування, і саме він визначає агреговані коливання кредиту в економіці. Для монетарної політики наявність фінансового акселератора означає, що спроможність центробанку безпосередньо впливати на діловий цикл суттєво обмежена, якщо монетарна політика реалізується виключно через процентні ставки [157; 158].

Моделі раціонування кредиту та фінансового акселератора суттєво змінюють уявлення про фінансовий сектор і його алокаційну ефективність.

Виявляючи наявність імперфекцій у сфері функціонування фінансових посередників, дані моделі обмежуються тим, що розглядають їх як додаткові джерела циклічних коливань, але не як передумови фінансової нестабільності. За допомогою них можна пояснити різке стиснення кредиту у післякризовий період, однак пояснювальна здатність передкризових кредитних бумів, які призводять до фінансової нестабільності, є достатньо низькою.

Іншою специфікою даних моделей є те, що вони розроблені в контексті становлення так званого «консенсусу II» у макроекономічній теорії - зближення непримиренних гносеологічних позицій нової класичної макроекономіки та неокейнсіанства, внаслідок чого постав новий мейнстрім – нове кейнсіанство, яке, зокрема, увібрало в себе подальші теоретичні розробки, що здійснювались на основі моделей раціонування кредиту та фінансового акселератора. Основними теоретичними складовими «консенсусу II» є: цінова стабільність визнається невід’ємною умовою загальної макроекономічної стабільності та алокаційної ефективності економіки; монетарна політика спроможна впливати на рівень інфляції, для чого необхідні відповідні інституціональні рішення, які б гарантували незалежність центрального банку; економічна динаміка визначається стохастичними шоками продуктивності, а хвилі зростання пов’язані із інвестиціями в інновації; економічні агенти є раціональними міжчасовими оптимізаторами і будують свої очікування відповідно до очікувань майбутнього; можливості для стабілізаційної політики існують, але вона буде ефективна тільки доти, доки додержання цінової стабільності не піддаватиметься компромісу; центральний банк, змінюючи процентні ставки відповідно до зміни інфляційних очікувань, що впливають з поведінки ВВП-розриву, здатний знижувати циклічні коливання; ефективність монетарної політики спирається на поглиблене розуміння структури економіки, і рішення центральних банків приймаються із врахуванням складного набору економічних змінних, які сигналізують про зміни в майбутніх тенденціях [200; 249; 250; 340].

Характеристика ознак «консенсусу II» дає можливість стверджувати, що режим таргетування інфляції втратив самостійний напрям розвитку монетарної

теорії і перетворився на окрему функціональну складову аналізу поведінки центробанків, а проблематика фінансового сектору практично повністю виключена з його аналітичної структури. То ж, як бачимо, базовий теоретичний апарат нового кейнсіанства виявився неефективним інструментом аналізу глобальної фінансової системи [163]. Однак, незважаючи на це, досвід нової економіки стосовно зтяжнього зростання вартості активів суттєво вплинув на ракурс аналізу зв'язків між монетарною політикою та фінансовою стабільністю.

Трансформація фінансової системи, викликана глобалізацією, також підвищила інтерес до того, якою повинна бути монетарна політика в світлі якісно іншого фінансового оточення, у якому функціонують центральні банки порівняно з початком 1990-х років. Традиційна теоретична дилема між підтриманням рівня інфляції та рівня валютного курсу вже не була настільки актуальною, як у ранній період розвитку процесів глобалізації, що характеризувався зростанням транскордонних переливів капіталу на ринки інструментів з фіксованою доходністю. Експансія вартості активів, проблема контролю за глобальною грошовою пропозицією та складні форми утворення лівереджу глобально значимих інституцій поставили проблему фінансової стабільності на порядок вище, ніж до того [297].

Так, Азійська криза, криза LTCM у 1998 р., крах бульбашки нової економіки і послідуєча рецесія актуалізували питання про характер зв'язку між монетарною політикою та фінансовою стабільністю як з теоретичної, так і з інституціональної точки зору. Досить серйозною проблемою поставало розширення мандатів центральних банків за рахунок включення до їх основних завдань забезпечення фінансової стабільності. Забезпечення фінансової стабільності разом із забезпеченням цінової стабільності в світлі досвіду боротьби за зниження інфляції та підвищення незалежності центробанків виглядало як не до кінця адекватний інституціональний вибір. Його застосування на практиці ускладнювало б проблему незалежності центрального банку і саме розуміння монетарної політики, оскільки наприкінці 1990-х - початку 2000-х років інструменти забезпечення цінової та фінансової стабільності сприймалися

як тотожні. Ключова роль процентних ставок в світлі здійснення режиму таргетування інфляції породила теоретичні сумніви у спроможності економічних агентів розмежовувати застосування процентної політики окремо для забезпечення цінової, а окремо – для фінансової стабільності [228]. Звідси, виникала проблема транспарентності, яка тягнула би за собою проблему довіри.

З точки зору монетарної теорії щодо проблеми фінансової стабільності, постало питання, чи повинні бути включені у функцію реакцій коливання вартості активів. Це продемонструвало, що допускається можливість впливу зміни вартості активів на один з параметрів у функції реакцій – інфляцію та ВВП-розрив. Впливаючи на них, фінансові потрясіння повинні бути нейтралізовані, в іншому випадку непередбачувані шоки підриватимуть орієнтацію функції реакції на раціональні очікування, тим самим відхиляючи фактичні параметри від цільових. Однак, представники даної теорії були неоднозначними у визнанні того факту, що фінансові стреси можуть погіршити результати реалізації монетарної політики. Поставало у них і питання, як повинен реагувати на коливання вартості активів (чи іншого фінансового індикатора) центробанк: експліцитно чи імпліцитно. В даному випадку можна виділити три підходи.

Перший підхід, або «гіпотеза Шварц». На думку А. Шварц, найкращим засобом забезпечення фінансової стабільності є досягнення цінової стабільності. Будь-яка інформація про стан фінансової системи так чи інакше включається в прогноз інфляції, отже не існує потреби ще якимось додатково реагувати на зміну вартості активів [320]. Шварц доводить, що впродовж своєї історії реакції центробанків на інфляцію цін активів були непослідовними та непередбачуваними. Це призводило до істотних збурень в грошовій пропозиції, які мали дестабілізуючий характер для усієї економіки [321].

Другий підхід. Центральний банк повинен реагувати на шоки ринку активів і такі реакції повинні мати систематичний і симетричний характер. Фінансові потрясіння та кризи, а також алокаційні спотворення під час експансії ринку активів становлять фундаментальну загрозу для макроекономічної стабільності. Функція реакцій центробанку обов'язково повинна брати до уваги реакції на

коливання вартості активів [194]. Однак, в рамках даного підходу можна по-різному трактувати зв'язок між вартістю активів та параметрами оптимізації монетарної політики. Окремі економісти акцентують увагу на тому, що зростання вартості активів є загрозою для таргетування інфляції, оскільки ефекти доходу можуть досить сильно впливати на відхилення споживання від рівноважної траєкторії очікуваної інфляції [336]. Інші ж констатують, що вибір на користь реакції на коливання вартості активів робить монетарну політику оптимальною, оскільки у такий спосіб унеможлиблюється виникнення посткризової рецесії. Монетарна політика повинна реагувати на ознаки фінансових дестабілізацій, оскільки кризи продукуються самовідтворюваними елементами, які не пов'язані із фундаментальними змінними [175].

Згідно третього підходу, центробанк не повинен експліцитно реагувати на коливання вартості активів, оскільки це призводить до суттєвих дестабілізацій на фінансовому ринку. Тому оптимальна політика не потребує експліцитного реагування на ціни активів [156], а їх включення у функцію реакцій відхилятиме монетарну політику від оптимальної і привносить додаткові коливання інфляції та ВВП [157]. В. Бросю та К. Деткен систематизують позиції різних дослідників і наводять шість класичних аргументів проти систематичної реакції центробанків на коливання цін активів: 1) моральний ризик, який виникає внаслідок того, що допомога з боку центробанку заохочуватиме ризикову поведінку частини фінансових посередників; 2) ринки активів самі по собі є надмірно волатильними, внаслідок чого стабілізуючі реакції з боку центробанків призводитимуть до небажаного підвищення волатильності процентних ставок; 3) формування траєкторії рівноваги стає невизначеним, що призводить до підвищення волатильності інфляції; 4) фактори формування фундаментальної вартості активів стають невизначеними під впливом упереджувальних реакцій центробанків; 5) з'являється проблема відокремлення шоку попиту від шоку пропозиції; 6) модель раціональних очікувань допускає, що вплив на ціни активів є дестабілізуючим [175, с. 9].

Незважаючи на скептичне ставлення до необхідності завбачливого

реагування на фінансові шоки в рамках теоретичної макромоделі нового кейнсіанства, в спільноті центробанків сформувалась практична відповідь на проблему, яка отримала назву «правила Грінспена». Під керівництвом А. Грінспена під час криз ліквідності та обвалу ринку активів ФРС агресивно знижувала процентні ставки, а згодом поступово відновлювала їх до попереднього рівня. Подібна схема простежується в реакціях на обвал американського фондового ринку у 1987 р., кризу фонду LTCM у 1998 р., крах ринку нової економіки у 2000 р., події в Нью-Йорку у вересні 2001 р. З теоретичних міркувань, «правило Грінспена» означає, що центральний банк не повинен реагувати на бульбашку в момент часу, поки вона роздувається, адже проколювання бульбашки з допомогою більш високих ставок супроводжуватиметься проявом практично усіх тих негативних наслідків, які описані В. Броєю та К. Деткен і теоретизовані Б. Бернанке, М. Фудфорт, М. Джетлером тощо. Тобто, згідно Грінспена, центральні банки отримують простий і зручний спосіб реакції на коливання вартості активів: не реагувати ні на роздмухування бульбашки, ні навіть на фінансові стреси, і не втручатись доти, доки фінансовий стрес не призведе до погіршення ринкової ліквідності на системному рівні, після чого агресивна пропозиція офіційної ліквідності в сукупності із зниженням ставок відновлює довіру на ринку і нормалізує функціонування сфери фінансового посередництва [250; 297].

До настання глобальної фінансової кризи у 2007 р. дискусії з приводу ролі монетарної політики у забезпеченні фінансової стабільності поглибились ще більше. Вважається, що підтримання спекулятивної бульбашки є оптимальним у випадку, коли глобальна економіка стикається з фундаментальною проблемою нестачі активів з високим рівнем інвестиційних якостей, а проявом рівноважних процесів також є дефляційна реакція економіки, яка підвищує відносну вартість активів [180; 181]. Дискусії про стійкість глобальних фінансових дисбалансів продемонстрували, що монетарна політика не може істотно впливати на стан фінансового ринку, якщо вартість активів не є спекулятивною, а визначається фундаментальними факторами, тобто зростання їх вартості не загрожує

фінансовій стабільності. В такому разі, на думку окремих науковців, роздуванню бульбашки запобігатиме більш стримана монетарна політика [173; 221; 341].

Більш радикальну альтернативу усталеним традиційним теоретичним підходам до проблеми зв'язку між монетарною політикою на фінансовою нестабільністю запропонували К. Боріо, Е. Філардо та В. Вайт. Вони вперше проголосили, що середовище низької і стабільної інфляції не заохочує фінансову стабільність, а навпаки, спонукає до фінансової нестабільності. На їх думку, низька інфляція та мінімізовані коливання ділового циклу створюють атмосферу безпеки та стабільності, тим самим заохочуючи зниження процентних ставок. Як наслідок, змінюється поведінка фінансових посередників, що полягає у появі феномену «пошуку доходності». Це означає, що падіння ставок через пошук доходності заохочує ризикову поведінку, або ж спонукає фінансові установи конкурувати між собою не за допомогою рівня процентних ставок, а за рахунок ставлення до ризику [168; 169]. Така поведінка негативно впливає на нагромадження вразливості та погіршує ліквідність та платоспроможність фінансових установ у разі настання шоків.

Іншим важливим моментом є те, що режим таргетування інфляції сам по собі не передбачає падіння цін або дефляції, спричиненої позитивними шоками продуктивності. В такому випадку центробанк намагається коректувати цінову динаміку вгору за допомогою зниження процентних ставок та експансії ліквідності. У такий спосіб монетарна політика сприяє появі негативних проявів у сфері фінансового посередництва. Так, зростаюча фаза кредитного циклу легко переростає у кредитний бум, а експансія ліквідності призводить до швидкого зростання вартості активів, відтак підвищується леверидж у реальному секторі та секторі домогосподарств. В рамках даного підходу проголошується, що не зростання вартості активів стимулює зміни в обсягах кредитування, а навпаки, експансія кредиту призводить до зростання вартості активів [170; 171].

Невипадково, що після глобальної фінансової кризи дана група економістів виступила за перегляд «правила Грінспена» щодо невтручання в роздмухування

бульбашки. Це означає, що так званий «консенсус II» опинився в полі жорсткої критики. Основний акцент тут робиться на тому, що глобальна фінансова система досить сильно змінилась, ставши проциклічною, і реакція сфери фінансового посередництва у відповідь на ті чи інші стимули чи зрушення заохочує збільшення амплітуди коливань ділового циклу через надмірно експансивний вплив на сукупний попит на стадії зростання та надмірно рестриктивний вплив на стадії рецесії. Якщо ж центральний банк не втручається у процес нагромадження фінансових дисбалансів ще на ранніх стадіях, то уся фінансова система починає заохочувати їх відтворення аж поки не дійде до так званих точок Мінські, за якими слідує фінансова криза. Досить сильно проциклічність фінансової системи пов'язана і з проблемою спотворення алокації ресурсів, адже середовище низьких процентних ставок та конкуренція за критерієм ставлення до ризику суттєво відхиляють економіку від оптимального використання обмежених ресурсів. Боротьба з рецесією після обвалу створюватиме тільки додаткові труднощі, оскільки докризовий рівень ВВП був завищений. Рецесія є неминучим наслідком розчистки ринку, що цілком відповідає традиції погляду на економічний розвиток Й. Шумпетера, Л. Мізеса, Ф. Хаєка [338; 339].

Отже, посткризові розвідки довели, що в рамках традиційної макроекономічної теорії ставлення до ризику було суттєво недооцінене. Рівень процентних ставок і справді має вплив на ставлення до ризику і природно, що заохочення ризикової поведінки слід пов'язувати саме із затяжним періодом їх низького рівня. Звідси, виділення ставлення до ризику в окремий канал монетарної трансмісії покликано краще відобразити взаємозв'язок між рішеннями центрального банку і економічними змінними, за рухом яких дедалі частіше приховуються поведінкові, а не фундаментальні фактори [243; 286; 300].

Узагальнення теоретичних підходів до зв'язку між монетарною політикою та фінансовою нестабільністю представлені у додатку Б.

У посткризовий період і досі точаться дискусії стосовно оптимального монетарного режиму та його зв'язку з проблемою фінансової стабільності. Нові кейнсіанці на чолі з О. Бланшаром виступили з тезою про зниження ефективності

монетарної політики у випадку, коли процентні ставки низькі або наближаються до нуля внаслідок реакції на шок. Оптимальним, вони вважають, більш високий рівень інфляції, оскільки означає вищі процентні ставки, аніж низькі ставки як результат низької і стабільної інфляції [163]. Прихильники ж німецької традиції на чолі з О. Ізінгом констатують, що причину у фінансовому колапсі та у проблемах із наближеними до нуля ставками слід шукати не в рівні інфляції, а в тому, що кількісний погляд на монетарну політику був відкинутий в процесі поширення таргетування інфляції. Так, в силу різних структурних обставин надмірна грошова пропозиція може не виражатись у прискоренні інфляції, а спонукати до зростання обсягів кредитування і перегріву ринку активів. На думку науковців, боротьба із наслідками фінансової кризи є більш складною, аніж стабілізація інфляції за допомогою жорстких та переконливих заходів [263].

1.3. Теоретичні проблеми неконвенціональної монетарної політики

З 1980-х років дискусивною залишається політекономія антикризових заходів центральних банків, інтерес до яких значно посилюється з настанням глобальної фінансової кризи. В загальному теоретичні дискусії з приводу впливу підвищення глобальної торговельної та фінансової відкритості на монетарну політику засвідчують, що площина ефективності стабілізаційної політики постійно звужується, а традиційні кейнсіанські рецепти активістської політики сумнівні з міркувань їх адекватності в умовах глобалізації.

Ситуації, що характеризуються як кризи чи висока фінансова нестабільність, передбачають застосування так званих неконвенціональних монетарних режимів. Базова макроекономічна модель кожного з неконвенціональних режимів спирається на кейнсіанське трактування ефективності стабілізаційних заходів у короткостроковому періоді і передбачає зниження процентних ставок та збільшення грошової пропозиції в значних

масштабах. Наприклад, ще у 1968 р. М. Фрідмен зазначав, що повоєнна монетарна політика ФРС покликана була запобігати підвищенню ставок по державних запозиченнях, нехтуючи більш природними цілями центрального банку у вигляді контролю за грошовим обігом та інфляцією, внаслідок чого процентні ставки втратили функцію цінових сигналів [101, с. 126-146]. Тобто те, що сьогодні вважається неконвенціональною монетарною політикою, ще у 1960-х сприймалось як норма поведінки центральних банків, зорієнтованих на підтримку сукупного попиту.

Незважаючи на те, що активістська політика в монетарній теорії піддається критицизму, більшість акцій центробанків, спрямованих на подолання наслідків кризи, зводяться до стереотипних теоретичних аргументів. У випадку, коли епіцентром шоку є фінансовий сектор, масштабні ін'єкції ліквідності покликані нормалізувати довіру до фінансових установ та відновити їх спроможність кредитувати економіку, оскільки саме від неї залежить глибина спаду [256]. Якщо ж проблема торкається не стільки ліквідності, скільки платоспроможності у фінансовому секторі, то дії центральних банків мають бути більш радикальні і стосуватись підтримки ринку активів напряду та опосередковано, підтримки ліквідності фінансового сектора, участі у програмі рекапіталізації тощо, тобто стосуватись значно ширшого кола питань, а ніж виключно відновлення довіри між учасниками ринку. Звідси, центральним банкам замало перебудувати операційну політику таким чином, щоб розширити доступ банків до можливості збільшення обсягу своїх резервів.

Теоретично, підвищення ліквідності банківської системи досягається за рахунок зростання обсягу банківських резервів, незадіяних в активних операціях. Звідси політика щодо резервів може реалізовуватись через посередництво операційних ставок, а може передбачати кількісний вплив, або таргетування обсягу резервів [172]. В обох випадках передбачається, що збільшення банківських резервів відновлює ліквідність фінансових установ та дозволяє підтримувати систему платежів в нормальному стані. Величина операційної ставки є важливою, оскільки вона дозволяє принаймні частково зберігати систему

цінових сигналів і впливати на рішення фінансових установ. Встановлення нульової ставки означає, що банки можуть залучати резерви, не здійснюючи плати за це. Цей достатньо радикальний крок покликаний продемонструвати, що центральний банк готовий до маргінального збільшення обсягу ліквідності в системі. Банки, формуючи резерви під нульові ставки, повинні знизити ставки по кредитах, тим самим стимулюючи сукупний попит.

Однак, теоретична модель нульових ставок виявилась неефективною. У випадку, коли шок є сильний, але проблема зводиться до ліквідності, центробанку не обов'язково знижувати ставки до нуля. Підтримання незначної позитивної ставки дозволяє зберігати систему цінових сигналів і принаймні частково нейтралізувати проблему морального ризику. У випадку, коли шок переростає у масштабну фінансову кризу, у яку втягнуті усі сегменти фінансової системи, навіть політика нульових ставок може не давати очікуваних результатів. Покладена в основу неконвенціональних заходів політика нульових ставок не гарантує збільшення резервів, оскільки для того, щоб вони зросли необхідний попит з боку банків. Якщо банки не пред'являють попит на резерви навіть під нульові ставки, то стимулююча місія останніх нейтралізується. Негативний досвід Японії підтвердив це. Так, Банк Японії проводив політику нульових ставок у 1998-2000 рр., але суттєвих наслідків для реанімації банківського кредитування в середині країни це не дало. Перехід до політики кількісного пом'якшення (від англ. - *quantitative easing*) у 2001 р. покликаний був продемонструвати більш радикальні наміри впливати на сукупний попит в охопленій рецесією країні [334].

Теоретична модель кількісного пом'якшення зводиться до наступного. Якщо знижені до нуля ставки не дають відчутних результатів, то прямий вплив на фінансовий сектор з допомогою розширення балансу центрального банку повинен бути більш дієвий. Кількісне пом'якшення може мати форму кредитного пом'якшення і реалізовуватись у формах спеціальних кредитних програм для окремих сегментів фінансової системи, або навіть реального сектора [159]. Однак, трактування кількісного пом'якшення залишається дискусійним. Наприклад, Х. Угайі визначає його як політику, що складається з трьох основних

елементів: експліцитне таргетування банківських резервів; умовне зобов'язання підтримувати значний обсяг банківських резервів в майбутньому; масштабне придбання урядових боргових зобов'язань з метою покращення доступу банків до підтримання значних резервів [334]. В даному випадку, основний акцент в розумінні кількісного розширення робиться на значні обсяги банківських резервів, з якими пов'язується спроможність фінансової системи відновити кредитування. Альтернативну позицію висловлює М. Шпігель, який зазначає, що кількісне розширення – це політика зниження довгострокових процентних ставок через збільшення банківських резервів [322].

В світлі глобальної фінансової кризи розуміння політики кількісного розширення також зазнало уточнення. Наприклад, Банк Англії зазначає, що під кількісним пом'якшенням слід розуміти придбання суверенних та приватних цінних паперів та інших активів, використовуючи гроші центрального банку [150]. Дане визначення є більш широким. Оскільки центральний банк уже напряму втручається в ситуацію на фінансовому ринку, створюючи не просто умови ліквідності, а підтримуючи вартість активів, то банківські резерви вже не є ключовою зв'язковою ланкою між його операційними процедурами і ситуацією на грошовому ринку. Завдяки підтримці вартості активів напряму, а не через створення умов для їх ліквідності через вплив на банківські резерви, досягається широкий вплив на фінансовий сектор. Зростання банківських резервів за таких обставин є не стільки експліцитною ціллю політики, скільки супутнім явищем.

Здійснюючи узагальнення неконвенціональних процедур монетарної політики, К. Боріо та П. Діс'ятат констатують, що її імплементація може здійснюватись через процентну та балансову політики (від англ. – *balance sheet policy*). Останню вони поділяють за формами на політики: щодо валютного курсу (краще сказати – валютних резервів); політику квазіуправління державним боргом; кредитну політику та політику щодо банківських резервів [172]. Поєднання форм політики з допомогою балансу центрального банку із цілями на грошовому ринку та впливом на баланси у приватному секторі дозволяє побачити певну структуру (див. табл. 1.3.1).

Узагальнення безпосередніх процедур балансової політики провідних центробанків впродовж кризи дозволяє побачити, що провідною формою її реалізації виступила кредитна політика (див. додаток В).

Таблиця 1.3.1

Типологія балансової політики центрального банку [172]

		Вплив на баланси у приватному секторі		
		Зміни в стані валютних резервів	Зміни в композиції вимог до публічного сектора	Зміни в профілі вимог у приватному секторі та / або композиції вимог у боргових взаєминах між приватним та публічним сектором
Таргетовані цілі на грошовому ринку	Валютний ринок	Політика щодо валютного курсу / резервів		
	Державний борг / державні цінні папери		Політика квазі-управління державним боргом	
	Приватний кредит / приватні цінні папери			Кредитна політика
	Банківські резерви	Політика щодо впливу на банківські резерви	Політика щодо впливу на банківські резерви	Політика щодо впливу на банківські резерви

Доречно зважити, що традиційні теоретичні підходи до аналізу зв'язку між монетарною політикою та фінансовою нестабільністю і щодо антикризових заходів є суттєво різними у країнах з розвинутою ринковою економікою та країнах з ринками, що формуються. Глобальна торговельна і фінансова інтеграція, яка посилилась з середини 1980-х років, підкреслила, що країни з ринками, що формуються, стикаються із рядом специфічних макрофінансових проблем, що дозволяє виділити окремі методологічні підходи до аналізу монетарної політики і специфіки підтримання фінансової стабільності.

Наукові дослідження, що узагальнюють проблему фінансової стабільності в країнах периферії, можна умовно поділити на два напрямки. По-перше, ще у

XIX ст. та у міжвоєнний період країни периферії через труднощі в проведенні досить жорсткої монетарної політики з дотриманням «правил гри» міжнародного золотого стандарту часто відходили від даного режиму та переходили до інфляціоністської політики емісії хартальних грошей. Дуже часто факторами примусу до здійснення більш м'якої політики і тиску на центральні банки ставали боргові кризи. Проте притаманність криз та монетизація боргів вели до пошуку варіантів відновлення макрофінансової стабільності через повернення до жорстких умов конвертованості банкнот у золото. Звідси, історичний досвід країн периферії послугував базовою теоретичною основою для пояснення того, як стабільність у монетарній сфері відіграє ключову роль у забезпеченні загальної макроекономічної та фінансової стабільності. Довгострокові історичні події у сучасних країнах з ринками, що формуються, виступили емпіричною основою класичного монетаристського принципу, який говорить, що для економічного розвитку фінансової системи ключовим фактором є стабільність грошей [165].

По-друге, даній групі країн були властиві інституціональна слабкість та політична нестабільність, внаслідок чого неспроможність раціоналізувати бюджетні доходи та видатки ставала причиною перманентних боргових криз. Кульмінацією неспроможності підтримувати макроекономічну та фінансову стабільність виступали перманентні дефолти, які, на думку К. Рогоффа та К. Рейнхарта є свідченням інституціональної слабкості та політичної конфліктності [309; 310]. Тобто суперечлива інфляціоністська економічна політика виявлялась явно несумісною з жорсткими вимогами режиму міжнародного золотого стандарту, захист якого потребував підтримки більш високих процентних ставок, що вело до прямого конфлікту із підтриманням фіскальної платоспроможності. Звідси, сформувався інший класичний підхід до аналізу проблеми зв'язку між монетарною політикою та фінансовою стабільністю. Так, якщо фіскальна політика виявиться неефективною, то рано чи пізно більш жорстку монетарну політику буде змінено на інфляціоністську, що, в свою чергу, тільки поглибить боргову кризу у майбутньому. А будь-яка макроекономічна експансія є несумісною із жорстким режимом підтримання

фіксованого курсового співвідношення, яким в часи золотого стандарту виступав курс банкноти стосовно дорогоцінного металу [47; 43].

Період після Другої світової війни суттєво не змінив загальної логіки зв'язку між монетарною політикою та проблемою фінансової нестабільності в країнах периферії, однак вніс істотні корективи в базовий сценарій розвитку економічних процесів у них. Міжнародне середовище характеризувалось досить жорстким контролем за потоками капіталу, що суттєво ослаблювало зв'язок між нестабільною макрополітикою та коливаннями приватних потоків капіталу. Фінансування дефіциту бюджету та платіжного балансу (модель зростання за двох дефіцитів), а також потреба у значних зовнішніх запозиченнях для масштабних інвестицій задовольнялись здебільшого за рахунок офіційних каналів міжнародного кредитування, тоді як доступність приватних ринків була чітко специфікована в залежності від макроекономічної стабільності та надійності банківського сектору. При цьому, монетарний фактор рівноваги платіжного балансу продовжував залишатись актуальним незалежно від активності інвестиційної діяльності всередині країни, тим самим вказуючи на те, що інфляціоністська політика є ключовою зв'язною ланкою між кризами балансу платежів та фінансовими дестабілізаціями [134].

Водночас, спостерігалася певна видозміна проблеми фінансової нестабільності в контексті імплементації так званої фінансової репресії, яка супроводжувалась створенням специфічних макроекономічних рамок умов через програми сприяння економічному розвитку. Так, обмеження на рух капіталу були тільки аспектом контролю за фінансовим сектором в рамках політики щодо платіжного балансу. Обмеження щодо рівня депозитних ставок, кредитні стелі, раціонування кредиту, з одного боку, відображали застосування принципів фінансової репресії у сфері процентних ставок та алокації кредиту, призначеної для акселерації інвестицій. З іншого боку, весь каркас монетарної політики було побудовано на напів-адміністративних важелях [52; 35]. Завдяки цьому, фінансова система опинилась в стані депресії, проте унеможлилювались її поглиблення та диверсифікація. Проблема фінансової нестабільності частково

вирішувалась сама собою. В нерозвинутій фінансовій системі основною формою такої нестабільності здебільшого були банківські кризи, пов'язані із загальним погіршенням макроекономічної ситуації, викликані борговими проблемами, девальваційними очікуваннями та інфляцією. Емпіричний досвід країн, що розвиваються, став підґрунтям для теоретизації феномену так званих подвійних криз (валютна криза призводить до банківської кризи, або навпаки), які згодом за умов відновлення мобільності капіталів та глобальної фінансової інтеграції перетворились на атрибут фінансової нестабільності в цих країнах [216].

Розвал Бреттон-вудської системи та перехід на систему плаваючих валютних курсів достатньо сильно трансформували проблему зв'язку між монетарною політикою та фінансовою нестабільністю в країнах, що розвиваються. Втрата номінального якоря у вигляді колективно фіксованих валютних курсів та руйнація механізму контролю за монетарною експансією у формі розмінності грошей на золото за посередництва долара США породили період загальної макроекономічної нестабільності. Більшість країн, що розвиваються, продовжували здійснювати політику фіксованих валютних курсів, оскільки це була найбільш проста та зручна стратегія забезпечення передбачуваної інфляції та макроекономічної дисципліни. Потреба у номінальному якорі також впливала із того, що фінансова система була недостатньо розвинутою, а канал процентних ставок - практично неіснуючим. Звідси валютний курс та грошова маса були найбільш зручними інструментами впливу монетарної політики на динаміку сукупного попиту та сукупної пропозиції. З іншого боку, масштабні інвестиційні програми, спрямовані на стимулювання економічного розвитку індустріального типу, бюджетні дефіцити та брак інституціонального захисту центральних банків породили фундаментальний конфлікт із політикою фіксації обмінного курсу [134]. Девальвації та монетизація дефіцитів переростали в гіперінфляцію. Циклічні зміни макродестабілізацій, реалізації стабілізаційних програм та недовіра до них і подальші дестабілізуючі зрушення в сукупному попиті перетворились на панівний макроекономічний ландшафт 1970-1980-х рр. [32].

Теоретична модель Г. Кальво показує, що у випадку, коли програма стабілізації не користується довірою, економічні агенти намагаються перемістити споживання на період, що слідує відразу за нею. У такий спосіб раціональна поведінка та брак довіри до політики запускають в дію ендогенний механізм міжчасових змін в платіжному балансі, які призводять до виходу поточного рахунку зі стану рівноваги і до валютної кризи [182]. Хоча дана модель відрізняється від канонічної моделі валютних криз першого покоління Кругмана, Флуда та Гарбера, проте вона вказує на те, що макроекономічна нестабільність в країнах, що розвиваються, може викликатись ендогенними, а не екзогенними змінними. Останні представлені у вигляді монетарної чи фіскальної експансії, що йде в розріз із номінальною стабільністю валютного курсу за того чи іншого стану платіжного балансу (модель Кругмана), або із фіксацією курсу за певного стану попиту на іноземну валюту (модель Флуда та Гарбера) [279; 234].

У відповідь на девальвації та гіперінфляції хеджування макроекономічних ризиків набуло форми доларизації та валютного заміщення і позначилось на подальшій трансформації зв'язків між монетарною політикою на фінансовою нестабільністю в аналізованих країнах. Банківські кризи, починаючи з 1980-х рр., почали відображати закономірності функціонування специфічної доларизованої економіки, або так званої дуальної банківської системи, під якою розуміється ситуація, коли фінансові посередники та інші економічні агенти підтримують активи та пасиви в іноземній валюті [191].

За умов недовіри до монетарної політики, низького рівня конкуренції на місцевих ринках і залежності від імпорту зміни валютного курсу майже пропорційно переносяться на зміну цін. Звідси будь-який рух курсу вниз означає прискорення інфляції [192]. Ризики макроекономічної дестабілізації ведуть до так званих набігів на банки, а вплив доларизованих депозитів призводить до різкого підвищення тиску на валютні резерви центрального банку, тим самим породжуючи девальваційні очікування. Подальше прискорення інфляції ще більш погіршує платіжний баланс та фінансову нестабільність [179; 213; 218]. Якщо взяти до уваги, що доступність валютних резервів у 1980-1990-ті роки була

низькою, то незначні зовнішні активи центральних банків не могли запобігти переростанню нестабільності у кризу. Доларизація, фіксовані курси і незначні резерви почали розглядатись як складові компоненти фінансової нестабільності, панівною формою якої були банківські кризи [179; 213].

Перехід до відкритої економіки, перебудова макроекономічної політики та фінансові реформи, які охопили майже усі країни Латинської Америки, Азії та найбільш розвинуті країни Африки, співпадаючи в часі із розвитком процесів глобалізації, призвели до появи нових викликів монетарній політиці та фінансовій стабільності. Зростання приватних ринків капіталу та посилення глобальної мобільності фінансових потоків якісно змінили світову економіку загалом та фінансову систему зокрема. Ліквідація системи фінансової репресії та глобальна фінансова інтеграція на основі експансії приватного, а не офіційного, руху капіталів створили якісно нове середовище для взаємодії між центральними банками та фінансовим сектором. Перелік та форма проблем суттєво розширились й диференціювались, в той же час зберігаючи наслідки структурних викривлень попередніх періодів. Тут можна виділити наступні блоки питань, що репрезентують новий вимір проблеми фінансової нестабільності в світлі викликів центробанкам з боку глобальної фінансової інтеграції:

- роль зовнішніх факторів у вигляді глобального монетарного оточення;
- конфлікт монетарних цілей в світлі підвищення мобільності капіталів;
- доларизація пасивів та фінансова вразливість.

Досвід кризи міжнародної ліквідності, або кризи зовнішнього боргу країн, що розвиваються, на початку 1980-х рр. чітко продемонстрував високу вразливість до зовнішніх шоків країн з низькими та середніми рівнями доходів. Саме підвищення залежності від приватних ринків капіталу у фінансуванні бюджетних дефіцитів та платіжних балансів створило передумови для того, щоб характер монетарної політики розвинутих країн мав прямий вплив на макрофінансову ситуацію в решті світу [28; 34; 43; 96]. Глобальний монетарний клімат, визначаючись політикою провідних центральних банків світу, почав впливати не тільки на величину процентних виплат, але і на виникнення циклів

припливу капіталів. Зниження глобальних ставок, як правило, заохочувало значні припливи капіталу в країни з ринками, що формуються, розігриваючи внутрішній фінансовий ринок. Підвищення ставок призводило до протилежної тенденції. На думку Дж. Франкеля та Н. Рубіні, більшості криз в країнах з ринками, що формуються впродовж 1980-1990-х рр. передували епізоди підвищення процентних ставок центробанками розвинутих країн [235]. Аналогічно курсові коливання провідних валют створювали суттєві перешкоди для підтримання фінансової стабільності в країнах зі слабкими фінансовими системами, оскільки останні були неспроможними компенсувати шоки торгівлі [85; 86]. Оскільки процентні ставки значно щільніше визначають рух капіталу, то, природно, що їхні коливання є більш ризикові, аніж вразливість до волатильних валютних курсів між грошовими одиницями провідних країн світу з міркувань того, як потоки капіталу пристосовуються до нових рівноважних умов на глобальному грошовому ринку [308]. Фінансова нестабільність дедалі більше кореспондувала з шоками руху міжнародного капіталу та зі специфікою реакції монетарної політики на такі шоки.

З рухом міжнародного капіталу тісно пов'язані проблеми проциклічності та валютної кризи типу «раптова зупинка» (від англ. – *sudden stop*). Середовище більш низьких глобальних процентних ставок, запускаючи в дію механізм припливу капіталів на ринки країн з низькими та середніми доходами, є проциклічним [184]. За припливом капіталів слідує зниження внутрішніх процентних ставок, експансія внутрішнього кредиту та різке погіршення платіжного балансу. Підтримання поточного рівня споживання і випуску дедалі більше залежить від припливу додаткових обсягів капіталу. Звідси для фінансової дестабілізації та кризи достатньо зупинки припливу капіталів, тоді як їх вплив веде до краху фінансової системи та масштабної девальвації [185]. Все це знайшло реальне підтвердження в Україні у передкризові роки і під час настання кризи у жовтні 2008 р.

Фінансова глобалізація розвивається поруч із імперфекціями ринку капіталу, що стало очевидно в умовах виникнення ряду нових феноменів у сфері

спекулятивних атак, потоків капіталу та регіоналізації валютних криз [298]. Найбільш повно імперфекції глобальних ринків капіталу демонструє так званий інформаційний підхід, згідно якого глобальний інвестор суттєво не розрізняє ризики та загрози в розрізі країн з подібними характеристиками, а пошуки додаткової інформації для цього є витратними. Звідси формується усереднена реакція на негативні сигнали в одній країні і їх поширення на інші [185]. Стадна поведінка та ефект фінансової інфекції переростають в симптом, який дестабілізує валютно-фінансову сферу країн з низькими та середніми доходами на основі раптового та значного впливу капіталів. Непов'язаність такого впливу із фундаментальними характеристиками країни перетворилась на атрибутивну рису фінансової нестабільності у 1990-х рр. [237]. Так, практично усі валютно-фінансові кризи 1990-х рр. в країнах з ринками, що формуються, пов'язані з тим, як приплив капіталів погіршує платіжний баланс, а масштаби спекуляцій явно переростають спроможність центральних банків та міжнародної системи впоратись з масштабними кризами другого та третього покоління [316].

Дослідження проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури продемонстрували, що в умовах регіоналізації валютних криз, викликаних стадною поведінкою інвесторів, та зростаючим масштабом залучення країн з ринками, що формуються, в систему міжнародних потоків капіталу міжнародні фінансові організації стикаються з проблемою браку ресурсів та неспроможності вчасного надання екстреної допомоги [217; 264]. Тобто Бреттон-вудська модель фінансової стабільності та офіційного кредитування виявилась неадекватною зміні характеру макрофінансових потрясінь в світі за умов зростаючого значення мобільності капіталів та відкритості національних економік [219].

Важливим елементом, що уможлиблював деструктивні наслідки флуктуацій в міжнародних потоках капіталів, виступив конфлікт цілей монетарної політики, який, по мірі посилення мобільності капіталів, вів до більшої несумісності між таргетуванням валютного курсу та грошової маси. На думку дослідників МВФ, підвищення мобільності капіталів чітко сигналізувало про серйозні труднощі в реалізації монетарної політики, зорієнтованої на підтримання номінальної

стійкості одразу двох величин. У випадку, коли операції стерилізації не були тимчасовим операційним заходом управління ситуацією на грошовому ринку, а відображали фундаментальну нерівновагу, конфлікт між курсовою і ціновою стабільністю швидко переростав у фінансову дестабілізацію [226].

Більшість досліджень на початку 2000-х рр. засвідчують, що мобільність капіталів виступила ключовим фактором подальших реформ у сфері макроекономічної політики, зорієнтованих на створення належних монетарних умов для забезпечення фінансової стабільності, основною детермінантою вибору режиму валютного курсу та еволюції монетарної політики в країнах з низькими та середніми доходами [288]. На загальну теоретичну позицію щодо ролі режиму валютних курсів у генеруванні фінансової нестабільності та орієнтацію на фіксовані курси як номінальні якори цінової стабільності вплинув також досвід криз 1990-х років. Однак, під впливом мобільності капіталів валютні курси опинялись під тиском у бік підвищення, а не зниження, як це мало місце впродовж попередніх десятиліть. Чутливість експорту до втрат конкурентоспроможності у ціновому сегменті, сильний ефект переносу та очікування робили конфлікт між курсовою та ціновою стабільністю ключовим фактором спекуляцій, що можуть сягати масштабів, які несумісні із фінансовою стабільністю. Звідси система гнучких курсів, перш за все, передбачала перекладання ризику зміни курсів на інвесторів, тим самим нейтралізуючи нагромадження нехеджованих позицій у фінансово-банківському секторі.

Підтримка цінової стабільності за межами номінальної негнучкості валютного курсу почала чітко асоціюватись із переходом до режиму таргетування інфляції та забезпечення незалежності центральних банків країн з ринками, що формуються [302; 280]. Поєднання монетарної автономії зі стійким режимом таргетування інфляції вважалось головною умовою подолання конфлікту цілей політики центрального банку, а в сукупності із посиленням ринкових начал в реалізації макроекономічної політики через гнучкість курсу та скасування контролю за рухом капіталу повинні закладати макроекономічний фундамент для фінансової стабільності [294; 259; 260; 147]. Згідно підходу

А. Шварц до фінансової стабільності, підвищення гнучкості курсів та жорстка монетарна політика повинні забезпечувати зниження спекулятивних переливів капіталів, стимулювання розвитку фінансового сектора та послаблення його вразливості до змін номінальних курсових співвідношень. Система таргетування інфляції в глобальних масштабах почала сприйматись як антипод Бреттонвудської системи та водночас як найбільш успішний монетарний режим [314].

Проблема конфлікту монетарних цілей постає в іншому світлі, якщо прийняти до уваги так звану «гіпотезу первісного гріха» (від англ. – *original sin*): в силу тривалого періоду високої інфляції та адміністрування у фінансовому секторі фінансові системи країн з ринками, що формуються, є вкрай нерозвинутими і не можуть генерувати довгострокові пасиви у власній валюті. Зовнішні запозичення приватного та публічного секторів, а також доларизація пасивів у них є ключовою проблемою фінансової вразливості. Вибір на користь негнучких валютних курсів тільки заохочує доларизацію пасивів, оскільки запозичення в іноземній валюті стають відносно вигіднішими, так як процентні ставки по них є нижчими, приймаючи до уваги гарантії номінальної стабільності валютного курсу. За таких умов фінансова нестабільність завжди буде пов'язуватись із тим, що валютна та строкова структура в розрізі секторів економіки не буде співпадати [216]. Будь-які зміни валютного курсу будуть ризиковими, а девальвація однозначно означатиме фінансову кризу. Отже, забезпечення фінансової стабільності не розглядається можливим поза зміною політики валютного курсу. З даної гіпотези випливає висновок, що структурно зумовлена імперфекція ринку капіталів в країнах з ринками, що виникають, є фактором, який визначає у них специфічну модель фінансової нестабільності [142]. Зміна курсу робить тим більшою глибину кризи, чим більшою мірою не співпадала валютна структура активів та пасивів в розрізі реального та фінансового сектора, а рівень такого неспівпадіння визначається тривалістю підтримання номінально стабільного курсу [216; 229; 164].

Альтернативна теоретична позиція була зайнята більш структуралістськи налаштованими економістами на чолі з Г. Кальво та К. Рейнхартом. На їх думку,

специфікою країн з ринками, що формується, є те, що теоретично виправданий рух у бік гнучких курсів є неможливим. Навіть тоді, коли країна оголошує плаваючий курс, вона всерівно підтримує номінальну фіксацію. Дане явище отримало назву «страх перед плаванням» (від англ. – *fear of floating*), основними детермінантами якого є структурні особливості країн з низькими та середніми доходами: чутливість промислового виробництва до зміни курсів, високе значення ефекту переносу та доларизація пасивів [186; 187]. Формування зобов'язань в іноземній валюті є причиною небажання країн переходити на гнучкий курс з метою підтримання фінансової стабільності. Доларизація стає ендогенним структурним явищем і зниження інфляції не означає зниження схильності до деномінації фінансових трансакцій у вітчизняну валюту. Звідси, зниження інфляції не дає підстави для однозначного вибору на користь більш гнучкого курсового режиму, оскільки доларизація пасивів підвищує рівень фінансової нестабільності за умов плаваючих курсів [186; 187]. По-суті, феномен «страху перед плаванням» є продовженням гіпотези «первісного гріха», але з протилежними висновками щодо режиму валютного курсу. З одного боку, зниження рівня доларизації настає після переходу на більш гнучкий валютний курс [277], і за рахунок надання пріоритету у підвищенні фінансової стабільності через підтримання цінової, а не курсової стабільності [178]. З іншого боку, саме рівень доларизації пасивів визначає схильність центрального банку жорсткіше підтримувати номінальну стабільність курсових співвідношень [149; 151]. Тобто вибір курсового режиму продиктований міркуваннями забезпечення фінансової стабільності, а більш гнучкі курси не можуть в чистому вигляді розглядатись як інструменти забезпечення такої стабільності. Підвищення курсової гнучкості може заохочувати розрив у валютній структурі між активами та пасивами, підвищуючи вразливість фінансової системи та посилюючи фінансову нестабільність в разі виникнення тих чи інших шоків [145].

В умовах зростаючої волатильності потоків капіталу та вразливості фінансового сектору до криз типу «раптова зупинка» підтримання цінової стабільності, фінансові реформи та певне розширення курсової гнучкості

доповнилися політикою підтримання профіциту поточного рахунку платіжного балансу та нагромадження значних обсягів валютних резервів.

Еволюція моделей гіпертрофованого попиту на резервні активи продемонструвала, що такий попит зумовлений мотивами самострахування, або завбачливим нагромадженням резервів на випадок, якщо валютно-фінансові кризи таки стануться. Підтримання профіциту поточного рахунку та акселерація нагромадження зовнішніх суверенних активів є простим та надійним способом запобігти деструктивним наслідкам глобальних валютно-фінансових потрясінь [138; 212]. Окрім сприяння збільшенню внутрішньої ліквідності без істотних ризиків девальвації та спекуляцій проти валюти, нагромадження резервів запобігає знеціненню зовнішніх активів країни, якщо вона стикається із тиском на валютний курс у бік підвищення [139].

Покращення макроекономічної ситуації, структурні реформи та нагромадження значних резервів призвело до якісної зміни форм фінансової нестабільності в країнах з ринками, що формуються [140]. Така нестабільність дедалі більше зводиться до проблеми ефектів переливу коливань глобальної ліквідності, кредитного циклу та флуктуацій вартості активів [36; 230]. По-перше, величина валових потоків капіталу істотно зросла і приплив капіталів не обмежується фізичними параметрами ринку, оскільки вартість активів теоретично може зростати невизначено довго. Відсікти спекулятивний приплив капіталів на ринок активів можна за допомогою ревальвації, що явно несумісна із підтримання конкурентоспроможності і не буде користуватись довірою [38].

По-друге, приплив капіталів на ринок активів ще більше розігріває фінансовий сектор, посилюючи проциклічність місцевих фінансових систем [188; 287]. При цьому, ревальвація не завжди гарантує обмеження припливу капіталів навіть за умов погіршення платіжного балансу, коли на глобальних ринках панує толерантне ставлення до ризику, або й навіть домінує ризикова поведінка.

По-третє, масштабний приплив капіталів, фінансові дисбаланси, експансія кредиту та фінансові бульбашки на ринку активів чітко кореспондують з

коливаннями глобальної ліквідності. Остання породжує значні ефекти переливу, які не можуть бути подолані виключно традиційним набором монетарних інструментів. Більш комплексний підхід до нейтралізації ефектів переливу глобальної ліквідності та необхідність врахування ставлення до ризику, що переважає на глобальних ринках капіталу, повинен передбачати і курсову гнучкість, і більш активну фіскальну політику, і застосування підвищених вимог до банківського капіталу [287; 342; 246].

По-четверте, нагромадження значних обсягів валютних резервів справді може істотно впливати на послаблення наслідків глобальних фінансових потрясінь, що продемонстрували емпіричні дані за 2008-2009 рр. [304; 237], однак внутрішні наслідки політики швидкої акумуляції зовнішніх активів не є нейтральним щодо фінансової стабільності. Збільшення внутрішньої грошової пропозиції призводить до того, що банківська система функціонує в стані надмірної ліквідності, а така ліквідність може справляти вагомий вплив на внутрішній ринок активів, заохочуючи спекуляції на ньому [333].

Зближення форм прояву фінансової нестабільності в розвинутих країнах та країнах з ринками, що формуються, відбувається шляхом відходу від валютно-боргових криз в напрямку посилення проблеми кредитних циклів та бульбашок на ринку активів. Поширення проблеми проциклічності фінансової системи за межі розвинутих країн, водночас, відбувається у достатньо викривлений спосіб. Так, недостатньо місткі внутрішні фінансові ринки країн з середніми доходами стають особливо чутливими до стану глобальної ліквідності. З одного боку, курсова гнучкість дозволяє знизити силу впливу припливу капіталу на роздування фінансової бульбашки [287; 246], а, з іншого боку, - нагромадження валютних резервів залишається монетарною складовою запобігання фінансовій нестабільності [303]. Конкуrentне нагромадження резервів за умов глобальної фінансової нестабільності переростає у конкурентне утримання від їх втрати, що еквівалентно конкурентним девальваціям з досвіду 1930-х рр. [37; 39; 141].

Таким чином, в залежності від того, якою мірою країни з ринками, що формуються, опиняються перед загрозою переростання масштабного припливу

капіталу у кредитну експансію та інфляцію вартості активів, експліцитна реакція на фінансову нестабільність стає більш оптимальною стратегією. Реакція по типу «нехтування роздуванням бульбашки, але підтримка ліквідності після того, як вона лусне» у випадку країн з ринками, що формуються, є неприйнятною, порівняно із випадком розвинутих країн [137]. Більш виправданим теоретичним підходом щодо створення монетарних умов до забезпечення фінансової стабільності буде поєднання монетарної політики та інструментів макропруденційного регулювання [295]. При цьому, оптимальна монетарна політика передбачатиме поєднання курсової гнучкості і нагромадження резервів в сукупності із розширенням набору змінних, на які реагує центральний банк. Окрім традиційних інфляційного розриву та ВВП-розриву кращий результат даватиме включення у функцію реакцій змінної, що ідентифікує кредитний бум як найбільш простий та репрезентативний індикатор майбутнього зростання вартості активів, що загрожує фінансовим обвалом. В більш широкому розумінні це означає зміну парадигми забезпечення фінансової стабільності шляхом переходу на принципи макропруденційного підходу [293]. Тобто, як і у випадку розвинутих країн, для країн з середніми доходами очевидним стає те, що забезпечення лише курсової гнучкості та цінової стабільності є недостатнім для підтримання здорової макрофінансової ситуації у довгостроковому періоді.

Висновки до I розділу

1. Фінансова нестабільність проявляється в змінах у функціонуванні фінансової системи та її відхиленнях від стану динамічної ринкової рівноваги, які знижують ефективність виконання її ключових економічних функцій, таких, як розподіл ресурсів, передавання ризиків, здійснення платежів та послаблюють здатність протистояти руйнівному впливу внутрішніх і зовнішніх шоків на економічну активність. Фінансова нестабільність притаманна ринковій економічній системі, а найвищою формою її прояву виступає криза як результат

нагромаджених структурних диспропорцій в економіці.

2. В країнах з нерозвинутою фінансовою системою вищою формою прояву фінансової нестабільності здебільшого виступають банківські кризи, а їх виникнення пов'язується із загальним погіршенням макроекономічної ситуації внаслідок загострення боргових проблем, девальваційними очікуваннями та інфляцією. Доларизація, фіксовані курси та незначні міжнародні резерви центральних банків розглядаються як складові компоненти фінансової нестабільності і банківської кризи.

3. Наявність ряду специфічних макрофінансових проблем, з якими стикаються країни з ринками, що формуються, інституціональна слабкість та політична нестабільність роблять їх неспроможними раціоналізувати бюджетні доходи та видатки, що веде до виникнення перманентних боргових криз. Це актуалізує потребу в окремих методологічних підходах до аналізу монетарної політики і специфіки підтримання фінансової стабільності в даній групі країн.

4. Структурні трансформації, перехід до відкритої економіки та фінансові реформи в країнах з ринками, що розвиваються за умов глобалізації призвели до нових викликів монетарній політиці та фінансовій нестабільності. Підвищення залежності країн з низькими та середніми рівнями доходів від приватних ринків капіталу у фінансуванні дефіцитів бюджету та платіжного балансу створило передумови для прямого впливу монетарної політики розвинутих країн на макрофінансову ситуацію в решті світу. Глобальний монетарний клімат, який визначається політикою центральних банків провідних країн світу, через зміну процентних ставок почав визначати цикли припливу капіталу: зниження глобальних ставок заохочує припливи капіталу в країни з ринками, що формуються, а їх підвищення призводить до протилежної тенденції.

5. Імперфекції глобальних ринків капіталу демонструють так званий інформаційний підхід глобального інвестора, який не розрізняє ризики і загрози в розрізі країн з подібними характеристиками, а формується усереднена реакція у вигляді «стадної поведінки» на негативні сигнали в одній країні з їх поширенням на інші на основі раптового і значного відпливу капіталу, який дестабілізує

валютно-фінансову сферу цих країн і призводить до виникнення криз. Мобільність капіталу є ключовим фактором реформ у сфері макроекономічної політики, зорієнтованим на забезпечення фінансової стабільності, а потоки капіталу розглядаються як основна детермінанта вибору режиму валютного курсу та еволюції монетарної політики в країнах з низькими і середніми доходами.

6. Відсутність стабільності обмінного валютного курсу або відхід від його фіксації, девальвації та гіперінфляції призводять до хеджування економічними агентами макроекономічних ризиків у формі доларизації та валютного заміщення і виникнення специфічної доларизованої економіки або так званої дуальної банківської системи (підтримка активів та пасивів фінансовими посередниками та іншими економічними агентами в іноземній валюті).

7. Падіння процентних ставок за кредитами в умовах низької і стабільної інфляції сприяє появі у поведінці фінансових посередників феномену «пошуку доходності», який заохочує ризикову поведінку фінансових установ і веде до посилення фінансової нестабільності через нагромадження ризиків, погіршення ліквідності і платоспроможності фінансових установ у разі настання шоків.

8. З настанням глобальної фінансової кризи центральні банки багатьох країн світу перейшли до використання неконвенціональних монетарних режимів з наданням переваг таким стабілізаційним заходам монетарної політики, як зниження процентних ставок, нарощування масштабів грошової пропозиції і підвищення ліквідності банківської системи за рахунок збільшення обсягів банківських резервів, незадіяних в активних операціях.

Основні положення першого розділу знайшли відображення в публікаціях дисертанта [107; 108; 112; 113; 115; 120; 121].

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ ЕФЕКТИВНОСТІ РЕАЛІЗАЦІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НБУ ЗА УМОВ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

2.1. Методика наукового дослідження монетарної політики за умов фінансової нестабільності.

В процесі пізнання, який є основою наукового дослідження, за допомогою певного методичного апарату відбувається перетворення фактів та наявної інформації про об'єкт дослідження у висновки та пропозиції, які є релевантними і можуть мати практичну та наукову цінність. Для забезпечення результативності та ефективності дослідження стану та дієвості монетарної політики за умов фінансової нестабільності необхідно визначитися з методичною базою, структурувати та оптимізувати інструментарій, на основі яких проводитимемо наукове дослідження.

Використовуючи найбільш вживане у вітчизняній економічній науці визначення методу економічної теорії [129], під методологією дослідження особливостей проведення монетарної політики за умов фінансової нестабільності вважатимемо сукупність прийомів і способів, загальнонаукових та філософських принципів наукового пізнання, за допомогою яких здійснюється теоретичне обґрунтування, виявлення та відтворення закономірностей розвитку економічної системи, явища чи процесу.

Складність і комплексність об'єкту дослідження висуває особливі вимоги до теоретичної бази і вимагає застосування законів і узагальнень, сформованих різними науками. Міждисциплінарний статус об'єкта дослідження обумовлює використання фундаментальних положень і принципів економічної теорії, фінансів, кредиту, мікроекономіки та макроекономіки, історії економічних вчень, теорій монетаризму, кейнсіанства і посткейнсіанства, неокласиків, нової інституціональної теорії фінансів та інших теорій.

Дискусії між представниками зазначених теорій щодо взаємозв'язку між

фінансовою нестабільністю та монетарною політикою базуються на різному баченні ролі монетарної політики в макроекономічних процесах. На думку кейнсіанців, монетарна політика сама по собі не генерує фінансову нестабільність, а настання кризових явищ є закономірним явищем пристосування вартості фінансового багатства до очікуваних обсягів реального випуску. Представники нової австрійської школи вважають, що фінансова нестабільність породжена неефективною монетарною політикою і самою ринковою економікою, які через неконтрольовану систему грошової пропозиції призводять до зниження процентних ставок в окремі періоди, породжуючи циклічні коливання та цикли утворення заборгованості у приватному секторі. На переконання монетаристів, настання фінансової нестабільності пов'язане з дефляційними процесами, ускладненням моделі економіки внаслідок зростаючого значення фінансового посередництва та впливом центробанків на ліквідність депозитних організацій і процентні ставки. Представники нової інституціональної теорії фінансів вважають, що саме специфіка функціонування фінансового сектора може визначати циклічні коливання в економіці, в тому числі за рахунок наявності проблеми асиметрії інформації, яка впливає на зміну структури раціонування кредиту і погіршення якості кредитного портфелю.

У світовій практиці визначення рівня фінансової нестабільності використовуються різноманітні підходи до відбору індикаторів-передвісників фінансової нестабільності (індикаторів фінансової стійкості), які в залежності від методології, що застосовується дослідниками, можна звести до трьох груп: якісний аналіз, економетричне моделювання і непараметричні оцінки. В окремих дослідженнях індикаторів фінансової стійкості поєднується декілька підходів. У нашій дисертаційній роботі перевага надається якісному аналізу визначення рівня фінансової нестабільності з поєднанням окремих елементів непараметричної оцінки, а саме при розробці зведених індексів фінансової нестабільності.

Достовірність одержаних результатів залежить від інформаційної бази, яка використовується при науковому дослідженні. Завданням інформаційного забезпечення є інформування про стан досліджуваного об'єкту і його

функціонування. Тому від обсягу інформації, джерел її отримання і достовірності в значній мірі залежать результати наукового дослідження. В межах дослідження монетарної політики за умов фінансової нестабільності нами використовувалися різноманітні джерела і різні види інформації, а саме:

– статистична інформація: Міжнародний валютний фонд, Світовий банк, Євростат, Національний банк України, Державний комітет статистики України, Міністерство фінансів України, Європейський центральний банк, Федеральна Резервна Система США, центральні банки іноземних держав;

– нормативна інформація: Верховна Рада України, Кабінет Міністрів України, Правління Національного банку України, Міністерство фінансів України;

– наукова інформація: різноманітні міжнародні бази знань та публікацій, вітчизняні та іноземні наукові журнали, вісники, збірники праць.

Для досягнення мети із поставлених завдань наукового дослідження у дисертаційній роботі використовувалися загальні та спеціальні методи наукового пізнання. Із загальнонаукових методів в найбільшій мірі використовувалися методи абстрагування, аналіз і синтез, групування, узагальнення, формалізації, індукції та дедукції, історичний метод, методи аналогій і порівняння.

Метод абстрагування у науковій діяльності носить універсальний характер і дозволяє уявно відволіктися від несуттєвих властивостей, зв'язків і предметів та одночасно виділити одну чи кілька властивостей, що становлять об'єкт дослідження. В нашому дослідженні метод абстрагування сприяє виявленню чинників, які помітно впливають на результативність монетарної політики, а також змінних, які в найбільшій мірі визначають стан фінансової нестабільності в умовах посилення глобалізаційних процесів. Метод абстрагування в ланці логічного мислення знаходиться у тісному взаємозв'язку з такими методами дослідження, як аналіз і синтез. Особливо широке застосування даних методів відбувається при дослідженні механізмів та інструментів грошово-кредитної політики. Зокрема, при дослідженні ефективності дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики останній розкладається на окремі канали, з

виділенням характерних для них монетарних інструментів. Шляхом синтезу поєднуємо окремі складові, отримані під час аналізу, в одне ціле. Саме методи аналізу та синтезу дозволяють більш глибоко дослідити сутність явища і дати йому кількісну та якісну оцінку. Так, через синтез раніше абстрагованих нами каналів та інструментів здійснюємо їх поєднання і оцінюємо ефективність діяльності трансмісійного механізму і монетарної політики в цілому.

За певними ознаками реагування макроекономічних і фінансових змінних та індикаторів фінансової стійкості депозитних корпорацій на зміну рівня фінансової нестабільності вони поділяються на окремі однорідні групи за допомогою методу групування. На основі їх загальних ознак та властивостей відбувається перехід від одиничного до особливого та загального, тобто використовується метод узагальнення. В процесі представлення результатів оцінки рівня фінансової нестабільності у банківському секторі і фінансово-економічній системі України виникла потреба у методі формалізації. За допомогою логічних залежностей та розрахунків кількісно оцінено стан фінансової нестабільності. Методи групування, узагальнення і формалізації широко використовуються при визначенні ефективності використання різних механізмів та інструментів грошово-кредитної політики Національного банку України та при виробленні рекомендацій щодо підвищення їх дієвості.

Для дослідження процесу еволюції монетарної політики у взаємозв'язку із фінансовою нестабільністю використовувався історичний метод. Використання історичного методу для аналізу і оцінки проведення монетарної політики в країнах з ринками, що розвиваються та взаємозалежності монетарної політики і фінансової нестабільності дозволило не лише відобразити відмінності в їх оцінці основними напрямками макроекономічної теорії (Додаток Б), але і виявити нові виклики монетарній політиці та фінансовій нестабільності за умов глобалізації, в тому числі, від посилення мобільності потоків капіталів та прямого впливу монетарної політики центральних банків провідних країн світу на макрофінансову ситуацію в решті країн світу. А дослідження процесу проведення грошово-кредитної політики в Україні та результативності використання

основних монетарних інструментів НБУ стало можливим завдяки поєднання використання історичного методу, методів індукції, дедукції, аналізу та синтезу.

Вивчення світового досвіду використання механізмів та інструментів грошово-кредитної політики ґрунтувалося на використанні методів порівняння і аналогій, а при виробленні пропозицій щодо застосування у вітчизняній практиці дієвих монетарних інструментів застосовувалися методи узагальнення.

Крім загальнонаукових методів у нашій дисертаційній роботі широко використовувалися спеціальні методи пізнання, а саме:

– методи статистичного і графічного аналізу – для характеристики і оцінки динаміки монетарних інструментів і для виявлення зміни рівня фінансової нестабільності за допомогою динаміки індикаторів фінансової стійкості банківської системи;

– позитивний метод – для об'єктивного з'ясування сутності зв'язків між фінансовою нестабільністю та монетарною політикою, і нормативний метод – для вироблення науково-практичних рекомендацій щодо вдосконалення методики оцінки рівня фінансової нестабільності та посилення дієвості інструментів грошово-кредитної політики Національного банку України;

– метод функціонального аналізу – для визначення величини коефіцієнтів фінансової стійкості банківської системи, інтегрального коефіцієнта фінансової стійкості фінансово-економічної системи країни та виявлення індикаторів, які здійснюють найбільший негативний або позитивний вплив на стан фінансової нестабільності.

Отримані в процесі наукового дослідження результати і пропозиції знайшли представлення в різних формах відображення, а саме в табличній, графічній, описово-аналітичній.

Складність і міждисциплінарний характер об'єкту нашого дослідження передбачає використання оптимальної стратегії елімітування вхідних даних з тим, щоб зробити їх придатними до аналізу. В науковій практиці присутні три основні стратегії елімітування: експериментальна, редуційна та експлікативна.

Експериментальна стратегія припускає можливість повторення

експерименту в майбутньому за аналогічних умов, що є фактично неможливим при дослідженні монетарної політики за умов фінансової нестабільності, що не дозволяє нам застосовувати дану стратегію.

Редукційна стратегія передбачає дослідження значного масиву фактів з тим, щоб визначити змінні, які в найбільшій мірі відображають загальні властивості об'єкта дослідження і характеризують його глибинну сутність. Використання редукційної стратегії дозволяє сформувати кореляційні залежності і статистичні моделі, а також наукові теорії, які підтверджуються чисельним емпіричним матеріалом. Ключовими методами дослідження за даної стратегії є індукція, статистичні методи з використанням кореляційного, регресійного і функціонального аналізу та економіко-математичного моделювання. При дослідженні зміни стану фінансової нестабільності, а також вивченні іноземного досвіду з проведення монетарної політики нами широко використовувалися дані окремі елементи редукційної стратегії.

Найбільш поширеного застосування в економічній науці набула експлікативна стратегія, яка дозволяє вивчати складні явища в контексті комплексного впливу існуючого середовища. Зосередження уваги на певному об'єкті дослідження без обмеження кількості змінних та характеристик даного об'єкту створює можливості для його комплексного вивчення. Саме експлікативна стратегія лягла в основу нашого дослідження монетарної політики за умов посилення фінансової нестабільності і дозволила з'ясувати та пояснити причинно-наслідкові залежності і основні закономірності її функціонування. Вона дозволила прийти до висновків про необхідність посилення координації в діях НБУ та інших державних органів як на національному, так і міжнародному рівнях, підвищення ролі і значення макропруденційного нагляду.

В процесі дослідження монетарної політики за умов фінансової нестабільності для розкриття глибинної суті явищ і процесів, що розглядаються, та відображення закономірностей їх розвитку, виникає потреба у використанні ланки фундаментальних принципів наукового пізнання. До найбільш важливих принципів, які використовуються в дисертаційній роботі, можна віднести:

– принцип історизму, який передбачає врахування особливостей у проведенні монетарної політики впродовж тривалого періоду часу з метою виявлення закономірностей та векторів подальшого розвитку;

– принцип сходження від абстрактного до конкретного, який зумовлює перехід від дослідження теоретико-концептуальних засад монетарної політики до аналізу суті основних категорій, форм їх прояву та виявлення властивостей, зв'язків і закономірностей в її розвитку та впливі на соціально-економічний розвиток країни і світового господарства за умов фінансової нестабільності;

– принципи об'єктивності та науковості, які передбачають дотримання об'єктивності при здійсненні наукового дослідження, безпристрасного вивчення реальних фактів проведення монетарної політики за допомогою обґрунтованих і узгоджених між собою наукових методів та підходів до вивчення даного явища з урахуванням економічних законів, принципів і закономірностей в еволюції фінансово-економічної системи;

– принцип розвитку, що передбачає дослідження монетарної політики з врахуванням безперервних кількісних і якісних, прогресивних і регресивних трансформацій, якими характеризуються монетарні процеси;

– принципи достатності підстави і детермінізму, що ґрунтуються на концепції обумовленості, згідно якої будь-яка ідея, факт чи явище обов'язково є наслідком дії певної об'єктивної сили, а наукове пізнання має рухатися від однієї точки до іншої на основі встановлення причинно-наслідкових залежностей;

– принцип цілісності, системності і комплексності, які ґрунтуються на системній організованості, повноті та комплексності дослідження аспектів монетарної політики у взаємозв'язку з фінансовою нестабільністю та запропонованих в результаті дослідження ідей і теоретичних висновків;

– принцип взаємозв'язку, що передбачає врахування при дослідженні монетарної політики зв'язків між фінансовим і реальним секторами економіки, між національним та світовим господарствами.

Використання зазначених принципів знаходить логічне продовження в наборі наукових підходів до дослідження ефективності використання

регулятором монетарних інструментів. Серед наукових підходів, що використані нами в дисертаційній роботі, основними є системний, синергетичний, міждисциплінарний та ієрархічний.

Для досягнення мети дослідження пріоритетне значення має системний підхід. Згідно методологічних вимог розгляд об'єкта дослідження як складної системи передбачає виявлення залежностей кожного елемента грошово-кредитної політики від його місця і функцій в системі, а також аналізу обумовленості ефективності монетарної політики від структури та властивостей окремих елементів монетарного механізму. Тобто, відповідно до системного підходу, об'єкт нашого дослідження – монетарна політика – повинен розглядатися у двох зрізах: через систему її відокремлених і відмінних складових елементів з їх ієрархічними взаємозв'язками, а також як цілісна система, що існує незалежно від державної економічної політики. Важливим аспектом монетарної політики як системи є її відкритий характер, що породжує взаємовпливи та взаємозв'язки між самою системою та її зовнішнім середовищем. Тому в процесі наукового дослідження важливим є з'ясування впливу на дієвість монетарної політики зовнішніх чинників економічного і політичного плану.

Зважаючи на те, що властивості цілого не можна зводити до простої суми властивостей його елементів, то самого системного підходу виявляється недостатньо. Це вимагає застосування синергійного підходу. Потреба в ньому пояснюється і необхідністю розробки наукових рекомендацій, які б дозволили доповнити існуючу систему грошово-кредитної політики новим змістом (таким, наприклад, можуть вважатися рекомендації щодо вдосконалення механізму впливу монетарної політики на забезпечення довгострокової макроекономічної стабільності, розроблені в параграфі 3.2 дисертаційної роботи) та підсилити позитивний вплив її наявних елементів.

Міждисциплінарний характер об'єкта дослідження та проблематики його розвитку вимагає застосування не лише різноманітних джерел інформації, а й міждисциплінарного підходу до самого процесу дослідження. Монетарна політика за умов фінансової нестабільності, крім економічних аспектів, зачіпає

важливі елементи теорії та методології філософії, фінансів, статистики. Поєднання міждисциплінарного та системного підходів створює можливості для вивчення об'єкту дослідження в комплексі та динаміці, тобто більш глибоко.

Тісний зв'язок грошово-кредитного ринку країни з міжнародними ринками та їх взаємовплив в значній мірі визначає результативність заходів монетарної політики і потребує ієрархічного підходу до дослідження монетарної політики. Зміна стану фінансової нестабільності на світових ринках через різні зовнішні чинники впливає на функціонування національного фінансового ринку, його окремих сегментів і фінансових установ, що, в кінцевому результаті, позначається на ефективності національної монетарної політики. Це вимагає вивчення і аналізу змін, які відбуваються як на національному, так і світових ринках, врахування впливу змін зовнішнього фактору та узгодження діяльності Національного банку України з діями центральних банків інших країн.

Виходячи із головної мети наукового дослідження, якою є поглиблення теоретико-методологічних і організаційних засад монетарної політики та вироблення практичних рекомендацій для забезпечення довгострокової макроекономічної стабільності в країні, а також для отримання наукових і практичних результатів, необхідним є застосування комплексної теоретико-методологічної бази. Наше наукове дослідження ґрунтується на зв'язку теорії з практикою і здійснюється у контексті неперервного діалектичного розвитку. Складність, системність і багатогранність об'єкта дослідження зумовлює використання таких елементів та рівній методології науки, як наукові ідеї та гіпотези, загальнонаукові та спеціальні методи і підтвердження теоретичних висновків практичними рекомендаціями.

2.2. Дисбаланси банківської системи України в світлі аналізу монетарної політики НБУ та глобальної фінансової кризи

Розгортання світової фінансової кризи розпочалося з середини 2007 р., але помітні її прояви в Україні стали відчутними восени 2008 р. Значні втрати у фінансовому секторі, відтік капіталу й скорочення обсягів зовнішньоторговельних операцій спричинили спочатку зниження темпів зростання, а згодом і падіння обсягів ВВП, які значно перевищували аналогічні показники більшості країн світу. Відбулося розбалансування фінансового ринку, значне зниження ефективності функціонування банківської системи, знецінення національної валюти, прискорення інфляційних процесів, виникнення цілого ряду інших негативних наслідків. Подібні ситуації виникали і в інших країнах, але зі своїми особливостями і з меншими негативними наслідками.

Висока макроекономічна і фінансова нестабільність в Україні ще до початку кризи у жовтні 2008 р., відмічалася в оцінках зарубіжних агентів. За рівнем чутливості до макроекономічної нестабільності Fitch у травні 2008 р. з-поміж 73 країн, з яких проводився аналіз, Україна посіла 2 місце серед найбільш вразливих країн. В огляді Standarts and Poor's за 2008 р. банківський сектор України мав високий ступінь ризику – 10 категорію, до якої відносяться найбільш слабкі та уразливі банківські сектори світу. В квартальній оцінці фінансових ризиків Американського казначейства (вересень 2008 р.) Україна потрапила до десятки країн з найбільш високим ступенем фінансового ризику в світі: Україні загрожують різкі зміни в структурі платіжного балансу або настання кризи протягом наступних одного-двох років.

Серед основних причин уразливості української економіки найчастіше виділялися:

- великий дефіцит рахунку поточних операцій;
- тягар зовнішнього боргу;
- слабкість банківського сектору.

В значній кількості наукових праць та аналітичних досліджень відомих українських вчених і практиків здійснюється аналіз розвитку світової фінансової кризи та її впливу на національну економіку, на функціонування фінансового сектору і, зокрема, банківську систему, з тим, щоб виробити дієвий механізм антикризового управління. Особливо помітний внесок у розв'язання даної проблеми зроблено О. Барановським, О. Береславською, А. Гальчинським, В. Гейцем, А. Гриценко, О. Дзюблюком, Ж. Довгань, В. Козюком, І. Лютим, Б. Луцівим, С. Міщенко, А. Сомик, Т. Кричевською, Л. Шинкаруком та іншими.

Проте виявленню причин, що породжують фінансову нестабільність в Україні, форм прояву та визначенню величини її рівня приділено недостатньо уваги, що обумовлює актуальність дослідження даних проблем. Величина потрясінь і значні масштаби втрат від посилення нестабільності і настання криз вимагають глибокого аналізу чинників, які породжують дане явище.

У передкризовий період економіка України була на фазі підйому: з 2000 р. до третього кварталу 2008 р. обсяги ВВП зростали в середньому на 7,5 % на рік, дефіцит бюджету не перевищував 1,5 % ВВП, а накопичені НБУ валютні резерви на початок жовтня 2008 р. склали 37 млрд. дол. США. Проте міжнародна криза ліквідності, «породжена зменшенням схильності до ризику та падінням вартості активів і цін на товари, заморозила багато життєво важливих сегментів міжнародного фінансового посередництва» [48, с. 128], перервала цикл зростання економіки України. Від погіршення зовнішнього економічного середовища восени 2008 р. Україна зазнала глибокого економічного спаду, найсильнішої девальвації валюти серед всіх країн світу і падіння індексу фондового ринку: ВВП скоротився на 8 %, національна валюта знецінилася на 58 %, а фондовий індекс ПФТС скоротився більше, ніж на 70 %. Тобто вплив міжнародної кризи ліквідності на фінансово-економічну сферу України був надто сильним.

В докризовий період особливо динамічно розвивалася фінансова система України, про що свідчить високий щорічний приріст основних показників розвитку банківського сектору (капіталу пасивів, активів, кредитів), який становить серцевину фінансової системи. Особливо високі темпи зростання були

у 2006-2008 рр. і становили 40–60 %, а за окремими напрямками і більше (додаток Г). У порівнянні з реальним сектором економіки, де за період 2000-2007 рр. ВВП у доларовому вимірі збільшився в 1,68 рази, основні показники діяльності банків зросли у 6–7 разів. Саме такий «неконтрольований розвиток фінансової системи, яка зростала не виправдано швидко» окремі науковці вважають основною причиною настання кризи [21, с. 24].

Про наростання дисбалансів та нестабільності у банківській системі у передкризовий період свідчила динаміка зміни обсягів власного капіталу банків і їх зобов'язань. За винятком 2004 р., обсяги власного капіталу банків наростали повільніше, ніж обсяги зобов'язань банківської системи. Це також проявлялося і в динаміці частки власного капіталу у загальних зобов'язаннях протягом 2001–2007 рр., яка мала чітко виражену тенденцію до зменшення (з 19,9 % у 2001 р. до 13,1 % у 2007 р.). Більш швидке нарощування зобов'язань відбувалося і у I–III кварталах 2008 р. І лише посилення вимог НБУ (з настанням фінансової кризи в Україні) щодо обсягів статутного капіталу банків перервали цю тенденцію. Однак в цілому за 2008 р. відбулося зростання зобов'язань банків у 1,5 рази (з 529,8 млрд. грн. до 805,8 млрд. грн.), в тому числі на 66 млрд. грн. за рахунок приросту коштів клієнтів банків і на 50 млрд. грн. – за рахунок приросту власного капіталу банків (з них 43 млрд. грн. за рахунок збільшення обсягу статутного капіталу) [64]. В наступних роках спостерігалось більш швидке збільшення обсягів власного капіталу банків, що є важливим чинником для зниження рівня фінансової нестабільності у банківській системі.

Швидке нарощування основних показників діяльності банків було характерним і протягом 2008 р., коли в значній кількості країн світу вже розпочалася фінансова криза. В цілому за даний рік обсяг активів банківської системи зріс на 76 % (до 973,3 млрд. грн.) і це зростання в основному було досягнуто нарощуванням обсягів кредитування (частка кредитного портфеля в активах досягла найвищого свого значення за весь попередній період – 81,5 %).

Орієнтація уряду України на розширення внутрішнього попиту як складової піднесення економіки стимулювала зростання імпорту замість

збільшення внутрішнього виробництва. Значну роль у цьому відіграла надмірна кредитна експансія (див. рис. 2.2.1), яка призвела до сумнівної і безнадійної позичкової заборгованості і, в кінцевому результаті, до кризи банківської системи. В передкризовий період відбувалося нарощування частки кредитного портфеля в активах банків внаслідок надзвичайно високих темпів приросту обсягів кредитування. У 2005-2007 рр. вони становили близько 70 %, а у 2008 р. дещо менші – 57,3 %. За даний період обсяги наданих кредитів банками зросли з 156,4 млрд. грн. до 792,4 млрд. грн., тобто в п'ять разів. Якщо ж врахувати, що середньорічні темпи зростання ВВП у 2005-2007 рр. становили 5,8 %, то обсяги нарощування кредитування перевищували їх в 12 разів. Не було враховано і досвід Таїланду, Малайзії та Південної Кореї із попередньої кризи 1997 р. про те, що коли збільшення обсягів кредитування більш, ніж у два рази перевищуватиме зростання ВВП, то це несе загрозу настання банківської кризи.

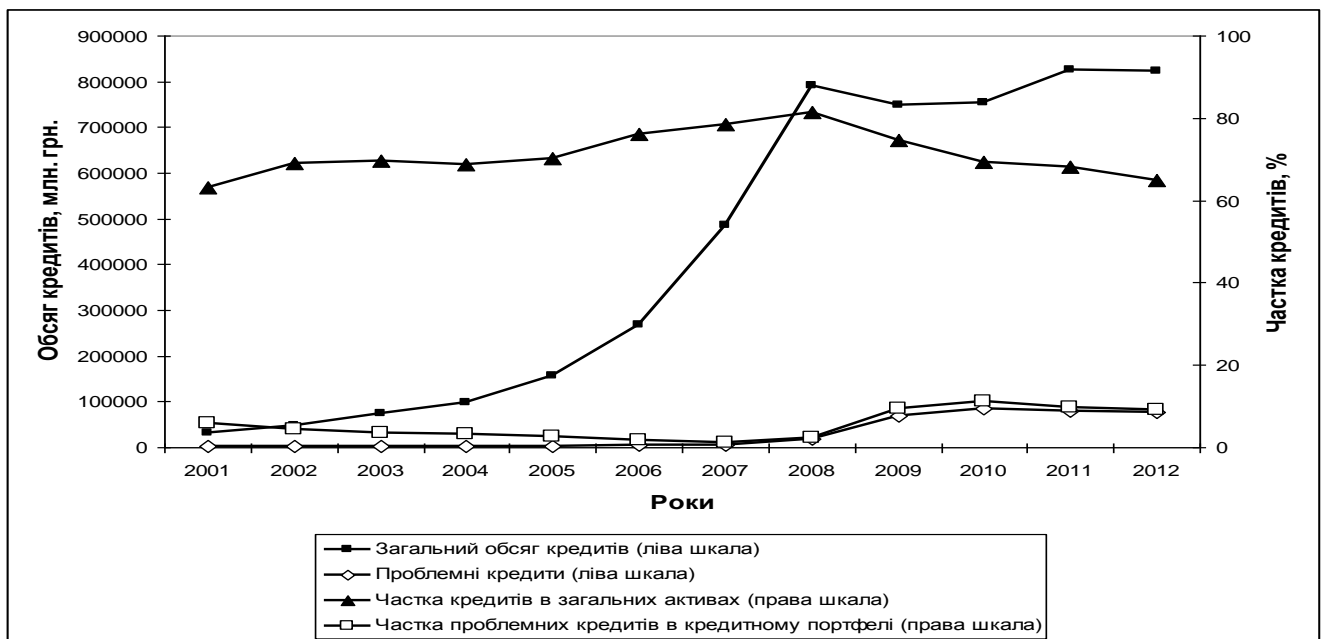


Рис. 2.2.1. Динаміка обсягів кредитування за період 2001–2012 рр.*

* Побудовано автором на основі даних НБУ

В даний період відбувалася переорієнтація банків на кредитування поточної діяльності та споживче кредитування (78 % всього обсягу кредитів) і лише 22 % припадало на інвестиційне кредитування. Проте, як слушно зауважує О. Дзюблюк, висока кредитна заборгованість домашніх господарств зумовлює

перевищення споживання над заощадженнями і тим самим дестабілізує інвестиційний процес [19, с. 31]. В намаганні максимізувати прибутки банки проводили агресивну кредиту політику, яка проявилася в стрімкому зростанні обсягів кредитування населення (іпотечне, авто-, споживче), що створювало потенційні загрози для виникнення значних обсягів проблемної кредитної заборгованості. За такої агресивної кредитної політики “відбулося суттєве зниження вимог до потенційних позичальників”, не завжди об’єктивно враховувався стан позичальників, кредити надавалися без реального забезпечення або з низьколіквідним забезпеченням і часто не відповідали реальним можливостям позичальників щодо їх обслуговування, що “створювало величезний обсяг субстандартних кредитів низької якості” [19, с. 31]. Підвищення ризиковості діяльності переважної більшості банків України, в першу чергу, за рахунок надмірного нарощування обсягів кредитування, сприяло зростанню рентабельності капіталу, але водночас вело і до накопичення ризиків та посилення фінансової нестабільності, прояви яких стали особливо помітними в IV кварталі 2008 р. Саме перехід переважної більшості банків світу від класичної системи банківського бізнесу до більш ризиково орієнтованої моделі, на думку професора Університету прикладних наук Федерального банку Німеччини О. Крузе, стало однією з основних причин настання нинішньої фінансової кризи [10, с. 4]. З другого боку, відбувався відрив від ресурсної бази кредитування, сформованої на основі депозитних коштів. При збільшенні обсягів кредитування за період 2005-2008 рр. у 5 разів депозитна база зросла всього у 2,7 рази (з 133,7 млрд. грн. у 2005 р. до 357,1 млрд. грн. у 2008 р.), що свідчить про наявність інших джерел зростання зобов’язань банків і, в першу чергу, зовнішніх запозичень (рис. 2.2.2.). Про масштаби недеPOSITного розширення зобов’язань банків свідчить зниження частки депозитів юридичних і фізичних осіб у зобов’язаннях банків з 71,0 % у 2005 р. до 44,3 % у 2008 р. Хоча у післякризовий період частка даних депозитів у зобов’язаннях банківської системи дещо зросла, проте майже половина зобов’язань мають недеPOSITне походження, що свідчить про наявність джерел для посилення нестабільності банківської системи.

В передкризовий період обсяги наданих кредитів перевищували обсяги депозитів, які залучалися банківською системою країни: у 2006 р. – в 1,3 рази, в 2007 р. – 1,5 рази, у 2008 р. – у 2 рази. Кредитні ресурси вітчизняних банків все більше формувалися за рахунок значно дешевших зовнішніх запозичень (фінансові ресурси з-за кордону залучалися під 4-5 % річних, а надавалися у позику під 10-11 % річних). Це призвело до значного зростання частки кредитів в іноземній валюті в загальному обсязі кредитів – з 41,7 % у 2003 р. до 59,1 % у 2008 р.

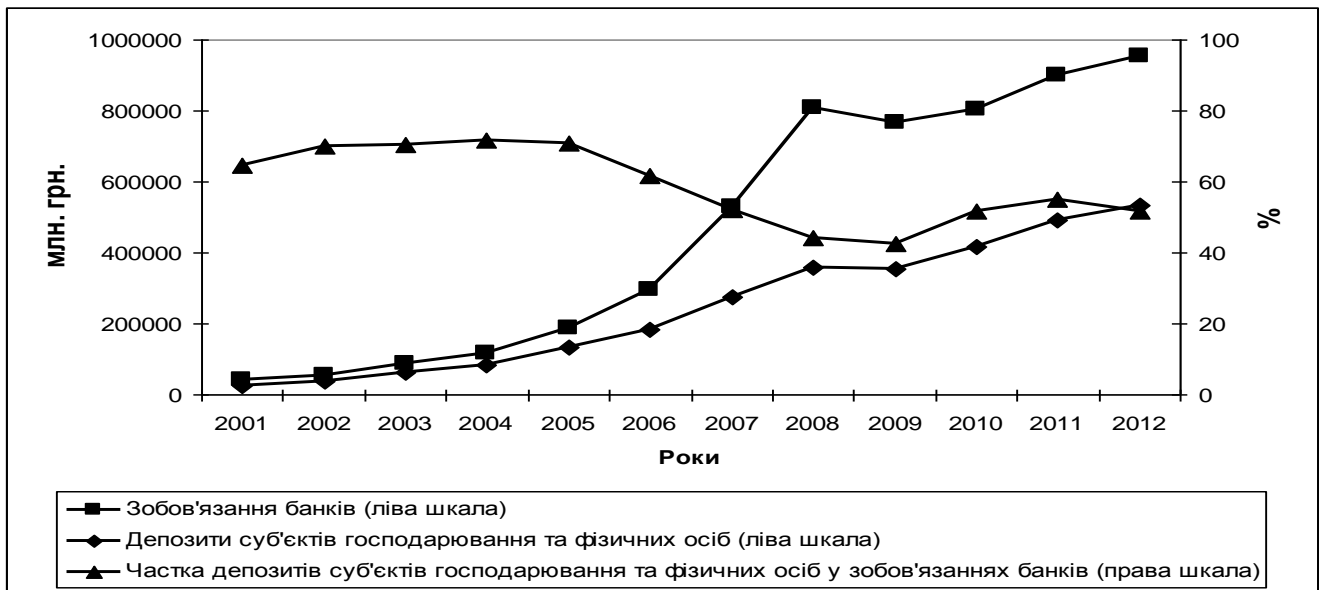


Рис. 2.2.2. Динаміка зобов'язань банківської системи України за період 2001–2012 рр.*

*Побудовано автором на основі даних НБУ [9]

Зовнішні запозичення здійснювались на термін 3-5 років, а кредити переважно надавались на 10–20 років, що змушувало українські банки вдаватися до рефінансування одержаних кредитів за рахунок нових. Проте, в результаті згорання кредитних програм більшості іноземних банків, які зазнали втрат від іпотечної кризи в США, українські банки опинилися перед загрозою кризи ліквідності. Адже для повернення раніше запозичених ресурсів вони були вимушені перекредитовуватися за новими значно вищими ставками. Все це в кінцевому результаті проявилось у зростанні зовнішньої заборгованості банків –

з 1,75 млрд. дол. США у 2004 р. до 30,97 млрд. дол. США у 2008 р.

Значний обсяг наданих кредитів в іноземній валюті при зниженні поступлень валютних ресурсів за рахунок експорту і фінансових операцій підвищував попит на іноземну валюту на внутрішньому міжбанківському ринку, підсилював її дефіцит і вів до валютних спекуляцій. Це позначилось на падінні курсу гривні, посиленні інфляційних процесів в країні і погіршенні платоспроможності позичальників. Як наслідок, це загострило проблему повернення кредитів і породило дефіцит ліквідності банківської системи. Справедливим є зауваження Р. Пустовійта, що «фінансова система, яка вибудовувалася на боргах і надмірному кредитуванні, трансформувалася в нестабільну...» [76, с. 66].

Несприятливі процеси у світовій та вітчизняній економіках призвели до зниження рівня довіри до банків та їх фінансової стійкості. Виникнення напруженої ситуації в діяльності окремих великих вітчизняних банків спровокувало посилення недовіри вкладників до банківської системи і масовий відтік коштів із банків. Протягом IV кварталу 2008 р. відбулося зменшення обсягів депозитів у національній валюті на 30 млрд. грн. та в іноземній валюті на 2,3 млрд. дол. США і ця тенденція продовжувала спостерігатися на початку 2009 р. В цілому ж, з моменту виникнення кризи до початку березня 2009 р. відтік коштів із банківської системи склав близько 80 млрд. грн. В даному випадку варто погодитися з думкою Ж. Довгань, що саме відсутність довіри до банків стала каталізатором банківської кризи в Україні [21, с. 26], хоча спірним є її твердження про те, що недовіра вкладників до банків була спровокована штучно [21, с. 21].

На переконання М. Савлука [25, с. 37], банківський сектор безпосередньо пов'язаний з девальвацією національної валюти через допущені помилки під час формування ресурсної бази провідних банків. Роль зовнішніх запозичень та інших механізмів валютних залучень була перебільшена. Внаслідок цього в ресурсній базі переважали недепозитні валютні кошти (зовнішні запозичення), відтак банки опинилися під величезною загрозою курсових ризиків. Якби банки

розмістили ці кошти на валютному ринку, тобто продали, а операції кредитування проводили в національній валюті, то весь тягар курсових ризиків ліг би на них. Для уникнення цих ризиків банки вдалися до валютного кредитування, переклавши їх на позичальників. Проте ухилення банків від даного ризику спричинило появу низки інших загроз. На внутрішньому ринку позичальникам для розрахунків з банками необхідна була валюта, а банкам вона була необхідна для розрахунків з іноземними контрагентами. Оскільки надані в кредит валютні кошти в основному витрачалися на оплату імпортованих товарів і валюта вивозилася за кордон, це зменшувало її пропозицію та дестабілізувало валютний ринок, і погіршувало ситуацію банків на довгострокову перспективу.

Непродумана та ризикова діяльність банків у сфері валютно-кредитних операцій призвела до значних втрат внаслідок девальвації національної валюти на 60 %. Чимало позичальників, які отримали кредити в іноземній валюті, виявилися неплатоспроможними. За рахунок курсової різниці на їх плечі лягло додаткове фінансове навантаження в сумі 180 млрд. грн., з них 95 млрд. грн. припало на юридичні особи і 85 млрд. грн. – на фізичні [25, с. 36].

Накопичення валютних і строкових дисбалансів між депозитною базою і кредитними вкладеннями (див. табл. 2.2.1) та вплив депозитних коштів у IV кварталі 2008 р. призвели до виникнення проблеми з ліквідністю значної кількості банків. Ризик ліквідності був спровокований високоризиковою кредитною політикою через надання довгострокових кредитів без наявності у необхідному обсязі й валюті платежу відповідних внутрішніх довгострокових ресурсів.

Активне залучення впродовж декількох років зовнішніх запозичень, які були значно дешевші, ніж внутрішні, призвело до значного зростання зовнішньої заборгованості банків (41 млрд. дол. США станом на 1 жовтня 2008 року). Валютні позики у структурі кредитних вкладень у 2007–2008 рр. зросли у 3,5 рази у порівнянні з кінцем 2006 р., а їх частка в сукупних валових кредитах банків на кінець 2008 р. становила 32 %. Ще більш небезпечними були дисбаланси у співвідношенні довгострокових депозитів і довгострокових кредитів в іноземній валюті. Враховуючи, що в переважній більшості залучення

були короткостроковими, а в умовах зростання нестабільності на міжнародних фінансових ринках і згорання кредитних програм багатьма закордонними банками можливості нових запозичень значно знизились, то це підвищило ризики забезпечення ліквідності українських банків.

Таблиця 2.2.1

**Динаміка окремих показників, що характеризують дисбаланси
у банківській системі України в 2006–2008 рр.***

Показники	2006 р.	2007 р.	01.08.2008 р.
Співвідношення депозитів і кредитів, наданих суб'єктам економіки	0.58	0.42	0.40
Співвідношення довгострокових депозитів і довгострокових кредитів, наданих суб'єктам економіки	0.51	0.44	0.43
у тому числі: Співвідношення довгострокових депозитів і довгострокових кредитів, наданих суб'єктам економіки в національній валюті	0.67	0.69	0.66
Співвідношення довгострокових депозитів і довгострокових кредитів, наданих суб'єктам економіки в іноземній валюті	0.40	0.27	0.26
Співвідношення термінових депозитів і кредитів, наданих суб'єктам економіки	0.50	0.44	0.42

*Побудовано автором на основі даних НБУ

Значно погіршилось співвідношення строкових депозитів і кредитів, наданих суб'єктам економіки. Якщо строкові депозити фізичних осіб і суб'єктів господарювання у 2007 р. покривали 41,8 % суми наданих кредитів, а 2008 р. – 33,5 %, то в 2009 р. – лише 29,5%. За 2010 р. ситуація дещо покращилася і це покриття підвищилось до 37,7 % [58, с. 27].

У гонитві за високими прибутками банки часто надавали ризикові кредити без цільового призначення, не вимагали застави чи іншого забезпечення, сподіваючись компенсувати свої ризики високими відсотками (річні відсоткові ставки на кеш-кредити – 40–111%, експрес-кредити – 36–80%, карткові кредити – 25–58%) [16]. Доступність таких кредитів для позичальників підвищила на них попит, проте сплатити відсотки і погасити суму основного боргу виявилось

нереально для більшості з них. Як наслідок, станом на 01.01.2010 р. значно зросли обсяги сумнівних кредитів (105,5 млрд. грн.) та простроченої заборгованості за кредитами (69,9 млрд. грн.) [49, с. 15], і погіршилося їх співвідношення (за мінусом резервів) до капіталу банків. Якщо на кінець 2008 р. цей показник становив 9,16 %, то вже на кінець 2009 р. він зріс до 31,97 % [14, с. 17]. Таке різке зниження рівня захищеності сумнівних й прострочених кредитів власним капіталом банків свідчить про підвищення ризику діяльності установ банківської системи України. Внаслідок цих та інших чинників значно погіршилися фінансові результати діяльності банків. Якщо у 2008 р. установи банківської системи України отримали 7,3 млрд. грн. прибутку, то в 2009 р. збитки сягнули 38,5 млрд. грн. і в 2010 р. – 13,0 млрд. грн. [58, с. 27].

З метою порятунку банківської системи від дефолту, НБУ здійснював їх рефінансування. На дані цілі у 2008 р. ним було надано кредитів банкам на 170 млрд. грн. і у першому півріччі 2009 р. – на 55,8 млрд. грн. Проте недостатній рівень контролю зі сторони НБУ за використанням даних ресурсів дозволив окремим банкам використати їх не на розширення кредитування реального сектору економіки, а на купівлю іноземної валюти і її спрямування за кордон. Цим самим було завдано удару по золотовалютним резервам України і сформовано потужний інфляційний потенціал.

У кризовий 2009 р. за рахунок суттєвого скорочення зовнішніх запозичень, а також зменшення загальних обсягів депозитів юридичних і фізичних осіб на 32 млрд. грн. у порівнянні з 2008 р., відбулося скорочення загальних зобов'язань банків на 41,7 млрд. грн. (з 806,8 до 765,1 млрд. грн.). Це позначилося на скороченні обсягів наданих кредитів майже на 50 млрд. грн., які суттєво не збільшилися і в 2010 р. (приріст склав лише 8 млрд. грн.).

Таким чином, допущені помилки у стратегії і тактиці діяльності банків України з кредитування посприяли швидкому нарощуванню негативних наслідків і ризиків через:

– існуючу невідповідність наповнення ресурсного кошика українських банків, його строкової структури і строків, на які видавалися кредити, і через

реальний розрив між валютами надання кредитів та доходами позичальників;

– занижені стандарти щодо надання кредитів, які не в повній мірі враховували ризики зростання сукупного кредитного портфелю банків (у 10 разів за п'ять років (2003–2008 рр.)), призвели до неналежної оцінки кредитоспроможності клієнтів і великого обсягу «поганих» кредитів (понад 10 % від загального обсягу кредитного портфеля).

Помітний вплив на підвищення вразливості економіки і фінансової системи України від зовнішніх фінансових потрясінь справили значні обсяги короткострокового зовнішнього боргу. Із загального обсягу приватного зовнішнього боргу у 85 млрд. дол. США (початок липня 2008 р.) виплаті протягом року підлягало близько 40 млрд. дол. США. При наявності лише 35 млрд. дол. США валютних резервів (станом на 01.07.2008 р.) Україні необхідно було забезпечити рефінансування та реструктуризацію значної частини приватного боргу. Міжнародна криза ліквідності ускладнила вирішення даного питання, що посилювало девальваційний тиск на валютний курс.

Починаючи з 2005 р., простежувалася чітко виражена тенденція до прискореного збільшення обсягів як валового, так і державного зовнішнього боргу. Валовий сукупний борг України з 39,6 млрд. дол. США (2005 р.) зріс до 132,4 млрд. дол. США у 2012 р., тобто у 3,3 рази, а державний зовнішній борг з 14,3 млрд. дол. США до 60,2 млрд. дол. США, тобто в 4,2 рази. Особливо швидке нарощування сукупного зовнішнього боргу розпочалося з 2007 р., а державного зовнішнього боргу – з 2008 р. Нарощування сукупного зовнішнього боргу у 2007 р. (46,8 %) і в 2008 р. (27,1 %) відбувалося переважно за рахунок зростання зовнішніх запозичень банківського сектору. Суттєве збільшення державного боргу розпочалося у 2008 р. і було викликано потребами фінансування значного від'ємного сальдо поточного рахунку платіжного балансу («мінус» 12,7 млрд. дол. США) і «спробами уряду зменшити негативні наслідки кризи для сукупного попиту за рахунок запозичень» [40, с. 34]. Проте, як засвідчують зарубіжні дослідження, швидке нарощування боргів у фінансовому секторі та

нарощування кредиту в більшій мірі впливають на погіршення платіжного балансу, ніж на зростання обсягів виробництва. Саме це знайшло підтвердження і у вітчизняній практиці. Надходження довгострокових ресурсів завдяки запозиченню значних коштів на зовнішніх ринках дозволило утримувати позитивне зведене сальдо платіжного балансу впродовж трьох кварталів 2008 р., проте в цілому за рік воно виявилось негативним – «мінус» 12,7 млрд. дол. США. А значні обсяги зовнішніх запозичень призвели до значного зростання обсягів як державного зовнішнього боргу (на 17,8 млрд. дол. США або на 91,3 %), так і в цілому сукупного зовнішнього боргу країни (на 21,7 млрд. дол. США або на 27,1 %). Прискорене нарощування боргу впродовж 2007–2008 рр. підвищило рівень вразливості фінансово-економічної системи України до будь-яких зовнішніх потрясінь. Ступінь цієї вразливості посилювався через неефективне використання зовнішніх запозичень, які через механізм перепозичення банками спрямовувалися на приватне споживання, а не на інвестиційні вкладення.

Впродовж 2009 р. обсяги як сукупного, так і державного боргу суттєво не зросли, що можна пояснити поглибленням світової рецесії та звуженням глобальної ліквідності. Якщо у 2008 р. приватним сектором було здійснено чистих залучень на суму 12,4 млрд. дол. США, то у 2009 р. від'ємне сальдо за операціями з кредитами та облігаціями приватного сектору становило 7,9 млрд. дол. США. А в цілому за 2009 р. обсяги чистого погашення за кредитами та облігаціями зовнішньому світу, здійсненого державою і приватним сектором, становили 9,1 млрд. дол. США. Однак, вже в 2010 р. відновлюється тенденція до стійкого профіциту рахунку операцій, обсяг якого за рік склав 7,7 млрд. дол. США (на відміну від дефіциту в 12 млрд. дол. США в 2009 р.). Сальдо за кредитами та облігаціями в цілому за рік сформувалося також додатнім – 6,7 млрд. дол. США. Зростання сукупного обсягу зовнішнього боргу України за 2010 р. на 13,9 млрд. дол. США відбулося за рахунок зростання державного боргу на 13,8 млрд. дол. США. Проте вже в наступному 2011 р. зростання зовнішньої заборгованості відбувалося майже виключно за рахунок реального сектору економіки, що активно залучав інвестиційний і борговий капітал. Чисті

залучення уряду були незначними, а банки продовжували скорочувати свою зовнішню заборгованість. В 2012 р. збільшення обсягів зовнішньої заборгованості відбувалося за рахунок активізації залучень урядом на зовнішніх ринках, а також за рахунок збільшення припливу інвестиційних та боргових ресурсів до реального сектору економіки.

Дисбаланси і нестабільність у банківській системі країни в значній мірі породжені несприятливою динамікою її чистої зовнішньої позиції. Динаміка чистої зовнішньої позиції банківської системи України в період 2001–2012 рр. (рис. 2.2.3) залежала від впливу цілого ряду чинників. В нашому аналізі (детальний аналіз наведено в додатку Д) відібрані окремі з них, які, на наше переконання, здійснюють найпомітніший вплив на стан чистої зовнішньої позиції банківської системи. Такими чинниками (індикаторами) для визначення динаміки чистої зовнішньої позиції банківської системи України виступають: EMBI Global Yield Spreads, у базисних пунктах (X_1); різниця між процентними ставками за довгостроковими кредитами і депозитами в іноземній валюті, у % (X_2); динаміка обсягів ВВП України, у % (X_3); співвідношення кредиту до обсягу

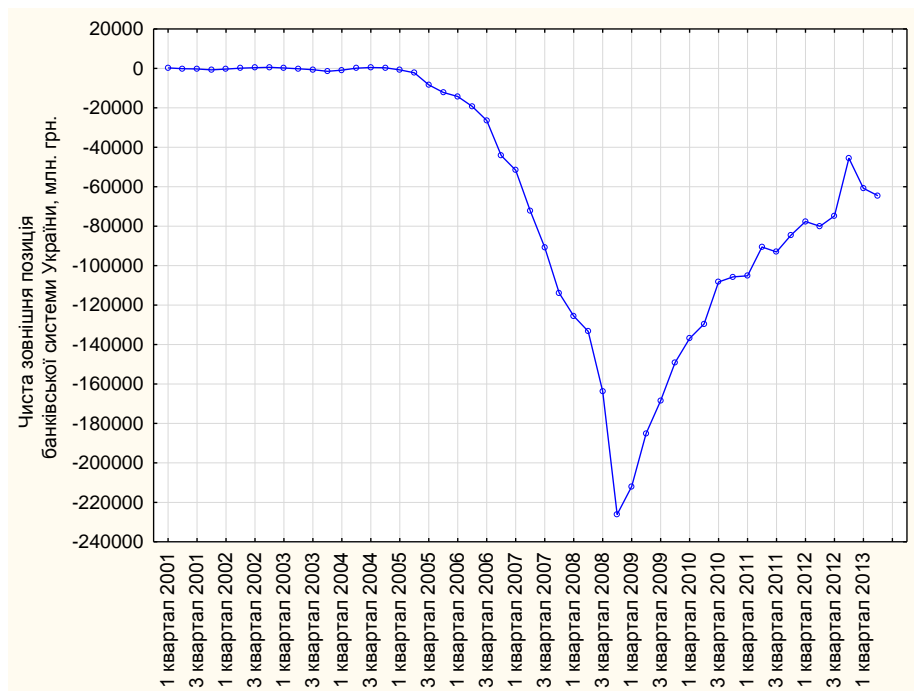


Рис. 2.2.3. Динаміка чистої зовнішньої позиції банківської системи України протягом 2001–2012 рр., у млн. грн.*

*Побудовано автором за даними НБУ (засобами пакету STATISTICA 10.0)

ВВП, у % (X_4); динаміка валютного курсу, у % (X_5). На основі оцінки загального характеру динаміки відібраних показників зроблено висновки про нелінійність і про різний характер їх динаміки.

В процесі економетричного моделювання було оцінено розподіл обраних індикаторів на предмет їх відповідності нормальному розподілу (Гауса), що дозволило визначити можливі методи подальшого аналізу взаємозв'язків між цими показниками та провести попередню оцінку асиметрії і ексцесу розподілу цих показників. В результаті зазначених дій ми прийшли до висновку, що жоден з вибраних для аналізу індикаторів не розподілений за нормальним законом, що спричиняє певні труднощі для використання класичного апарату регресійного моделювання на основі лінійних моделей регресії.

В результаті оцінки значимості ексцесів та асиметрії змінних засобами пакету STATISTICA 10.0 виявлено відсутність критичних скосу і ексцесу фактичного розподілу даних по змінним X_2 , X_3 , X_4 та X_5 , що робить доцільним застосування класичних методів регресійного аналізу. В той же час змінні X_1 , X_5 та Y мають значну асиметрію та ексцес, що ставить під сумнів адекватність використання для аналізу зв'язків цих змінних лише лінійної попарної регресійної моделі.

В той же час оцінювання лінійної багатofакторної регресії з незалежними змінними X_1 – X_5 та залежною змінною Y , проведене засобами пакету STATISTICA 8.0, дало змогу отримати певні параметри моделі, які засвідчують, що не всі вони значимі та надійні. Характер зв'язку між результуючою та деякими аналізованими змінними (X_1 – EMBI Global Yield Spreads, у базисних пунктах; X_2 – різниця між процентними ставками за довгостроковими кредитами і депозитами в іноземній валюті, у %) мають ймовірнісний характер і не можуть включитися у результуюче рівняння, оскільки розраховані ймовірності випадковості зв'язку для цих змінних перевищують допустимий рівень точності моделі $p < 0,0005$. Проте змінна X_1 має значимий кореляційний зв'язок зі змінною X_5 , а змінна X_2 – зі змінною X_4 , а тому змінні X_4 та X_5 відображатимуть вплив цих змінних на результуючу.

На основі результатів регресійного аналізу отримуємо рівняння регресії:

$$Y = 344381,906 - 750 X_3 - 623 X_4 - 2018 X_5 \quad (1)$$

Коефіцієнт при X_3 вказує на те, що збільшення показника динаміки ВВП України на 1 % приводитиме до зменшення чистої зовнішньої позиції банківської системи України на 750 млн. грн., і навпаки. Збільшення співвідношення кредиту до обсягу ВВП (X_4) на 1 % буде приводити до зменшення чистої зовнішньої позиції банківської системи України на 623 млн. грн., і навпаки. Збільшення показника динаміки валютного курсу (X_5) на 1 % приведе до зменшення чистої зовнішньої позиції банківської системи України на 2018 млн. грн., і навпаки.

Коефіцієнти лінійної множинної кореляції (детермінації) свідчать про тісний зв'язок між визначеними змінними на рівні 0,92. Не скорегований коефіцієнт детермінації R^2 , що оцінює частку варіації результуючої змінної за рахунок варіації змінних X_3 , X_4 , X_5 дорівнює 0,87.

Таким чином, можна констатувати, що існує висока ступінь обумовленості варіації чистої зовнішньої позиції банківської системи України від динаміки обсягу ВВП України, у %; співвідношення кредиту до обсягу ВВП, у % та динаміки валютного курсу, у %. Значення скорегованого коефіцієнта множинної детермінації ($Adj. R^2=0,86$) вказує на те, що дані індикатори доцільно використовувати для оцінювання динаміки чистої зовнішньої позиції банківської системи України.

До другої групи основних причин, що вплинули на настання фінансової кризи в Україні, можна віднести недоліки, пов'язані з функціонуванням реальної економіки, її нераціональною структурою, високою відкритістю зовнішньому світу, а, отже, і залежністю від стану світової економіки. Тому важливими показниками визначення стану фінансової нестабільності для України є змінні, що характеризують динаміку обсягів ВВП, експорту та імпорту. На нашу думку, враховуючи високий рівень відкритості економіки України зовнішньому світу, поведінку цих трьох змінних слід досліджувати у взаємозв'язку.

Як видно з рисунка 2.2.4, тренди в динаміці трьох наведених змінних є подібними на протязі всього періоду з 1998 по 2012 роки. Серед особливих

відмінностей можна виділити зменшення обсягів експорту та імпорту в 1999 р. порівняно з 1998 р., основною причиною яких була криза в Росії (1998 р.) – головного партнера України в зовнішньоторговельній діяльності. Але оскільки кризові явища в російській економіці були відносно швидко подолані, то, починаючи з 2000 р. відбувалося поступове нарощування експорту та імпорту. Другою особливістю графіків на даному рисунку є перевищення обсягів імпорту у порівнянні з експортом, яке спостерігається з 2006 р. до кінця 2012 р. А це означає, що постійно існуюче негативне сальдо торговельного балансу збільшує зовнішній борг України, здійснює девальваційний тиск на національну валюту і посилює фінансову нестабільність в країні.

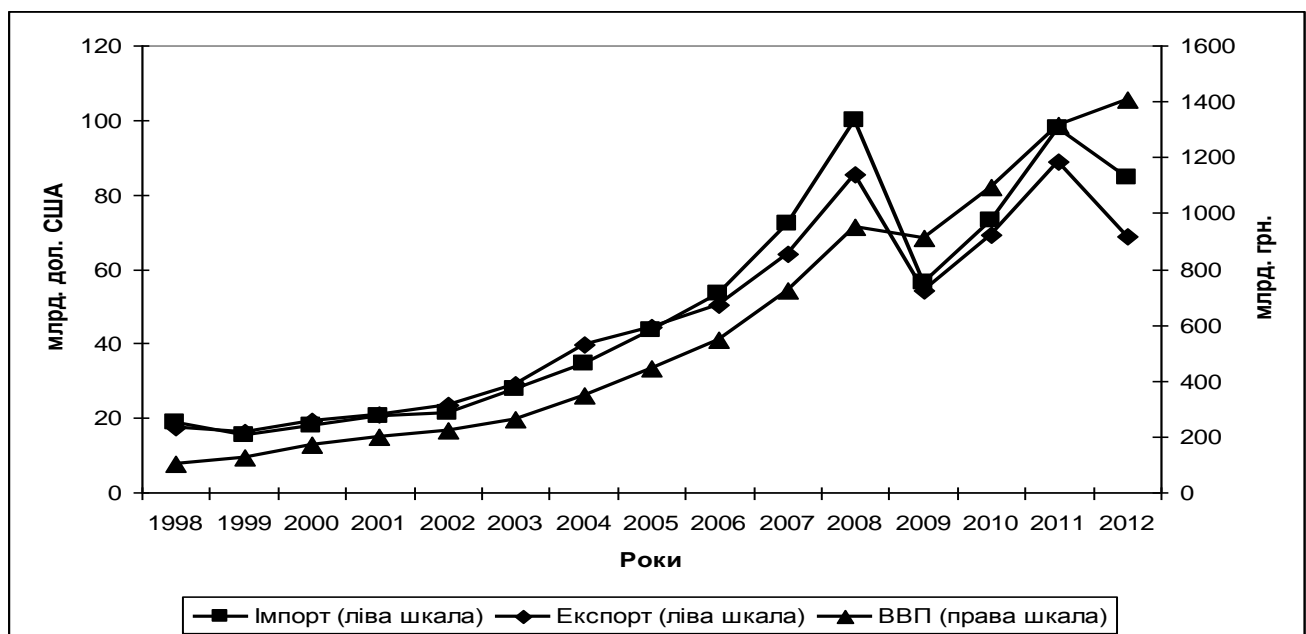


Рис. 2.2.4. Динаміка обсягів ВВП, експорту та імпорту України за період 1998–2012 рр.*

* Побудовано автором на основі даних НБУ

Позитивна динаміка ВВП, яка тривала з 1998 р. до 2008 р., була перервана світовою фінансовою кризою і падінням обсягів національного виробництва у 2009 р. майже на 35 млрд. грн. Починаючи з 2010 р. відновлюється нарощування обсягів виробництва, яке особливо є відчутним у 2011 р. (приріст ВВП у порівнянні з 2010 р. становив 222 млрд. грн.). Одночасно слід зауважити, що динаміка ВВП, експорту та імпорту протягом періоду, що аналізується,

визначалася впливом певних чинників, як зовнішніх, так і внутрішніх, дія яких послаблювалася або посилювалася станом фінансової нестабільності.

Незважаючи на те, що криза в Україні розпочалася в жовтні 2008 р., однак вже на кінець 2006 р. спостерігалася посилення певних макроекономічних диспропорцій, пов'язаних зі станом поточного рахунку платіжного балансу (дефіцит -1,617 млрд. дол. США). Подальше наростання від'ємного сальдо поточного рахунку до -5,272 млрд. дол. США у 2007 р. (3,7 % до ВВП) і до -12,763 млрд. дол. США у 2008 р. (7,2 % до ВВП) призвело до нарощування валового зовнішнього боргу до 75,955 млрд. дол. США (2007 р.) та 101,659 млрд. дол. США (2008 р.) і створило умови для посилення фінансової нестабільності в країні. Це свідчить, що економічна і фінансова стабільність в Україні має сильну залежність від стану світової економіки і світового фінансового ринку. Неєфективна міжнародна спеціалізація, на переконання В. Гейця, сформувала небезпечну залежність національної економіки від кон'юнктури світових товарних та фінансових ринків і обумовила високу вразливість для макроекономічної стабільності [56, с. 83]. Неєфективна модель міжнародної спеціалізації призвела з 2005 р. до випереджаючого зростання імпорту порівняно з експортом на фоні сприятливого надлишку ліквідності на світових фінансових ринках. Про низьку ефективність переважної частини загального обсягу експорту свідчить і те, що імпортна складова в українському експорті (енергоносії, сировина) перевищує 50% експортної виручки. За наявності в світі тенденції до подорожчання енергоносіїв подальше нарощування експорту вимагатиме все більше коштів на закупівлю імпортних компонентів, що посилюватиме фінансову нестабільність в Україні.

Особливо вагомим падіння української економіки було у 2009 р., що було «закономірним результатом якості економічного зростання, яке мало місце у докризовий період» і обумовлювалося в основному двома чинниками: зростанням цін на український експорт, викликаних прискоренням зростання світової економіки, і високим внутрішнім попитом, який стимулювали монетарна політика та суттєве збільшення банківського кредитування за рахунок іноземного

капіталу [56, с. 64]. Тобто економічне зростання в докризовий період спричинялося переважно під дією сприятливих чинників зовнішнього походження і в меншій мірі внутрішніх чинників.

Незначне покращення динаміки макроекономічних показників, яке розпочалося з уповільнення темпів зменшення реального ВВП і обсягів промислового виробництва у II кварталі 2009 р., було нестійким, що пояснюється відсутністю належного фундаментального підґрунтя. Поліпшення показників розвитку в основному було досягнуто за рахунок покращення ситуації для експортерів на зовнішніх ринках і значного врожаю зернових культур. Внутрішні чинники відновлення економічного зростання були маловідчутними, про що свідчить низька інвестиційна активність суб'єктів господарювання: обсяги інвестицій в основний капітал у порівнянні з 2008 р. знизилися майже вдвічі.

З 2010 р. до 2012 р. спостерігалось нарощування обсягів виробництва. Якщо у 2010 р. вдалося досягти і дещо перевищити рівень 2008 р., то у 2011 р. і у I півріччі 2012 р. спостерігалось певне поживлення. В основному цьому сприяли зовнішні чинники, зокрема, підвищення попиту на світових ринках на продукцію українського експорту через поживлення світової економіки, підвищення цін на сільськогосподарську продукцію в світі і підвищення внутрішнього попиту на інвестиційні товари при підготовці до Євро-2012. Проте, вже з другого півріччя 2012 р. спостерігається зниження темпів виробництва у переважній більшості галузей національної економіки. За домінування рецесивних тенденцій у світовій економіці знижувалися попит і ціни на традиційну продукцію українського експорту, що відповідним чином відобразилось на показниках економічного розвитку України. Збільшення реального ВВП у 2012 р. становило 0,2 % порівняно з 5,2 % у 2011 р. Не відбулося суттєвого покращення ситуації і в першому півріччі 2013 р.

Таким чином, зменшення обсягів виробництва в реальному секторі економіки, більш прискорене зростання обсягів імпорту у порівнянні з експортом, наростання негативного сальдо поточного рахунку платіжного балансу, збільшення сукупного зовнішнього боргу та зменшення золотовалютних

резервів НБУ свідчить про наявність значної кількості чинників впливу на посилення фінансової нестабільності в Україні.

Проведений аналіз розвитку фінансової системи і реального сектору економіки України дозволяє зробити висновки, що їх стан постійно балансував на межі кризи або супроводжувався кризовими явищами. Зростання не зумовлювалося стабільними довгостроковими факторами і не було результатом системних внутрішніх реформ, а спричинялося дією сприятливих чинників короткострокового характеру як зовнішнього, так і внутрішнього походження. Причому, вплив зовнішніх чинників, які в більшій мірі визначали стан фінансової нестабільності в Україні в минулому, на наше глибоке переконання, визначатиме її рівень ще на протязі доволі тривалого періоду часу. Значна глибина кризового стану вітчизняної економіки зумовлена, насамперед, наявними макроекономічними диспропорціями, що породжені довгостроковими системними суперечностями:

- інституційною нерозвинутістю національної фінансової системи та вузькістю механізму рефінансування банківської системи, що підштовхували комерційні банки до надмірних обсягів зовнішніх запозичень і нарощування у великих обсягах зовнішнього боргу;

- надмірною часткою споживання (надлишок попиту, який необхідно було компенсувати випереджаючим зростанням імпорту) і низьким обсягом нагромадження;

- високою залежністю економічної динаміки та фінансового становища від ділового бізнес-циклу світової економіки і кон'юнктури зовнішніх ринків внаслідок надмірно високої відкритості економіки зовнішньому світу, низького рівня її диверсифікації та відносно вузької спеціалізації експорту.

2.3. Емпіричні аспекти визначення фінансової нестабільності

Світова фінансова криза 2008–2009 рр. наглядно продемонструвала, що жодна країна світу не застрахована від ризиків, які пов'язані з нестабільністю фінансово-економічної системи. У зв'язку зі значними втратами економік від фінансово-економічних криз зростає кількість досліджень з метою побудови моделей для виявлення передкризових ризиків і прийняття випереджувальних заходів щодо їх зниження.

Для запобігання виникнення кризи або зменшення її негативних наслідків виникла потреба у моніторингу параметрів стабільності стану фінансової системи за допомогою певного набору індикаторів, які суттєво відрізняються у багатьох проведених дослідженнях. Великий перелік індикаторів для діагностики стану фінансової системи свідчить про наявність достатньо значної кількості джерел фінансової нестабільності.

Над розробленням моделей, що дозволяють розпізнавати посилення передкризових явищ, і визначенням індикаторів, за допомогою яких можна на регулярній основі здійснювати моніторинг стану фінансової системи, працюють, в основному, зарубіжні вчені. Найбільший вклад у виявлення джерел нестабільності фінансової системи та динаміки індикаторів-передвісників криз внесли Дж. Азіз, Г. Бланко, Р. Глік, Е. Деміргук-Кунт, Е. Детрагіаче, П. Дибвіг, С. Дробишевський, Б. Ейченгрін, Г. Камінські, Ж. Капріо, С. Лізондо, Р. Морено, С. Пазарбазіоглу, К. Рейнхард, Дж. Франкель, Д. Харді, Е. Роуз, П. Трунін, Є. Федорова і дослідники МВФ та найбільших інвестиційних банків. Окремі аспекти даних проблем розглядаються також і в наукових працях українських вчених О. Барановського, Ж. Довгань, Т. Унковської, О. Пластуна, О. Сидоренко, А. Сухорукова та інших. Проте, дослідниками, як правило, наводиться великий перелік індикаторів з різним рівнем дієвості, що ускладнює процес моніторингу стану фінансової нестабільності.

В залежності від методології, яку застосовують автори при побудові моделей і визначенні найбільш дієвих індикаторів фінансової стійкості, можна

виділити три основні підходи: якісний аналіз, економетричне моделювання і непараметричні оцінки.

В дослідженнях першої групи через графічне співставлення динаміки фундаментальних економічних показників вивчається і порівнюється поведінка індикаторів в період перед фінансовою кризою і в спокійному стані, а також визначаються змінні, які найбільш ефективно подають сигнали про наближення кризи (наявні значні зміни в їх динаміці перед настанням кризи) [177]. Свідчення індикаторів про підвищення або зниження ймовірності кризи оцінюється з врахуванням конкретних економічних умов в країні.

Дослідження другої групи базуються на моделях бінарного вибору, які дозволяють оцінити взаємозв'язки показників з ймовірністю настання в майбутньому кризи. Найчастіше ймовірність настання кризи та найбільш дієві її індикатори визначаються за допомогою probit- і logit-аналізу. Моделі бінарного вибору дозволяють визначати направленість і значимість індикаторів при виявленні ймовірності настання кризової ситуації в економіці, проте, як справедливо зауважують окремі вчені, немає достатньо обґрунтованих відповідей на ряд запитань: при якій зміні індикатора застосовувати заходи державної антикризової політики? Яка кількість індикаторів повинна змінитися і на які з них орієнтуватися? Наскільки індикатори для оцінки кризової ситуації в розвинутих країнах підходять для країн, що розвиваються? [95].

Дослідження на основі моделі непараметричної оцінки передбачають розроблення різних числових характеристик, які дозволяють завчасно виявити вразливість економіки перед фінансовою кризою. В даному підході можна виділити два головних напрямки: побудова граничних значень індикаторів-передвісників фінансової кризи на основі різноманітних критеріїв і розроблення зведених індексів фінансової нестабільності.

В останні роки виділяють і четвертий підхід до визначення індикаторів-передвісників кризи [265], який базується на використанні широкого ряду чисельних алгоритмів (нейронні мережі, генетичні алгоритми) [144], моделі з харківськими процесами [197] з метою визначення як найбільш придатних

індикаторів, так і їх граничних передкризових значень.

На основі вивчення значної кількості наукових джерел з даної проблематики [110] ми прийшли до наступних висновків:

– існуючі на даний час моделі визначення стану фінансової стабільності та її зміни базуються на дослідженнях виникнення і розвитку попередніх криз та побудові економетричних моделей на основі параметрів, що відображають минулі події та працюють виключно з кількісними параметрами. В той же час в них не враховуються існуюча висока динаміка процесів у фінансовому секторі, структурні зміни, викликані впливом технологічної (нові види фінансових інструментів) та інституціональної складових, вплив глобалізації та швидка зміна очікувань. Це є досить суттєвою вадою існуючих моделей, які позбавляють можливості досягти високої якості моделювання ходу подій, що призводять до кризи, подібної 2008–2009 рр.;

– зв'язок індикаторів-передвісників зі станом фінансової нестабільності і виникненням кризових явищ в значній мірі залежать як від особливостей розвитку економіки країни, її участі у світогосподарських процесах і протіканні кризи, так і від використовуваної методології дослідження.

Відстеження динаміки фінансової нестабільності здійснюється через широкий набір індикаторів і поєднання різних методик, що значно ускладнює цей процес. Наприклад, в практиці окремих країн, зокрема, Казахстану, ідентифікація кризової ситуації здійснюється за методикою визначення фінансової стабільності Національного банку Республіки Казахстан («Карта оцінювання ризиків») [60].

Вироблення єдиного показника, який би узагальнював зміну стану фінансової стабільності (нестабільності), дозволило б значно спростити аналіз і дати оцінку системним ризикам. Проте, як зауважують дослідники, на сьогодні залишається незрозумілим, як це зробити, які з потенційних показників краще вибрати і як їх комбінувати. В одних дослідженнях певний показник вважається важливим індикатором кризи, а в других – відносно неідеальним. Наприклад, існують відмінності в оцінці впливу кредитування на розвиток кризи: “кредитні буми відіграють вирішальну роль в розвитку кризових ситуацій в економіці”

[244] і “незначний вплив зростання кредитування на виникнення кризи” [189].

Висновки Г. Камінські [269; 270] і Е. Деміргюк-Кунта [208] про те, що виникнення кризової ситуації напряму пов’язано із зростанням відсоткових ставок у процесі фінансової лібералізації, заперечується М. Россі [315].

Аналіз наявних досліджень дає підстави стверджувати, що оцінка лише кількісних індикаторів стану фінансової системи не завжди є достатньою для кінцевого висновку про її стан, оскільки він в значній мірі визначається чинниками, які не можна виміряти кількісно. Слід враховувати і те, що аналіз індикаторів не може бути строго формалізованою процедурою, оскільки граничні значення індикаторів, які вказують на підвищення (зниження) фінансової нестабільності, є доволі умовними і залежать від багатьох економічних умов, що вимагає певного корегування. Тому аналіз поведінки індикаторів-передвісників настання фінансової кризи повинен бути лише одним з елементів оцінки стану фінансово-економічної системи країни. Як справедливо зауважує О. Сидоренко, існує необхідність поєднання використання систем-передвісників кризи із експертною прогностною оцінкою [81, с. 6], що підвищуватиме якість аналізу поточного стану та прогнозу розвитку ситуації.

На сьогоднішній день плідний підхід до оцінки стану фінансової нестабільності демонструють США, де у звітність про квартальну фінансову діяльність запроваджено три показники:

- індекс фінансових умов (NHMSW), розроблений І. Хатсінсом та ін. [254];
- індекс кредит / ВВП (BCBC), що використовується в антициклічному буфері капіталу (запроваджений згідно рішення Базельського комітету з банківського нагляду) [149];
- індекс вимірювання фінансового циклу (DN), що розроблений Д. Доманські та ін. [210].

Метою запровадження даних показників є прогнозування зростання ВВП на найближчі два роки, з врахуванням динаміки фінансової нестабільності.

Індекс NHMSW розраховується на основі факторної моделі з використанням широкого спектру фінансових змінних (див. табл. 1), які, на

переконання його розробників, «в більшій мірі впливають на економічну поведінку, ніж сприйняття і ставлення до самих фінансових ризиків» [254]. Найбільш чутливими до проявів гострого стресу у фінансовій системі вважається реакція таких показників, як збільшення спредів Libor-OIS і TED спреду (спред між банківськими процентними ставками та ставками короткострокового державного боргу США), посилення волатильності цін банківських акцій і реального ефективного обмінного курсу.

Індекс DN також обчислюється за допомогою факторної моделі з використанням змінних, коливання яких, на думку розробників, відображають зміни (підвищення, зниження) ризикового настрою швидше, ніж інші впливи. Даний індекс виключає будь-які змінні, що відображають гострий стрес фінансової системи або сильно залежать від грошово-кредитної політики. Змінних, які відповідають цим критеріям, є значно менше, ніж при визначенні індексу HHMSW і вони наведені в таблиці 2.3.1.

Таблиця 2.3.1

Індикатори фінансової стійкості, репрезентовані в індексах HHMSW і DN [254; 210]

Фінансові показники	HHMSW	DN
Зростання посередницького кредитування	X	X
Курс акцій	X	X
Ціни на нерухомість	X	X
Спреди по кредитах корпорацій	X	X
Ціни на сировину	X	X
Короткострокові спреди	X	
Довгострокові спреди		X
Стандарти кредитування	X	X
Співвідношення кредити / депозити		X
Випуск цінних паперів	X	
Пропозиція грошей	X	
Обмінний курс	X	
Показники гострого стресу фінансової системи:		
ТЕД спред	X	
Волатильність цін акцій банку	X	
Libor-OIS спред	X	
Банківський CDS спред	X	
Інші	X	

Індекс ВСBS, призначення якого полягає у «вимірюванні нарощування загальносистемних ризиків» [149], відображає відхилення від тренду

співвідношення кредитів до ВВП. Його визначення є простим і наглядним, оскільки використовуються лише дві змінні. Однак практика показала, що реакція зміни даного індексу відстає від стресів фінансової системи, особливо на фазі затихання кризи, що, як вважають окремі дослідники [211], потребує додаткових змінних для його вимірювання. На думку керівництва Базельського комітету, індекс ВСBS повинен бути доповнений ще такими індикаторами, як ціни на активи, спреди по кредитах та макрозмінні, що дозволить оцінити зміну ВСBS відповідно до стану фінансової стабільності.

Як засвідчує практика застосування цих трьох індексів, найкращу передбачуваність в змінах обсягів ВВП має індекс NHMSW [223]. Прогнозування коливань обсягів виробництва з використанням індексу вимірювання фінансового циклу (DN) підтверджує свою ефективність лише в короткому періоді (від 6 місяців до 1 року). В той же час для середньострокового прогнозування (до 2-х років) в більшій мірі підходять прогнознi моделі з використанням співвідношень кредит/ВВП (індекс ВСBS), що можна пояснити важливістю кредиту у макроекономічній динаміці.

В українській практиці оцінки рівня фінансової нестабільності надається перевага якісному підходу, за якого визначення, аналіз і порівняння реальних показників з їх пороговими значеннями здійснюються на основі експертних оцінок та методу аналогій. Порогові значення встановлюються на рівні загальноприйнятих у світі або на рівні індикаторів у країнах, близьких за рівнем економічного розвитку [89]. Для окремих показників використовуються нормативний метод і порогове значення індикатора встановлюється на рівні цілей макроекономічної політики. Завдяки зусиллям НБУ більших успіхів в оцінці динаміки фінансової нестабільності досягнуто в банківському секторі країни.

Для оцінки сильних і вразливих сторін фінансової системи країни і, насамперед, банківського сектору, макропруденційного аналізу, макрофінансових зв'язків та макроекономічних показників, НБУ з 2005 р. використовує такий важливий інструмент, як індикатори фінансової стійкості (ІФС). Система ІФС розроблена МВФ з метою запобігання кризовим явищам і негативному впливу

екзогенних факторів на фінансові системи країн світу та включає в себе 12 основних та 28 рекомендованих індикаторів щодо достатності капіталу, якості активів, доходу та рентабельності, ліквідності, чутливості до валютного ризику. НБУ використовує 12 основних (табл. 2.3.2) та 10 рекомендованих* (табл. 2.3.3) ІФС депозитних корпорацій, які складаються на основі даних грошово-кредитної статистики та банківського нагляду. Рекомендовані індикатори дозволяють проводити більш поглиблений аналіз стану фінансової системи та ризиків

Таблиця 2.3.2

Основні індикатори фінансової стійкості депозитних корпорацій [9, с. 207]

Достатність капіталу	
I1	Співвідношення регулятивного капіталу до зважених за ризиком активів
I2	Співвідношення регулятивного капіталу I рівня до зважених за ризиком активів
I3	Співвідношення недіючих кредитів без урахування резервів до капіталу
Якість активів	
I4	Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів
I5	Співвідношення кредитів за секторами економіки до сукупних валових кредитів
Прибуток та рентабельність	
I6	Норма прибутку на активи
I7	Норма прибутку на капітал
I8	Співвідношення процентної маржі до валового доходу
I9	Співвідношення непроцентних витрат до валового доходу
Ліквідність	
I10	Співвідношення ліквідних активів до сукупних активів
I11	Співвідношення ліквідних активів до короткострокових зобов'язань
Чутливість до валютного ризику	
I12	Співвідношення чистої відкритої позиції в іноземній валюті до капіталу

Таблиця 2.3.3

Рекомендовані індикатори фінансової стійкості депозитних корпорацій [9, с. 207]

I13	Співвідношення капіталу до активів
I14	Співвідношення великих відкритих позицій до капіталу
I15	Співвідношення кредитів за географічним розподілом до сукупних валових кредитів
I18	Співвідношення доходу від торговельних операцій до валового доходу
I19	Співвідношення витрат на утримання персоналу до непроцентних витрат
I20	Спред між ставками за кредитами та депозитами
I21	Спред між найвищою та найнижчою міжбанківськими ставками
I22	Співвідношення депозитів клієнтів до сукупних валових кредитів (крім міжбанківських)
I23	Співвідношення кредитів в іноземній валюті до сукупних валових кредитів
I24	Співвідношення зобов'язань в іноземній валюті до сукупних зобов'язань

*Примітка: з 1 січня 2013 р. кількість рекомендованих ІФС депозитних корпорацій, що використовує НБУ, зросла до 12.

діяльності депозитних корпорацій і оцінити стан ринків. Якщо на початках НБУ здійснював розрахунок ІФС один раз на рік, то з 2010 р. – щоквартально.

За допомогою набору певних індикаторів оцінюється достатність капіталу та якість активів (рис. 2.3.1). Зокрема, індикатор І₁ вказує на здатність банків своєчасно і в повному обсязі розрахуватися за своїми зобов'язаннями. Поведінка кривої І₁ на графіку свідчить про постійне погіршення співвідношення регулятивного капіталу до зважених за ризиком активів до початку кризи і відносно швидке його покращення з кінця 2008 р. Таке покращення можна пояснити вимогами НБУ про підвищення нормативів лімітованого розміру регулятивного капіталу з внесеними змінами в порядок розрахунку регулятивного капіталу, нормативів його достатності (адекватності) з тим, щоб збільшити концентрацію капіталу банківського сектору і поліпшити його захисну функцію для вкладників. Внаслідок цих дій І₁ зріс з 14,01 % (кінець 2008 р.) до 20,83 % до початку 2011 р., проте за 2011 р. він знизився до 18,90 %, а на кінець 2013 р. – до 18,06 %, що можна пов'язати з активізацією кредитної діяльності банків та прискореним нарощуванням активів. Подібна тенденція спостерігалася і в поведінці І₂. Стала тенденція до зростання рекомендованого індикатора І₁₃, за винятком 2007 р. (зниження до 11,58 %), свідчила про відсутність наростання фінансового ризику.

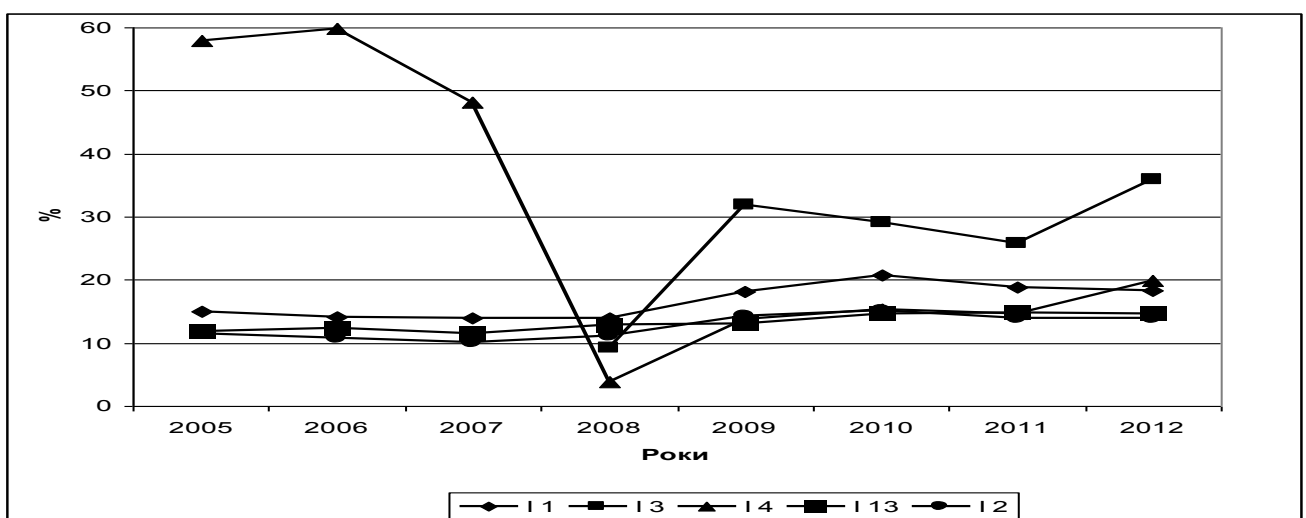


Рис. 2.3.1. Індикатори фінансової стійкості депозитних корпорацій щодо достатності капіталу та якості активів*

*Побудовано автором на основі даних НБУ [9, с. 207–208]

Аналіз поведінки I3 викликає певні складнощі через зміни в методиці їх розрахунку (до кінця 2007 р. до недіючих кредитів включалися кредити під контролем, субстандартні, сумнівні та безнадійні, а з 2008 р. – лише сумнівні та безнадійні). На негативні явища і посилення фінансової нестабільності чітко вказує поведінка I3 з настанням кризи в Україні. За період IV квартал 2008 р. – кінець 2009 р. даний показник зріс з 9,16 % до 31,97 %, що свідчить про наявність майже третини недіючих кредитів. Їх висока частка, хоча із певною тенденцією до зниження, спостерігалася і в подальшому: 2010 р. – 29,17%, 2011 р. – 25,76 %, і станом на кінець вересня 2012 р. – 25,10 %. Проте у IV кварталі 2012 р. відбулося помітне збільшення співвідношення недіючих кредитів до 36,03 %, що значно перевищило докризовий рівень.

Стрімке падіння значень I4 у 2006–2008 рр. викликане як змінами в методиці розрахунку недіючих кредитів, так і значним нарощуванням обсягів кредитування. В подальшому спостерігається чітко виражена тенденція до його зростання, що може свідчити про нарощування ризиків у сфері кредитування.

На рисунку 2.3.2 відображені індикатори фінансової стійкості щодо чутливості до ризику ліквідності. Динаміка I10 у передкризовий період (2005–2008 рр.) свідчила про зменшення обсягів коштів на кореспондентських рахунках банків та готівки в касах банків, які в 2008 р. у порівнянні з 2005 р. зменшилися майже у два рази (з 18,03 % до 9,35 %). Про посилення ризику ліквідності у передкризовий період, хоча і менш виражено, свідчила динаміка I11. Значне зростання даного індикатора у 2010–2012 рр. викликане змінами в методиці його розрахунку: до ліквідних активів почали відносити активи із кінцевим строком погашення до 1 року. Досить виразно про наростання ризику ліквідності у передкризовий період сигналізував індикатор I22. Основною причиною впливу на погіршення даного показника були значні і постійно зростаючі зовнішні запозичення, а в період жовтень 2008 р. – березень 2009 р. – масовий відтік депозитів вкладників. Після початку повернення вкладів до банківської системи та збереження тенденції до нарощування депозитної бази банків I22 постійно зростає. На кінець 2012 р. він становив 69,80 % і сягнув

передкризового рівня, але ще значно відстає від рівня 2006 р. (74,90 %) і особливо 2005 р. (95,05 %). Це свідчить про те, що ризик ліквідності в повній мірі не подоланий.

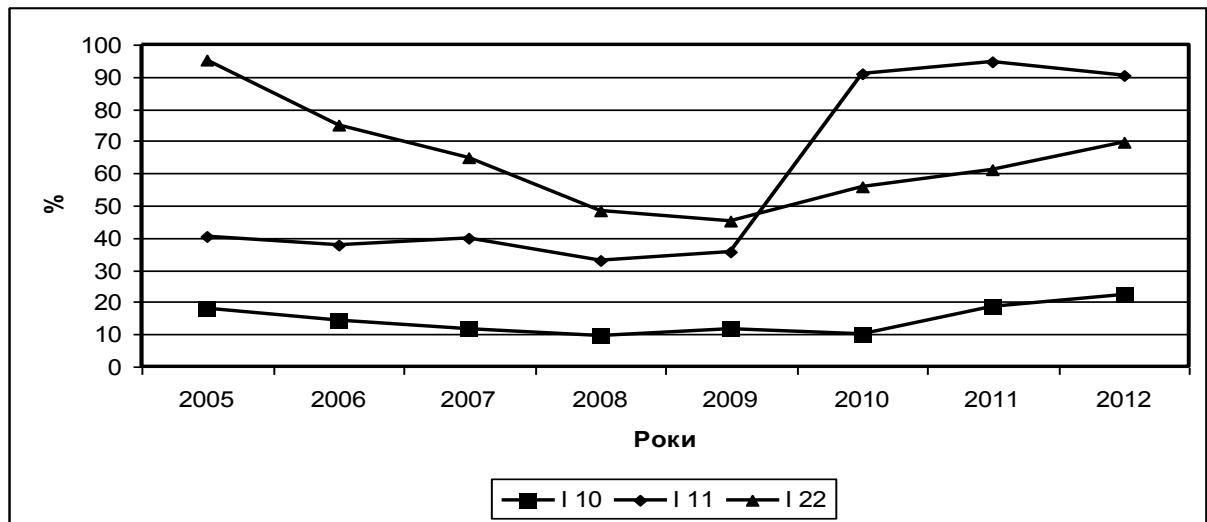


Рис. 2.3.2. Індикатори фінансової стійкості депозитних корпорацій щодо чутливості до ризику ліквідності*

*Побудовано автором на основі даних НБУ [9, с. 207-208]

Враховуючи високий рівень доларизації економіки країни і хитку стабільність національної грошової одиниці, особливо важливим є оцінка чутливості банківського сектору до валютного ризику (рис. 2.3.3), яку можна здійснити за допомогою основного індикатора I12 та рекомендованих I23 та I24. У передкризові роки спостерігалось надзвичайно швидке зростання I12 (з 1,41 % у 2005 р. до 33,10 % у 2008 р.), що свідчило про підвищення ступеня валютного ризику і посилення нестабільності національної грошової одиниці, які проявилися у надзвичайно великій девальвації гривні в кінці 2008 р. (знецінення гривні на 58% відносно долара США). В докризовий період подібною, хоча і менш вираженою, була динаміка I23 та I24.

Під час кризи завдяки деяким змінам у валютному регулюванні, проведених Національним банком України, вдалося послабити формування системних ризиків та підвищити привабливість кредитування в національній валюті. З переорієнтацією на кредитування в національній валюті сектору домашніх господарств відбулося поступове зменшення рекомендованого

індикатора I₂₃ до 37,66 % на кінець 2012 р., що є найнижчим показником за весь період з 2005 р. по 2012 р. Стабілізація валютного курсу і зменшення девальваційних очікувань населення підвищили довіру вкладників до національної валюти як засобу збереження і нагромадження, що відобразилось у зниженні рекомендованого індикатора I₂₄ до передкризового рівня 2007 р. – 49,22 % (найвищий рівень зафіксований у 2008 р. – 59,04 %).

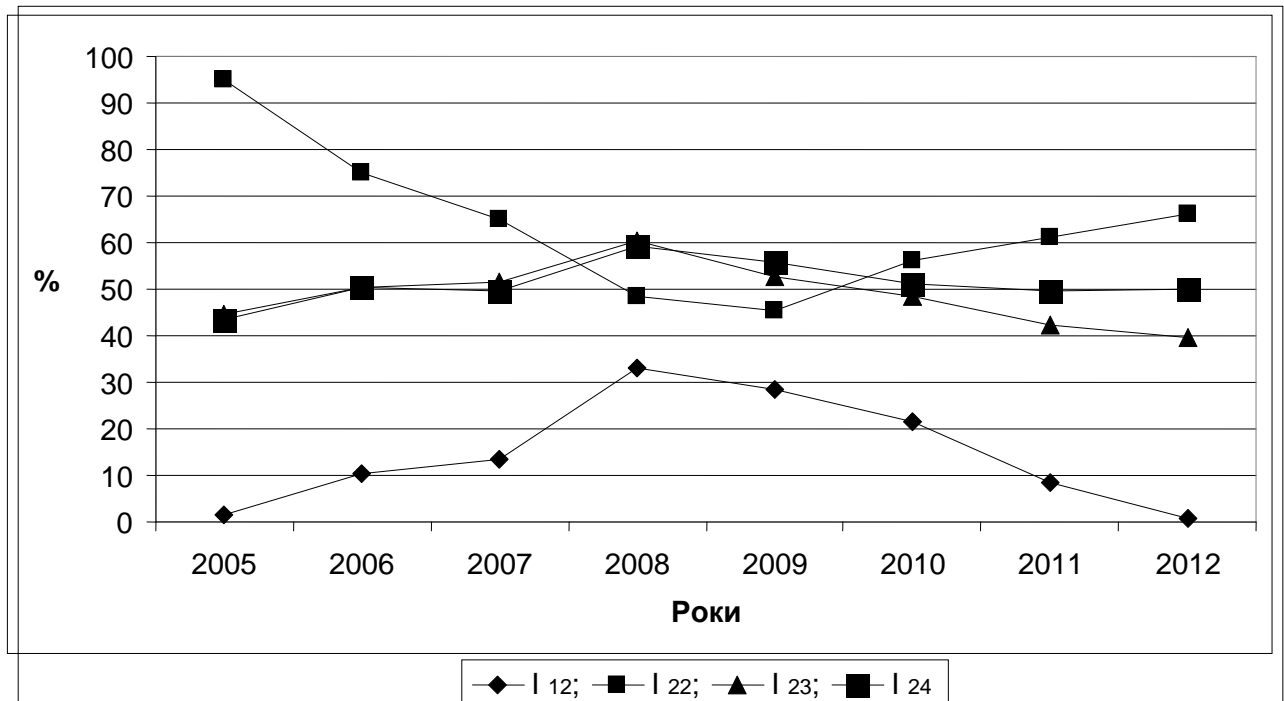


Рис. 2.3.3. Індикатори фінансової стійкості депозитних корпорацій щодо чутливості до валютного ризику*

*Побудовано автором на основі даних НБУ [9, с. 207-208]

Динаміка середніх процентних ставок відображає фінансовий стан та процентну політику окремих депозитних корпорацій на ринку банківських продуктів (рис. 2.3.4). Поведінка рекомендованого індикатора I₂₀ за аналізований період була стабільною з незначним підвищенням в умовах кризи. Проте I₂₁ відзначався значною волатильністю і відображав зміну попиту на міжбанківські кошти окремих банків. Варто також відзначити наявність різної спрямованості динаміки даних змінних у післякризовий період (після 2009 р.). Значне зростання спреду між найвищою та найнижчою міжбанківськими ставками негативно відображається на спреді між ставками за кредитами і депозитами, який у 2012 р.

був найменшим за період 2005–2012 рр. Це може свідчити про погіршення фінансового стану депозитних корпорацій, в тому числі і за рахунок надмірно високих процентних ставок на депозити.

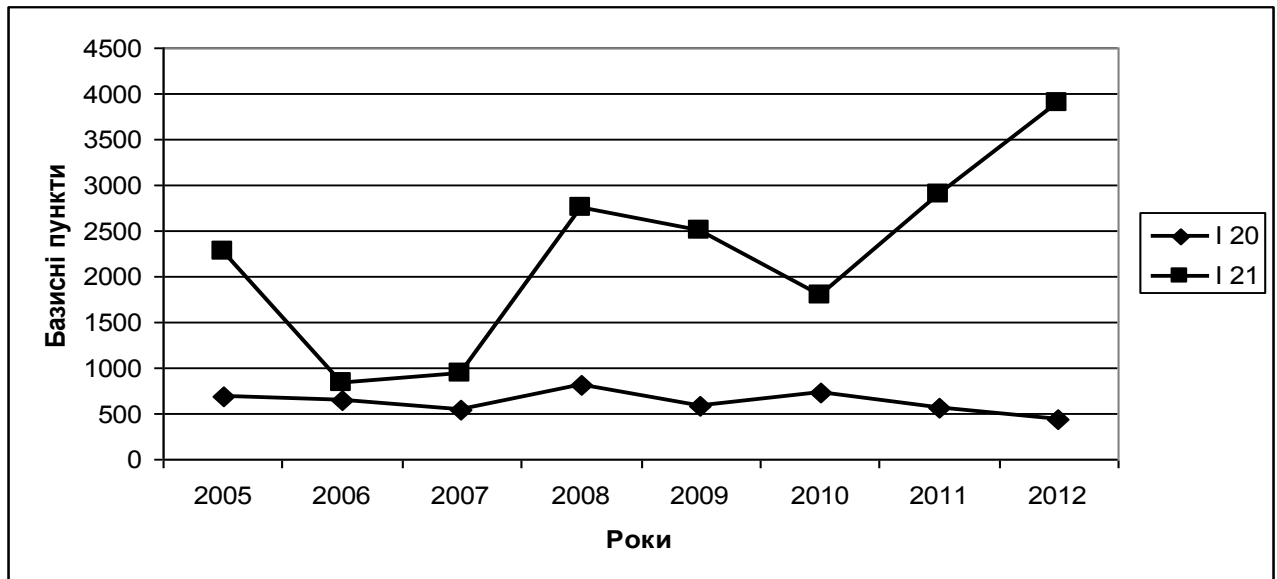


Рис. 2.3.4. Індикатори фінансової стійкості депозитних корпорацій щодо середів процентних ставок*

*Побудовано автором на основі даних НБУ [9, с. 207-208].

Характеристику фінансових результатів діяльності відображає динаміка індикаторів фінансової стійкості щодо дохідності та рентабельності, а саме I₆, I₇ та I₈ (рис. 2.3.5). Найбільший рівень збитків банків припав на 2009 р., що знизило норму прибутку на капітал до – 32,25 %. Основними причинами такого незадовільного стану були:

- погіршення якості та структури активів і пасивів банків;
- значні відрахування в резерви під активні кредитні операції.

Хоча у післякризові роки дієздатність і фінансові результати банків поліпилися, що відображають індикатори I₆ та I₇, проте їхні значення залишалися від’ємними до кінця 2011 р. Процентні доходи залишаються основною статтею доходів банків, про що свідчить статистика по індикатору I₈.

На основі проведеного аналізу можемо зробити висновки, що поведінка лише окремих індикаторів фінансової стійкості (ІФС) сигналізувала про зміну рівня фінансової стійкості в банківській системі, а інші починали подавати

сигнали вже при настанні кризи. Окремі з індикаторів фінансової стійкості взагалі не подавали сигналів про наближення, початок або завершення кризи. З огляду на поведінку основних і рекомендованих ІФС, індикаторами, які дієво сигналізують про зміну фінансової нестабільності в банківській системі України, є: I3, I4, I7, I11, I12, I21, I22, I23, I24. Саме дані індикатори фінансової стійкості, на наше переконання, можуть лежати в основі побудови загального показника оцінки рівня фінансової стійкості банківської системи України.

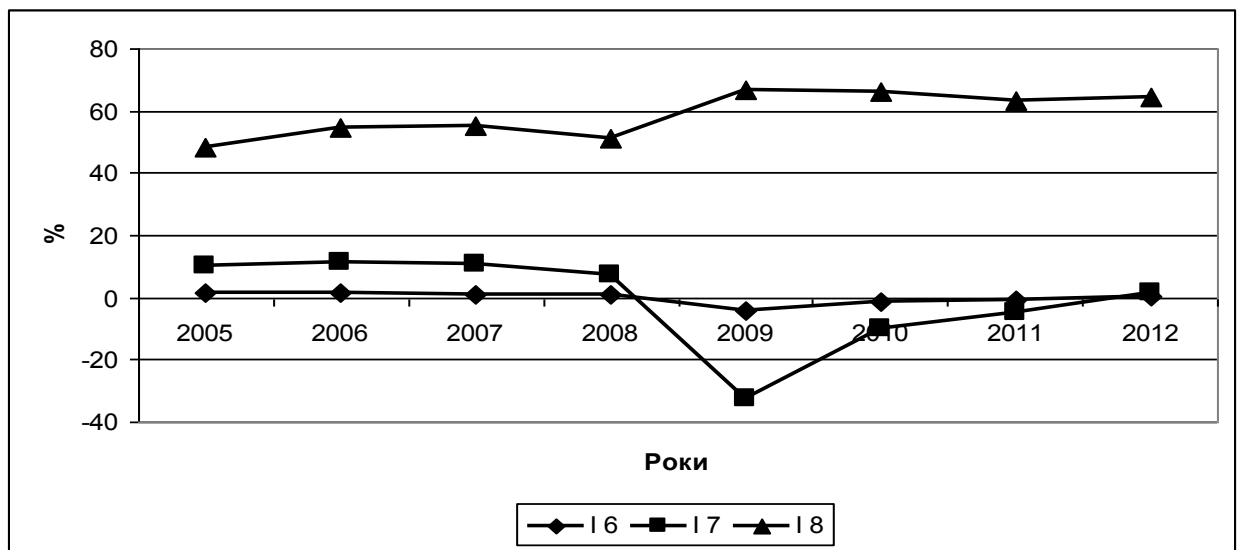


Рис. 2.3.5. Індикатори фінансової стійкості депозитних корпорацій щодо доходності та рентабельності*

*Побудовано автором на основі даних НБУ [9, с. 207-208].

На основі офіційних даних НБУ проілюструємо динаміку відібраних ІФС за період 2005–2012 рр. (табл. 2.3.4).

Наявність суттєвих відмінностей у величинах між показниками ІФС, нерівномірність і різноспрямованість в зміні їх динаміки ускладнює визначення стану фінансової стійкості та її зміну. Оцінювання рівня стійкості банківської системи потребує розробки певних критеріїв та індикаторів, за допомогою яких можна дати якісну і кількісну характеристику негативним тенденціям в економічному розвитку країни. Розробка системи індикаторів з визначення ступеню загрози стійкості банківської системи повинна базуватися на певних принципах, які дозволятимуть досягти:

- системності оцінювання (індикатори повинні адекватно відображати всі основні сторони і взаємозв'язки процесу розвитку банківської системи);
- оперативності оцінювання (система індикаторів повинна бути не громіздкою, що підвищуватиме наочність результатів і дозволить робити однозначні висновки щодо стійкості банківської системи);
- врахування специфіки банківської діяльності в основних її сферах;
- відповідності складу і значимості загроз стійкості банківської системи [22, с. 37-38].

Таблиця 2.3.4

**Індикатори фінансової стійкості банківської системи України
за період 2005–2012 рр. (дані на кінець періоду, у %) [9, с. 207–208]**

Показники	Роки							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
I3	-	-	-	9,16	31,97	29,17	25,76	36,03
I4	57,99	59,76	48,12	3,88	13,70	15,27	14,73	19,82
I11	40,17	37,83	39,93	32,93	35,88	91,19	94,73	90,28
I12	1,41	10,55	13,38	33,10	28,51	21,61	8,41	2,50
I20 (базисні пункти)	683	654	546	816	586	721	567	485
I21 (базисні пункти)	2279	830	939	2753	2499	1790	2900	4494
I22	95,05	74,90	64,86	48,36	45,27	56,01	61,19	69,80
I23	44,58	50,48	51,45	60,32	52,59	48,23	42,13	37,66
I24	43,47	50,31	49,77	59,04	55,83	51,25	49,76	49,22

Як можливий варіант вирішення даної проблеми ми пропонуємо використати коефіцієнти динаміки ІФС, в яких враховуватимуться зміни в динаміці як окремих індикаторів, так і у всій її сукупності. Показник коефіцієнта динаміки певного ІФС можна визначити через співвідношення величин у відсотках (або базисних пунктах) на кінець фактичного року до попереднього:

$$K\Phi C_t = \frac{P_{it}}{P_{it-1}} \quad (2)$$

де $K\Phi C_t$ – коефіцієнт динаміки і-того ІФС на період часу t ;

P_{it} – величина і-того ІФС в процентах (базисних пунктах) на період часу t ;

P_{it-1} – величина і-того ІФС в процентах (базисних пунктах) на період часу $t-1$.

Значення коефіцієнту фінансової стійкості банківської системи в цілому на певний період часу (рік, квартал) визначається за формулою:

$$K\Phi C \bar{b}.c.t = \frac{K\Phi C1t + K\Phi C2t + \dots + K\Phi Cnt}{n} = \frac{\sum K\Phi Cit}{n}, * \quad (3)$$

де $K\Phi C \bar{b}.c.t$ – коефіцієнт фінансової стійкості банківської системи в цілому на період часу t .

Коефіцієнт фінансової стійкості відображає стан фінансової стабільності банківської системи на певний період часу. У випадку, коли $K\Phi C \bar{b}.c.t = 1$, можна стверджувати про перебування банківської системи на даний період у стані відносної фінансової стабільності. При $K\Phi C \bar{b}.c.t < 1$ фінансова нестабільність послаблюється, а при $K\Phi C \bar{b}.c.t > 1$ – вона посилюється. Чим більше відхилення (+/–) даного загального коефіцієнта від 1, тим більша зміна рівня фінансової нестабільності (посилення, послаблення).

Оцінку стану фінансової нестабільності у банківському секторі України за період 2006–2012 рр. здійснимо за допомогою коефіцієнтів динаміки ІФС, поданих у таблиці 2.3.5.

На основі даних таблиці 2.3.5 та їх графічного відображення (рис. 2.3.6) видно, що за період 2006–2012 рр. відносна фінансова стабільність банківської системи спостерігалася у передкризовий 2007 р. і післякризові 2010–2012 рр. Хоча у 2010 р. ще спостерігалася певне посилення фінансової нестабільності у банківському секторі ($K\Phi C \bar{b}.c. = 1,127$), проте в значно менших масштабах порівняно з 2008–2009 рр. Протягом I–III кварталів 2012 р. спостерігалася помітне послаблення рівня фінансової нестабільності ($K\Phi C \bar{b}.c. = 0,933$) завдяки зусиллям Національного банку України та банківських установ, спрямованих на зменшення чистої відкритої позиції в іноземній валюті до капіталу та обсягів кредитів в іноземній валюті, зменшення обсягів недіючих кредитів та нарощування депозитної бази. Однак, зростання обсягів недіючих кредитів та чистої відкритої позиції в іноземній валюті до капіталу і спреду між найвищою

*Примітка: У зв'язку з відсутністю досліджень щодо чутливості ІФС до змін фінансової нестабільності, припускаємо, що величина вагомості даних індикаторів в загальному коефіцієнті є однаковою.

та найнижчою міжбанківськими ставками у IV кварталі призвели до посилення фінансової нестабільності у банківській системі ($K\Phi C_{б.с.т} = 1,047$).

Таблиця 2.3.5

Коефіцієнти динаміки індикаторів фінансової стійкості та коефіцієнт фінансової стійкості банківської системи України за період 2006-2012 рр.*

Показники	Роки						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
I3	-	-	-	3,490	0,912	0,883	1,399
I4	1,031	0,805	0,081	3,531	1,115	0,965	1,346
I11	0,942	1,056	0,826	1,088	2,542	1,039	0,953
I12	7,482	1,268	2,474	0,861	0,758	0,389	0,297
I20	0,958	0,835	1,495	0,718	1,230	0,786	0,855
I21	0,364	1,131	2,932	0,907	0,716	1,620	1,550
I22	0,788	0,866	0,746	0,936	1,237	1,092	1,141
I23	1,132	1,019	1,172	0,872	0,917	0,874	0,894
I24	0,364	1,131	2,932	0,907	0,716	1,620	1,989
KΦC б.с.	1,633	1,014	1,582	1,479	1,127	1,030	1,047

*Розраховано автором на основі даних НБУ [9, с. 207-208]



Рис. 2.3.6. Динаміка фінансової нестабільності банківського сектору України за 2005–2012 рр.*

*Побудовано автором на основі даних НБУ [9, с. 207–208].

Протягом аналізованого періоду спостерігалось помітне посилення фінансової нестабільності в банківському секторі у 2006 р. ($K\Phi C_{б.с.} = 1,633$) і у 2008–2009 рр. (відповідно, 1,582 і 1,479). Найвагомими чинниками посилення

фінансової нестабільності у 2006 р. були надто високе нарощування чистої відкритої позиції в іноземній валюті до капіталу (в 7,48 рази порівняно з 2005 р.), зростання частки кредитів в іноземній валюті в сукупних валових кредитах, помітне зменшення депозитної бази клієнтів у сукупних валових кредитах та погіршення співвідношення ліквідних активів до короткострокових зобов'язань.

Головними чинниками, які призвели до посилення фінансової нестабільності у 2008 р., були: значне нарощування частки зобов'язань в іноземній валюті у сукупних зобов'язаннях; збільшення чистої відкритої позиції в іноземній валюті до капіталу; зменшення співвідношення депозитів клієнтів до сукупних валових кредитів (крім міжбанківських); погіршення співвідношення ліквідних активів до короткострокових зобов'язань; значне зростання спреду між найвищою та найнижчою міжбанківськими ставками. В 2009 р. дія даних негативних чинників значно послабилася, а найбільший вплив на посилення фінансової нестабільності здійснювали наростання в значних обсягах недіючих кредитів, зменшення спреду між кредитами та депозитами та зменшення обсягів депозитів і їх співвідношення до сукупних валових кредитів.

Для перевірки достовірності результатів, отриманих внаслідок проведеного аналізу динаміки відібраних індикаторів, нами здійснено розрахунки коефіцієнтів динаміки за всіма 22 індикаторами фінансової стійкості (10 основних і 12 рекомендованих), що використовує НБУ, і визначено коефіцієнти фінансової стійкості банківської системи за аналогічний період (див. додаток Е).

Порівняння коефіцієнтів фінансової стійкості за двома способами його розрахунку (див. таблицю 2.3.6) дозволяє зробити певні висновки. По-перше, в обох випадках підтверджується помітне посилення фінансової нестабільності у 2006, 2008 і 2009 рр., хоча є відмінності у величинах КФС. По-друге, в обох розрахунках КФС у 2006 р. перевищує рівень кризового 2008 р. По-третє, підтверджується доцільність використання дев'яти відібраних ІФС для оперативного контролю за станом фінансової стабільності (нестабільності) у банківському секторі України, які більш дієво сигналізують про зміну рівня фінансової нестабільності.

Таблиця 2.3.6

Порівняння динаміки коефіцієнтів фінансової стійкості за індикаторами, що найбільш сигналізують про зміну фінансової стабільності та всього масиву ІФС у банківській системі України за 2006–2012 рр.*

Показники	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1. КФС, розрахований за відібраними ІФС.	1,633	1,044	1,582	1,479	1,127	1,030	1,047
2. КФС, розрахований за всім масивом ІФС	1,281	0,967	1,163	1,547	0,994	0,956	1,069

*Розраховано автором за даними НБУ

Оскільки банківська система функціонує в певному взаємозв'язку з економічною системою, то її стійкість, а й, відповідно, рівень фінансової нестабільності визначається не лише внутрішніми умовами, які формуються на рівні самої системи, а й зовнішніми умовами і чинниками, які формуються на макроекономічному рівні. На нашу думку, не переростання фінансової нестабільності в банківській системі в 2006 р. у банківську кризу пов'язано з позитивним впливом на фінансово-банківську систему пожвавлення у реальному секторі економіки і дією певних зовнішніх чинників. Зокрема, відчувався позитивний вплив нарощування обсягів виробництва (приріст ВВП у номінальних цінах у 2006 р. склав 23,3 %), який продовжувався до III кварталу 2008 р. (див. рис. 2.3.7). Однак посилення негативного впливу зовнішніх чинників з другої половини 2008 р. призвело до помітного падіння обсягів експорту і, в результаті, до зменшення обсягів ВВП. Посилення рівня нестабільності в реальному секторі економіки підсилило нестабільність у банківському секторі і призвело до настання кризи. Тому для визначення рівня фінансової нестабільності у банківській системі необхідно розробити показник, який враховував би зміну індикаторів фінансової стійкості банківського сектору, загальних макроекономічних індикаторів та індикаторів зовнішніх чинників.

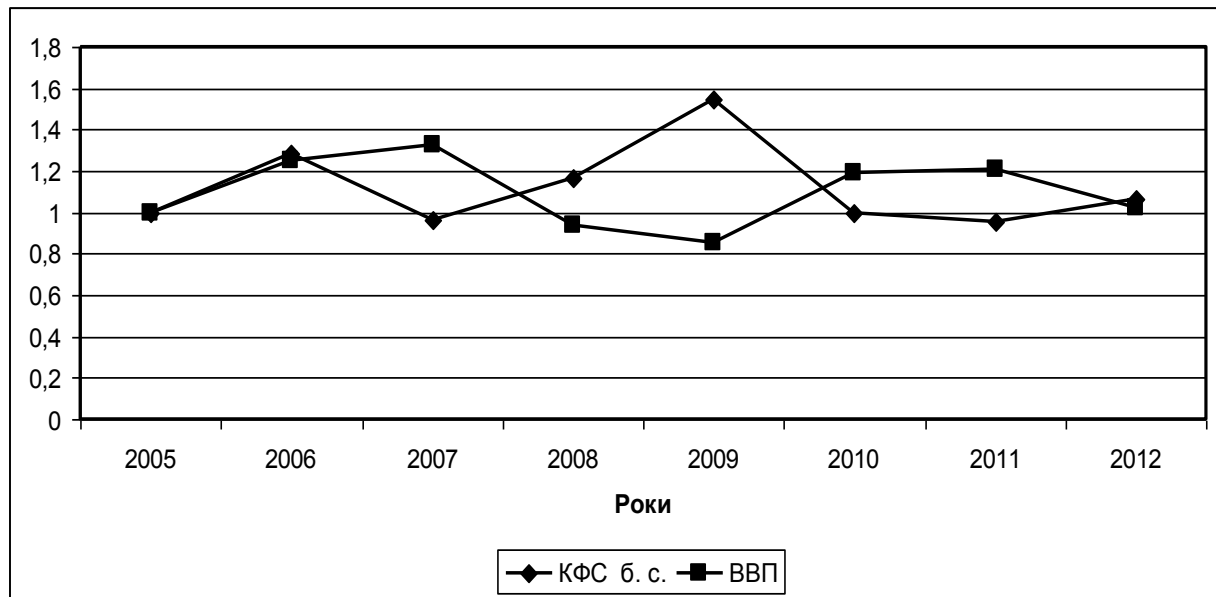


Рис. 2.3.7. Динаміка коефіцієнту фінансової стійкості банківського сектору та ВВП в період 2005-2012 рр.*

*Побудовано автором на основі даних НБУ [9, с.207-208]

Для підтвердження даного твердження нами визначено зміну стану в реальному секторі економіки (через коефіцієнти динаміки ВВП) та його вплив на загальну фінансову стабільність (нестабільність) у банківському секторі (див. табл. 2.3.7).

Таблиця 2.3.7

Коефіцієнти фінансової стійкості банківського сектору і динаміки ВВП та загальний коефіцієнт фінансової стабільності (нестабільності) банківського сектору України в період 2006-2012 рр.*

№ п/п	Показники	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1	КФСб.с.	1,281	0,967	1,163	1,547	0,994	0,956	1,069
2	К _{ВВП}	1,251	1,325	0,940	0,853	1,189	1,212	1,020
3	ЗКФС б.с.	1,024	0,730	1,237	1,814	0,836	0,789	1,048

*Розраховано автором

Визначення показника загальної фінансової стабільності (нестабільності) банківського сектору розраховується наступним чином:

$$ЗКФС \text{ б.с.} = \frac{КФС \text{ б.с.}}{К \text{ ввп}}, \quad (4)$$

де *ЗКФС б.с.* – загальний коефіцієнт фінансової стабільності (нестабільності) банківського сектору;

КФС б.с. – коефіцієнт фінансової стійкості банківського сектору;

К ввп – коефіцієнт динаміки ВВП.

Як засвідчили розрахунки, позитивні зміни в реальному секторі економіки посприяли помітному зниженню нестабільності у банківському секторі країни в 2006 р. і не допустили виникнення банківської кризи. Проте значне погіршення ситуації в економіці країни у 2008–2009 рр. підсилює нестабільність у банківському секторі, яка переросла у кризу.

Внаслідок високого рівня відкритості економіки і банківської системи зовнішньому світу стабільність фінансової системи країни в значній мірі визначається впливом (як негативним, так і позитивним) зовнішніх чинників. Тому при визначенні рівня нестабільності фінансової системи потрібно поєднувати використання індикаторів, що є чутливими до змін в межах національної фінансово-економічної системи та індикаторів, що відображають вплив зовнішнього світу на її стабільність. Для визначення інтегрального коефіцієнта фінансової стабільності фінансової системи України нами відібрано десять показників (індикаторів), які, на нашу думку, є чутливими до змін, що відбуваються в реальному секторі економіки, фінансовій системі і до впливу зовнішніх чинників і на основі яких в подальшому будуть проводитися розрахунки. Зокрема, індикатор *I*₁ (Співвідношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП) відображає вплив змін у реальному секторі економіки і в зовнішньоторговельній діяльності на стан фінансової нестабільності. Динаміка індикаторів *I*₃ (Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів), *I*₄ (Спреди (EMBI Global Yield Spreads)), *I*₅ (Грошова маса), *I*₆ (Співвідношення кредитів до депозитів), *I*₈ (Обсяги кредитів) та *I*₁₀ (Співвідношення загальних пасивів до капіталу банків) відображає вплив

процесів, що відбуваються у вітчизняному банківському секторі на стан фінансової нестабільності. Зміну рівня фінансової нестабільності банківського сектору під впливом зовнішніх чинників характеризує динаміка I₂ (Доларизація кредитів) та I₇ (Чиста зовнішня позиція банківського сектору). В той же час, I₉ (Співвідношення зовнішнього боргу до валютних резервів) в найбільшій мірі характеризує вплив якісної оцінки зовнішньоекономічних відносин на стан фінансової нестабільності фінансової системи країни.

Проведені розрахунки індикаторів фінансової стійкості фінансової системи України за період 2001–2013 рр. (див. додаток Є) дають підстави стверджувати про чутливість відібраних показників до зміни стану фінансової нестабільності. Для подолання розваженості одиниць виміру відібраних індикаторів використано коефіцієнти їх динаміки, визначені величини яких наведені в додатку Ж.

Інтегральний коефіцієнт фінансової стабільності (нестабільності) фінансової системи (ІКФС ф.с.) розраховуємо як суму значень індикаторів із врахуванням їх вагових коефіцієнтів за формулою:

$$\text{ІКФС ф.с.} = \sum_{i=1}^n w_i d_i, \quad (5)$$

де n – кількість індикаторів ($n=10$);

w_i – ваговий коефіцієнт i -го індикатора ($\sum_{i=1}^n w_i = 1$);

d_i – числове значення оцінки i -го індикатора.

Величина вагомості певного індикатора визначається із врахуванням його чутливості до змін стану фінансової нестабільності. Ті індикатори, які чутливо реагують на наближення кризи, її настання або завершення, віднесемо до групи індикаторів з високою чутливістю і величиною коефіцієнта вагомості – 0,15. Індикатори, які реагують лише на настання кризи або її завершення, віднесемо до групи чутливих індикаторів з величиною коефіцієнта вагомості 0,10. Індикатори, які мало реагують на зміну рівня фінансової нестабільності, віднесемо до групи низькочутливих індикаторів з величиною коефіцієнта вагомості 0,05.

На основі формального аналізу коефіцієнтів динаміки ІФС за вищенаведеними ознаками нами визначено їх коефіцієнти вагомості (табл. 2.3.8).

Таблиця 2.3.8

Чутливість індикаторів фінансової стійкості та їх коефіцієнти вагомості*

Індикатори	Рівень чутливості до зміни фінансової нестабільності	Коефіцієнти вагомості
I1 (Співвідношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП)	чутливий	0,10
I2 (Доларизація кредитів)	високочутливий	0,15
I3 (Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів)	чутливий	0,10
I4 (Спреди (EMBI Global Yield Spreads))	низькочутливий	0,05
I5 (Грошова маса M2)	чутливий	0,10
I6 (Співвідношення кредитів до депозитів)	чутливий	0,10
I7 (Чиста зовнішня позиція банківського сектору)	високочутливий	0,15
I8 (Обсяги кредитів)	низькочутливий	0,05
I9 (Співвідношення зовнішнього боргу до валютних резервів)	високочутливий	0,15
I10 (Співвідношення загальних пасивів до капіталу банків)	низькочутливий	0,05

* Складено автором

З врахуванням коефіцієнтів вагомості та числового значення оцінки кожного з індикаторів визначимо величини індикаторів та інтегральні коефіцієнти фінансової стабільності (нестабільності).

Інтегральний коефіцієнт фінансової стабільності (нестабільності) фінансової системи для кожного окремого періоду розраховується як сума величини коефіцієнтів динаміки індикаторів за формулою:

$$\text{ІКФС}_{\text{ф.с.}} = \sum w_i d_i = 0,1 d_1 + 0,15 d_2 + 0,1 d_3 + 0,05 d_4 + 0,1 d_5 + 0,1 d_6 + 0,15 d_7 + 0,05 d_8 + 0,15 d_9 + 0,05 d_{10} \quad (6)$$

В результаті проведених розрахунків нами визначено коефіцієнти динаміки індикаторів фінансової стійкості та інтегральні коефіцієнти динаміки фінансової стабільності (нестабільності) фінансової системи на певний період часу (див. додаток 3) з графічним відображенням їх динаміки (рис. 2.3.8), які дозволяють зробити наступні висновки:

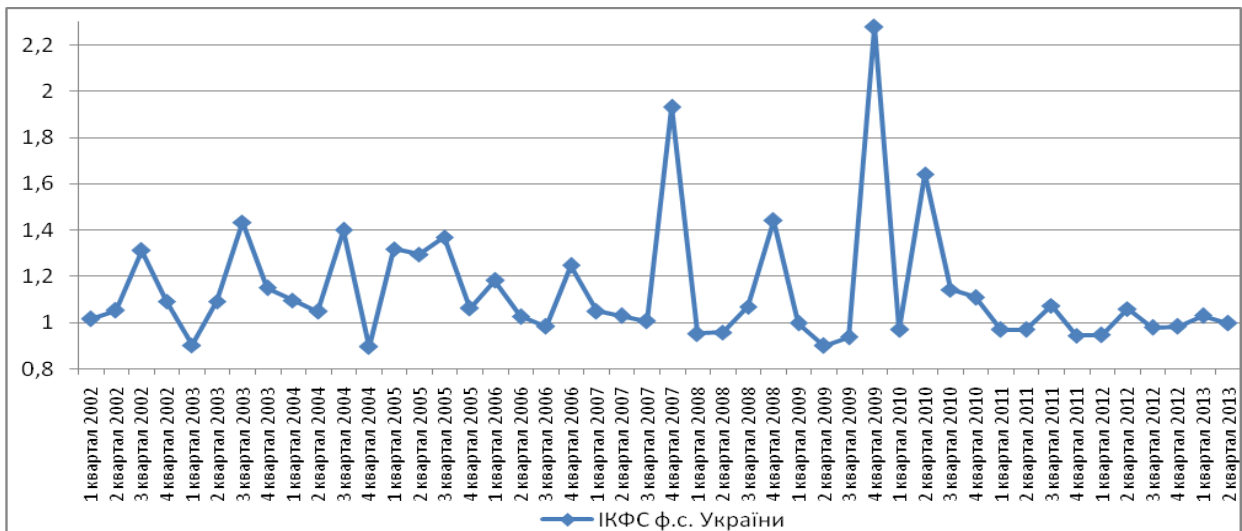


Рис. 2.3.8. Динаміка ІКФС фінансової системи України за період 2002-2013 рр.*

*Побудовано автором на основі даних НБУ

– на протязі переважної частини періоду, що аналізується, для фінансової системи України є характерним підвищений рівень фінансової нестабільності з особливо високими піками в IV кварталі 2007 р. (розпал іпотечної кризи в США), в IV кв. 2008 р. (початок кризи в Україні), в IV кв. 2009 р. (зростання у 13,5 разів негативного сальдо поточного рахунку платіжного балансу порівняно з III кв. 2009 р.) та в II кв. 2010 р. (зростання у 7,5 разів негативного сальдо поточного рахунку платіжного балансу та у 2,5 рази спреду між процентними ставками за операціями на міжбанківському ринку порівняно з попереднім кварталом);

– про посилення фінансової нестабільності у передкризовий період найдієвіше сигналізували індикатори чистої зовнішньої позиції банківського сектору, співвідношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП та співвідношення зовнішнього боргу до валютних резервів. На початок розгортання кризи в Україні найбільш дієво вказувала поведінка індикаторів співвідношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП, доларизації кредитів, нарощування вимог закордону до банківського сектору та прискорене нарощування зовнішнього боргу відносно валютних резервів. У післякризовий період посилення фінансової нестабільності відбувалося через погіршення сальдо поточного рахунку платіжного балансу, наростання великих обсягів недіючих кредитів і зовнішнього боргу при зменшенні валютних резервів.

В цілому ж, отримані результати з визначення рівня фінансової нестабільності на основі запропонованої методики підтверджують правильність нашого підходу до визначення як рівня фінансової стабільності банківської системи, так і в цілому фінансової системи країни.

Подальші дослідження з визначення рівня фінансової стабільності (нестабільності) доцільно здійснювати у визначенні критичної межі, за якою можливе настання кризи, в уточненні переліку і кількості показників (індикаторів), які доцільно використовувати для розрахунку інтегрального коефіцієнта фінансової стабільності фінансової системи країни.

2.4. Аналіз ефективності монетарної політики України за умов наростання фінансової нестабільності

Світова фінансова криза породила неоднорідні ситуації на грошово-кредитних ринках різних країн і виявила їх різну реакцію на кризові явища. В цілому дана криза показала відносну стійкість фінансово-економічних систем розвинутих країн, їх здатність реагувати на складні виклики. Проте, через необхідність застосування антикризових заходів для стабілізації ситуації на фінансових ринках і регулювання фінансових потоків криза зумовила істотні зміни у механізмах регулювання грошово-кредитних відносин і в цілях такого регулювання. В країнах з ринками, що формуються, криза була більш відчутною, поглибила існуючі суперечності і проблеми розвитку грошово-кредитних відносин, суттєво ускладнила функціонування грошово-кредитного ринку і банківської системи, що обмежило їх стимулюючу роль для збалансованого оздоровлення економіки.

Для подолання негативних наслідків кризи і досягнення стабільності економічного зростання, встановлення контролю над інфляцією центральні банки використовували велике розмаїття інструментів та монетарних заходів, імпульси від дії яких через канали трансмісійного механізму передаються на

макроекономічні змінні. В залежності від фази економічного циклу дія інструментів грошово-кредитної політики може послаблювати або посилювати стан фінансової нестабільності. Успішне застосування монетарного інструментарію дозволяє підвищити здатність економіки до саморегулювання і згладжувати циклічні коливання, стимулювати позитивні тенденції в динаміці економічних показників, що чутливі до монетарних чинників. Хоча в теорії та практиці існують різні погляди на досягнення цих результатів, проте більшість науковців і практиків єдині в тому, що грошово-кредитна політика повинна бути «гнучкою» і «узгодженою» із загальними механізмами макроекономічного регулювання і враховувати розвиток економічного циклу ринкової кон'юнктури. Дотримання вимоги «гнучкості» і «узгодженості» особливо є актуальними в сучасний період внаслідок підвищення частоти загострення фінансової нестабільності, яка набрала турбулентного характеру.

Дослідженню механізму використання інструментів грошово-кредитної політики центральними банками в зарубіжній і вітчизняній практиці приділена значна увага науковців і практиків. Помітний вклад в дослідження даної проблеми зроблено в наукових працях Г. Азаренкової, Т. Богдан, О. Береславської Б. Бернанке, В.-Р. Вайта, А. Вожжова, Н. Гребеник, О. Дзюблюка, А. Дробязко, Х. Карауна, О. Кіреєва, В. Козюка, В. Міщенко, С. Науменкової, І. Подколизіної, А. Сомик, Д. Стросс-Кана, К. Черкашиної та інших. Однак, проблема дієвості використання монетарних інструментів НБУ все ще залишається малодослідженою.

Ефективність заходів монетарної політики з досягнення поставлених цілей в значній мірі залежить від середовища, в якому вона реалізовується. Як показує світовий досвід, ефективність грошово-кредитної політики є низькою при переважанні в економіці методів жорсткого адміністративного макроекономічного регулювання. Проте шкідливою для стабільності кредитно-банківської і фінансово-економічної системи є і занадто активна монетарна і фінансова політика держави, з орієнтацією на короткострокову економічну стабілізацію, повне завантаження виробничих потужностей, зменшення

безробіття і стримування інфляції [99].

На середовище реалізації монетарної політики здійснюють вплив внутрішні і зовнішні чинники, що його формують. Серед найважливіших об'єктивних внутрішніх чинників, які впливають на ускладнення середовища реалізації монетарної політики НБУ, можна виділити [82, с. 42-43; 21, с. 23]:

- недосконалість законодавчого поля діяльності банків, що призводить до незахищеності права власності і проведення проти них рейдерських атак;

- відсутність координації бюджетно-податкової політики уряду з монетарною політикою центрального банку. Проведення урядом соціально-орієнтованої політики і нарощування доходів населення значно вищими темпами, ніж зростають економіка і продуктивність праці стимулює нарощування попиту, кредитної експансії банків і веде до посилення інфляційних процесів;

- втручання органів законодавчої і виконавчої влади у виконання функцій і повноважень Національного банку значно знижує його операційну незалежність і не дозволяє застосовувати інструменти монетарної політики адекватно до ситуації, що складається на грошово-кредитному ринку;

- нарощування споживчого попиту населення переважно на імпортні товари посилює позиції іноземних виробників на ринку України і негативно позначається на розвитку вітчизняного виробництва і платіжному балансі країни, сприяє накопиченню зовнішнього боргу;

- неузгодженість бюджетної і монетарної політик щодо управління і руху коштів на Єдиному казначейському рахунку Уряду, розміщеному в НБУ, зумовлює проблему сезонності в накопиченні і непередбачуваності для центрального банку у витрачанні цих коштів та призводить до нарощування ризиків ліквідності банківської системи.

Несприятливий вплив внутрішніх чинників в кінці 2008 р. і на початку 2009 р. ускладнив середовище реалізації монетарної політики та призвів до значних втрат банківських установ і посилення нестабільності у банківському секторі. Наприклад, в результаті призупинення проведення операцій рефінансування в період 1–29 січня 2009 р. (під тиском Кабінету Міністрів

України) відбулося ускладнення і параліч роботи окремих банків, що змусило НБУ в січні–лютому 2009 р. ввести тимчасову адміністрацію в 7 банках (із 11-ти банків загалом). Призупинення рефінансування позбавило учасників ринку орієнтирів щодо вартості грошових ресурсів, а НБУ – важелів впливу на формування процентних ставок на міжбанківському ринку. Через відсутність «імпульсу» в процентному каналі трансмісійного механізму процентні ставки на міжбанківському ринку стали неконтрольованими, а їх волатильність в січні 2009 р. становила 17,4 – 61,3 % [88].

Серед зовнішніх ризиків та обмежувальних умов, які найбільш негативно впливали на стан середовища реалізації грошово-кредитної політики України з 2008 р., було поширення світової фінансової кризи. Погіршення глобальної ліквідності, в тому числі за рахунок «посилення державного протекціонізму розвинутих країн на фінансових ринках, спрямованого на репатріацію фінансових ресурсів» [18, с. 10] обмежило доступ до ринків капіталу для суб'єктів фінансового і нефінансового секторів вітчизняної економіки, зменшило обсяги іноземних інвестицій та спричинило відплив іноземного капіталу. Погіршення кон'юнктури на світових ринках, зменшення попиту і цін на експортну продукцію українських виробників (насамперед, металопродукцію) призвело у IV кварталі 2008 р. до значного зменшення експортної виручки, падіння промислового виробництва майже на 40 % і від'ємного сальдо платіжного балансу України у 12,763 млрд. дол. США. Це ще раз наглядно засвідчує «залежність макрофінансової стабільності в Україні від економічної динаміки розвинутих країн (від перспектив експорту)» [18, с. 10].

На погіршення середовища реалізації монетарної політики в Україні впливав борговий чинник, особливо зовнішній. На кінець 2008 р. обсяг валового зовнішнього боргу зріс до 103,2 млрд. дол. США (56,7 % ВВП), в якому частка приватного боргу становила 81,3 % (в тому числі, банківського сектору – 38,2 %, інших секторів економіки – 43,1 %) [29]. Близько третини всього боргу становив короткостроковий капітал, який переважно мав спекулятивне походження, і його відплив закордон восени 2008 р. посилив девальваційний тиск на гривню.

Ризиковані й надмірні зовнішні запозичення, кредитна експансія та доларизація кредитів з перекладанням валютних ризиків на позичальників обернулися для вітчизняних банків кредитними ризиками внаслідок девальвації гривні.

На зменшення можливостей для маневру в проведенні монетарної політики вплинули прийняті Україною зобов'язання дотримуватися певної межі жорсткої «стелі» на грошову базу і валютні резерви НБУ в обмін на отримані кошти від МВФ (програма «стенд-бай») для покриття дефіциту платіжного балансу.

Загально визнано, що монетарна політика здійснює вплив на економіку через імпульси від інструментів грошово-кредитної політики, які передаються на макроекономічні змінні через канали трансмісійного механізму. З врахуванням особливостей дії механізму монетарної трансмісії в Україні, що викладені у монографії фахівців Національного банку за редакцією В. Стельмаха [54, с. 207], у структурі монетарного передавального механізму можемо виділити чотири канали: процентний, кредитний, валютний (у складі вартості активів) та канал очікувань економічних суб'єктів. Кожен з цих каналів впливає на стан економіки та інфляцію, а їх сумарний ефект виражається в загальній реакції економіки на монетарну політику держави. В наборі інструментів монетарної політики Національного банку, які найактивніше ним використовуються, є процентні ставки та операції рефінансування, обов'язкове резервування, управління валютними резервами та ліквідністю банків, операції з цінними паперами на відкритому ринку, емісія власних боргових зобов'язань та операції з ними, обмінний валютний курс та інші.

В розвинутих країнах світу, в структурі монетарного трансмісійного механізму яких головним каналом є процентний, а основним інструментом досягнення цінової стабільності – офіційні ставки центрального банку, найважливішу роль в регулюванні грошово-кредитного ринку відіграє основна ставка (офіційна процентна ставка, яка домінує в структурі операцій, є найбільш очікуваною і здійснює сильний регулятивний вплив на ринкову дохідність і рівень інфляції). Саме тому в розвинутих країнах процентна політика не

розглядається як окремий інструмент монетарної політики, а як складова цілісної операційної системи центрального банку, механізм якої встановлений у базових документах грошово-кредитної політики [330; 331].

Зважаючи на нормативні документи [69; 70] та ряд положень [12; 15; 54; 84], процентний канал трансмісійного механізму в Україні також вважається одним із основних, а індикатором процентної політики виступає облікова ставка НБУ. В реальній же дійсності роль процентного каналу є незначною, а офіційні ставки не мають значного впливу на ставки за кредитами овернайт на міжбанківському ринку. В результаті НБУ має обмежені можливості щодо впливу процентними інструментами на формування кривої дохідності на фінансовому ринку і на інші макроекономічні змінні, зокрема інфляцію.

Формальний аналіз динаміки облікової ставки за період 2001-2013 рр. (див. табл. 2.4.1) дає підстави для наступних висновків:

- у фазі зростання в період 2001-2002 рр. облікова ставка НБУ зменшилася із 27 % до 7 %, тобто виконувала проциклічну функцію;

- під часу піку фази зростання облікова ставка на рівні 7 % була незмінною протягом 21 місяця (з 05.12.2002 р. до 08.06.2004 р.), що свідчить про відсутність її впливу на зміну економічних процесів в даний період. Це можна пояснити недостатнім взаємозв'язком між відсотковими ставками НБУ та ставками міжбанківського ринку, внаслідок чого нівелювався вплив процентної політики на динаміку ставок роздрібного сегменту грошового ринку. На низьку ефективність облікової ставки як інструменту монетарної політики в даний період акцентують увагу як вітчизняні, так і зарубіжні дослідники [54; 98; 199];

- поступове підвищення облікової ставки з 7 % до 9,5 % (з 09.06.2004 р. до 09.06.2006 р.) пов'язується не з антициклічною складовою монетарної політики, а з необхідністю її узгодження з поточною ціною кон'юнктурою;

- проциклічний характер монетарної політики центрального банку проявлявся у зниженні облікової ставки упродовж 2006–2007 рр.;

- підвищення облікової ставки з посиленням кризових явищ у світі в 2008 р. до 12 % і відсутність змін в її розмірі в розпал кризи в Україні свідчить

про низьку ефективність процентної політики в цей період;

– поступове зниження облікової ставки з 15.06.2009 р. до 11 % та досягнення нею величини 7,75 % на 10.08.2010 р., 7,5 % на 23.03.2012 р., 7,00 % на 10.06.2013 р. і 6,5 % на 13.08.2013 р. можна відзначити як позитивний процес, адже зниження вартості грошей на фазі спаду сприяє поживленню економічної активності.

Таблиця 2.4.1

Динаміка облікової ставки Національного банку України в 2001–2012 рр.*

Період дії облікової ставки		Відсотки річні
від	до	
–	09.03.2001 р.	27.00
10.03.2001 р.	06.04.2001 р.	25.00
07.04.2001 р.	10.06.2001 р.	21.00
11.06.2001 р.	08.08.2001 р.	19.00
09.08.2001 р.	09.09.2001 р.	17.00
10.09.2001 р.	09.12.2001 р.	15.00
10.12.2001 р.	10.03.2002 р.	12.50
11.03.2002 р.	03.04.2002 р.	11.50
04.04.2002 р.	04.07.2002 р.	10.00
05.07.2002 р.	04.12.2002 р.	8.00
05.12.2002 р.	08.06.2004 р.	7.00
09.06.2004 р.	06.10.2004 р.	7.50
07.10.2004 р.	08.11.2004 р.	8.00
09.11.2004 р.	09.08.2005 р.	9.00
10.08.2005 р.	09.06.2006 р.	9.50
10.06.2006 р.	31.05.2007 р.	8.50
01.06.2007 р.	31.12.2007 р.	8.00
01.01.2008 р.	29.04.2008 р.	10.00
30.04.2008 р.	14.06.2009 р.	12.00
15.06.2009 р.	11.08.2009 р.	11.00
12.08.2009 р.	07.06.2010 р.	10.25
08.06.2010 р.	07.07.2010 р.	9.50
08.07.2010 р.	09.08.2010 р.	8.50
10.08.2010 р.	22.03.2012 р.	7,75
23.03.2012 р.	09.06.2013 р.	7,50
10.06.2013 р.	12.08.2013 р.	7,00
13.08.2013 р.	–	6,50

*Побудовано автором на основі даних НБУ

З другого півріччя 2009 р. Національним банком вжито ряд заходів, спрямованих на підвищення ефективності процентної політики і посилення значення облікової ставки та процентного каналу. Постановами Правління НБУ

[71] внесено певні зміни до Положення «Про процентну політику Національного банку України» [69], які спрямовані на посилення впливу облікової ставки на процентні ставки. Посилення значення облікової ставки та процентного каналу трансмісії монетарних імпульсів відбулося через запровадження плати в розмірі 30 % від облікової ставки за залишками коштів обов'язкових резервів, що перераховані банками на окремий рахунок НБУ [72].

Під час кризи значно зросла кількість процентного інструментарію з підтримання ліквідності банків і волатильність ставок за їх операціями. Структура операцій НБУ з підтримання ліквідності на даний час складалася з: операцій прямого РЕПО; операцій своп; стабілізаційного кредиту; кредитів «овернайт», наданих через постійно діючу лінію рефінансування; кредитів рефінансування, наданих шляхом проведення тендеру; кредитів рефінансування під заставу майнових прав на кошти банківського вкладу (депозиту, розміщеному в НБУ); кредитів, наданих для фінансування чемпіонату Європи з футболу 2012 р. та ряду інших кредитів. В структурі операцій рефінансування переважали довгострокові кредити (понад 14 днів). В даний період відзначалася надто суттєва волатильність середньозважених процентних ставок (від 10 % до 23 %) за кредитами НБУ для підтримки ліквідності банків. Проте, як свідчить світова практика, наявність чисельних і не стандартизованих інструментів та процентних ставок, різна строковість операцій хоча і дозволяють підвищити ліквідність банків, але не створюють чітких і прогнозованих орієнтирів для суб'єктів грошового ринку, роблять процентну політику недостатньо передбачуваною та послаблюють вплив центробанку на грошово-кредитний ринок.

Дієвість монетарної політики визначається не лише наявністю досконалого її інструментарію, а й механізмом його застосування. За наявності певних особливостей в механізмі монетарної політики України (недотримання правила «вузького процентного коридору», в межах якого повинна утримуватися ставка овернайт на міжбанківському ринку; відсутність статусу «основної операцій» і, відповідно, відсутність основної ставки-орієнтира для суб'єктів ринку; викривлення ролі облікової ставки НБУ як орієнтира вартості грошей

через непроведення за нею монетарних операцій; невикористання депозитних сертифікатів овернайт, процентні ставки, за якими повинні утворювати нижню межу процентного коридору; нестандартність за строками процентного інструментарію монетарної політики та значна волатильність ставок за ними тощо) процентний канал не в змозі виконувати функцію «головного каналу» щодо підтримання ринкових ставок на рівні, узгодженому з визначеним рівнем цінової стабільності. Саме через ці особливості у кризовий період, одночасно зі зростанням гнучкості обмінного курсу гривні до долара США, не відбулося посилення ролі процентного каналу, що змусило НБУ повернутися до встановлення фіксованого курсу. У посткризовий період процентна політика була спрямована на утримання вартості грошей на позитивному рівні відносно інфляції і стимулювала накопичення депозитних вкладів у національній валюті для зменшення девальваційного тиску та інфляційних ризиків.

Проведений нами аналіз зв'язку між зміною рівня процентної ставки за операціями на міжбанківському ринку і станом фінансової нестабільності фінансової системи України на протязі 2002–2013 рр. (через ІКФС ф.с.) за допомогою однофакторної регресії відображає незначний вплив зміни процентної ставки на рівень фінансової нестабільності, що засвідчує величина коефіцієнту детермінації: $R^2 = 0,012$ % (див. рис. 2.4.1). Це свідчить про низьку ефективність регулюючого впливу НБУ на ситуацію на міжбанківському ринку.

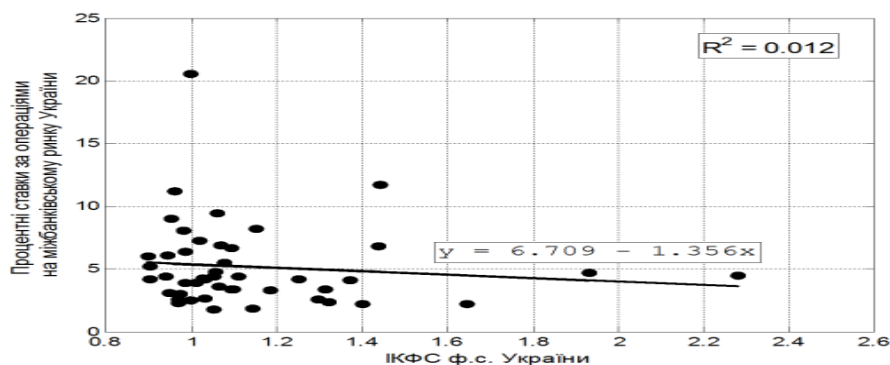


Рис. 2.4.1. Модель функціональної залежності між динамікою ІКФС ф.с. та процентними ставками за операціями на міжбанківському ринку України за період 2002–2013 рр.*

*Побудовано автором на основі даних НБУ засобами пакету MATLAB 7.1.

Порівняльний аналіз динаміки процентної ставки за операціями на міжбанківському ринку України і рівня фінансової нестабільності фінансової системи України (див. рис. 2.4.2) дозволяє зробити певні висновки. По-перше, зміна рівня фінансової нестабільності в значно більшій мірі впливає на динаміку процентних ставок на міжбанківському ринку у порівнянні з впливом процентних ставок на зміну фінансової нестабільності. По-друге, існує лаг в реакції процентних ставок на зміну стану фінансової нестабільності. По-третє, спостерігається відносно швидка реакція зміни процентної ставки на коливання рівня фінансової нестабільності у докризовий період (1–2 місяці), яка послаблюється у кризовий період (4–6 місяці) і відновлюється у післякризовий період з початку 2011 р. (до 1 місяця).

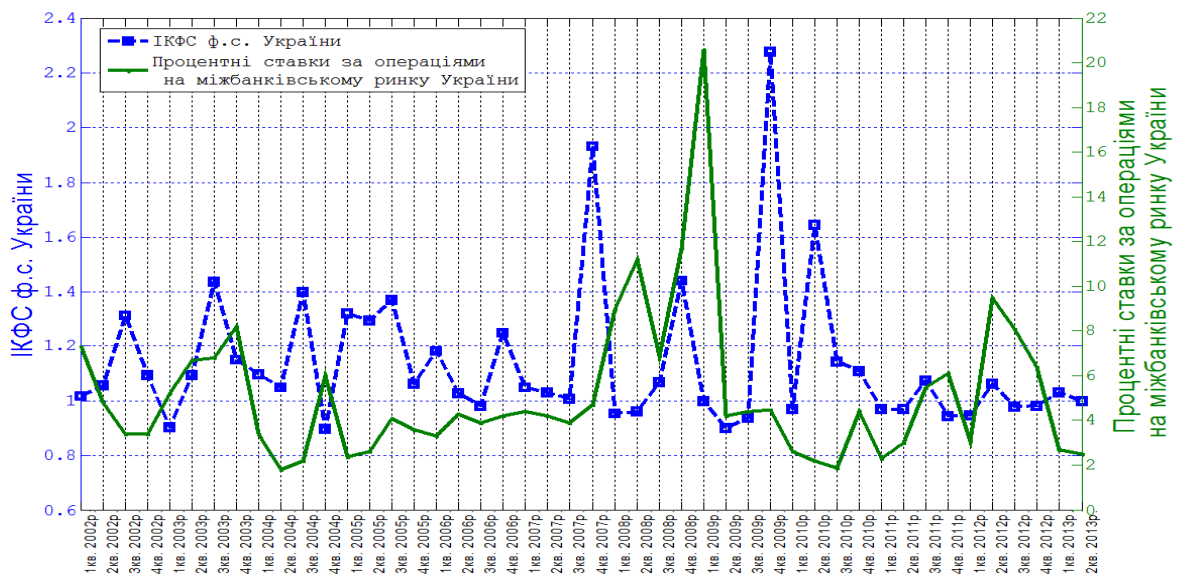


Рис. 2.4.2. Динаміка ІКФС ф.с. та процентних ставок за операціями на міжбанківському ринку України за період 2002–2013 рр.*

*Побудовано автором на основі даних НБУ засобами пакету MATLAB 7.1.

Міжбанківський ринок України вперше відреагував відчутним зростанням процентної ставки на загострення фінансової кризи в США і її початок в країнах ЄС – з 4,7 % у IV кварталі 2007 р. до 11,2 % у II кварталі 2008 р. Проте, найвищого рівня процентні ставки за операціями на міжбанківському ринку досягли в I кв. 2009 р. (20,6 %), тобто через один квартал з початку кризи в

Україні. В подальшому до II кварталу 2012 р. спостерігалася тенденція до зниження величини процентної ставки з досягненням її мінімуму в 1,9 % у III кварталі 2010 р. Цікавим є і те, що в умовах більш, ніж дворазового підвищення рівня фінансової нестабільності в IV кварталі 2009 р. реакція процентної ставки була дуже слабкою – вона зросла лише на 0,1 % (з 4,4 % до 4,5 %). Зростання рівня фінансової нестабільності в I–III кварталах 2010 р. понад 1,5 рази взагалі супроводжувалася зниженням процентної ставки протягом двох наступних кварталів з 2,6 % до 2,2 % і 1,9 %. Процентні ставки відреагували на попереднє посилення фінансової нестабільності зростанням до 4,4 % (на +2,5 %) лише у IV кварталі 2010 р. Починаючи з даного часу спостерігається синхронізація в динаміці процентних ставок і фінансової нестабільності із лагом 1 місяць.

Динаміка грошової бази у 2002–2013 рр. відображає більш помітний зв'язок зі змінами рівня фінансової нестабільності в країні (див. рис. 2.4.3), про що також засвідчує коефіцієнт детермінації ($R^2=0,10$), розрахований за допомогою однофакторної регресії (див. рис. 2.4.4). Разом з тим, слід зауважити, що монетарна політика НБУ в певні періоди часу була в різній мірі виваженою і по-різному корелювалася зі змінами стану фінансової нестабільності.

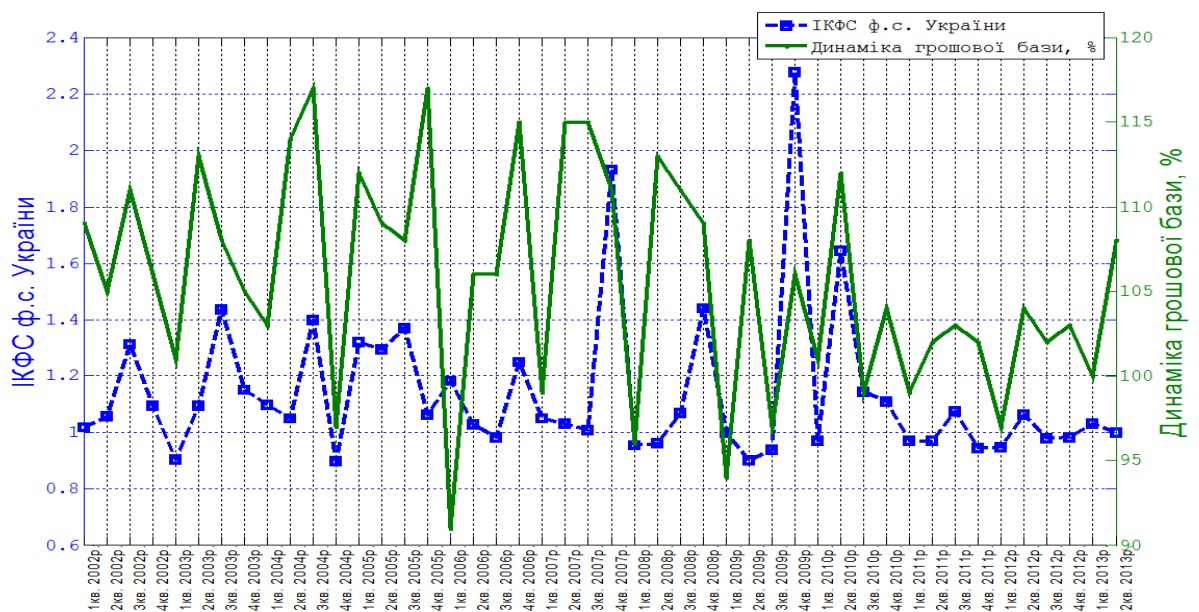


Рис. 2.4.3. Динаміка ІКФС ф.с. України та грошової бази за період 2002–2013 рр.*

*Побудовано автором на основі даних НБУ засобами пакету MATLAB 7.1.

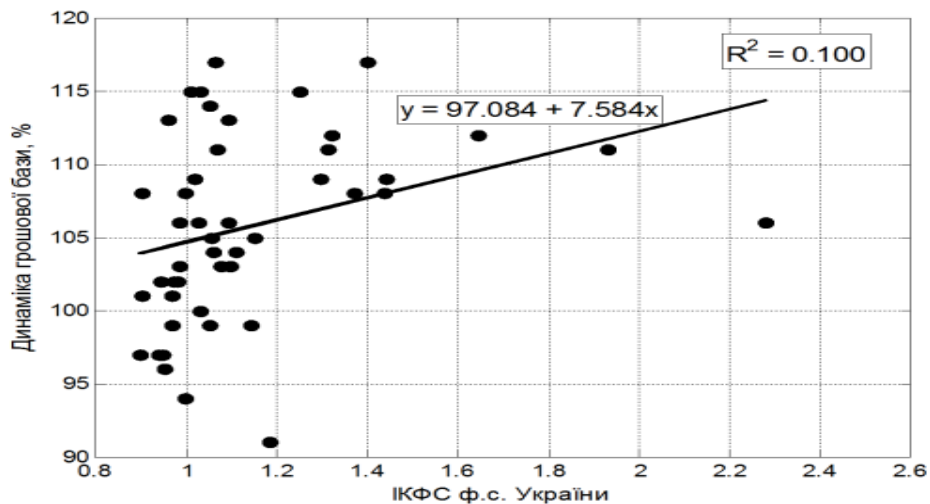


Рис. 2.4.4. Модель функціональної залежності між динамікою ІКФС ф.с. України та грошовою базою за період 2002–2013 рр.*

*Побудовано автором на основі даних НБУ засобами пакету MATLAB 7.1.

В динаміці грошової бази чітко простежуються три періоди (докризовий, кризовий і післякризовий), для яких характерні певні особливості. Так, для першого періоду (2002 р. – III кв. 2008 рр.) характерними є високі темпи зростання грошової бази, піки зростання яких припадали на періоди з найвищими показниками рівня фінансової нестабільності. В діях НБУ щодо обсягів грошової бази були певні прорахунки, які впливали на посилення фінансової нестабільності. Зокрема, різке скорочення обсягів грошової бази в I кв. 2006 р. у порівнянні з попереднім кварталом (на 7,3 млрд. грн.) вплинуло на посилення фінансової нестабільності.

У кризовий період (IV кв. 2008–2010 рр.) НБУ проводив більш виважену антициклічну політику щодо обсягів грошової бази із врахуванням рівня нестабільності. У порівнянні з докризовим періодом темпи зростання грошової бази були значно зменшені. Однак були допущені певні прорахунки, які посилювали фінансову нестабільність. Зокрема, під час поступового зниження рівня фінансової нестабільності в I–II кв. 2009 р. грошова база була спочатку різко збільшена в II кварталі (на 14,0 млрд. грн.), а в III кварталі зменшена (на 5,1 млрд. грн.), що стало одним із чинників значного наростання фінансової

нестабільності в IV кварталі 2009 р. У післякризовий період (із 2011 р.) помітне посилення жорсткості монетарної політики Національного банку України, яка в більшій мірі враховує стан фінансової нестабільності. Темпи зростання грошової бази протягом 2011–2012 рр. були найнижчими з 2002 р.

Помірна жорсткість монетарної політики НБУ знайшла відображення у сповільненій динаміці пропозиції грошей, що дозволило підтримувати розвиток економіки, не провокуючи інфляційного тиску (див. табл. 2.4.2). Різке падіння темпів наростання грошової бази під час кризи (2009 р.) та сповільнене їх нарощування у післякризові роки супроводжувалося відносно швидшим збільшенням грошової маси. Випереджаюче зростання грошової маси порівняно з грошовою базою свідчить про активізацію механізму мультиплікації коштів, а, отже, про збільшення потенціалу грошової пропозиції банківської системи для забезпечення процесів економічного розвитку країни.

Таблиця 2.4.2

Динаміка пропозиції грошей в Україні в 2005–2012 рр.*

Показники	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Грошова база, млрд. грн.	82,7	97,2	141,9	186,7	195,0	225,8	239,9	255,3
Темпи приросту, %	-	17,5	46,0	31,6	4,4	15,8	6,2	6,4
Грошова маса, млрд. грн.	194,1	261,1	396,2	515,9	487,3	587,1	685,5	773,2
Темпи приросту, %	-	34,5	51,7	30,2	-5,5	20,5	16,8	12,8
Коефіцієнт грошового мультиплікатора	2,35	2,69	2,80	2,76	2,50	2,60	2,86	3,03

*Побудовано автором за даними НБУ

Дії НБУ з регулювання грошової бази, ліквідності банківської системи і валютних інтервенцій, а також стан фінансової нестабільності позначилися на зміні коефіцієнта грошового мультиплікатора. Аналіз динаміки грошового мультиплікатора у співставленні зі зміною ІКФС фінансової системи протягом періоду 2002–2013 рр. (див. рис. 2.4.5) показує наявність оберненої залежності в поведінці цих двох змінних з коефіцієнтом детермінації $R^2 = 0,025$, визначеного за допомогою однофакторної регресії (див. рис. 2.4.6). Певні винятки спостерігалися лише в окремі періоди: незначне збільшення коефіцієнта

грошового мультиплікатора при посиленні фінансової нестабільності в IV кв. 2007 р. і II кв. 2010 р. та його зменшення при послабленні фінансової нестабільності у II кв. 2009 р. Ці явища, на нашу думку, породжені змінами в ліквідності банківської системи і в обсягах кредитування.

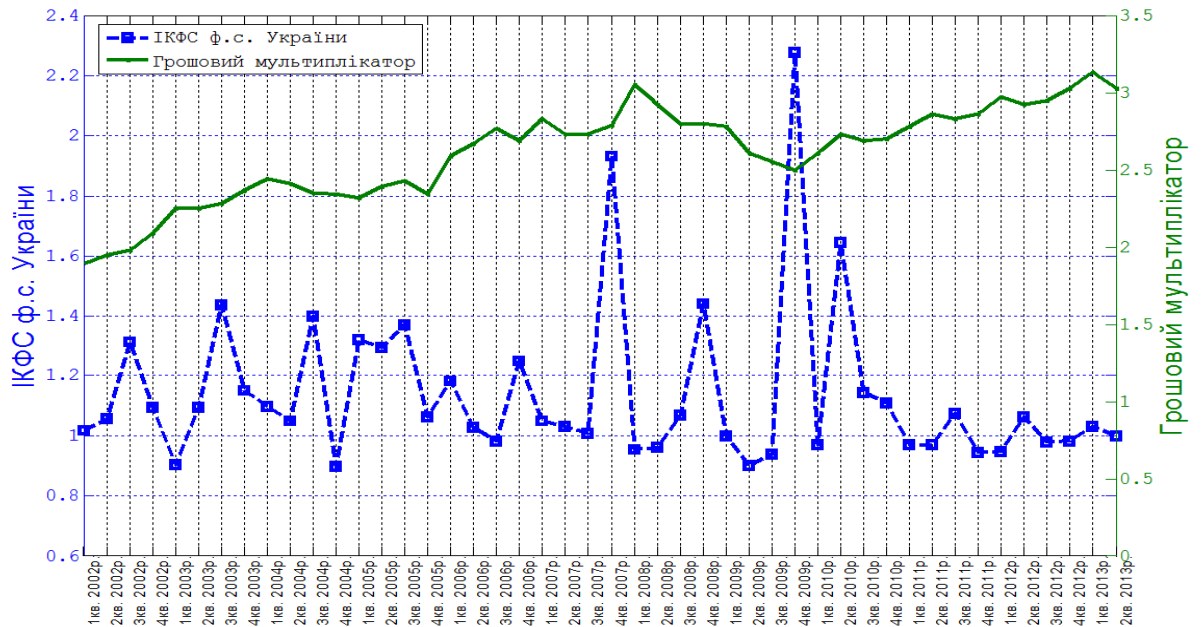


Рис. 2.4.5. Динаміка ІКФС ф.с. України та грошового мультиплікатора за період 2002–2013 рр.*

*Побудовано автором на основі даних НБУ засобами пакету MATLAB 7.1.

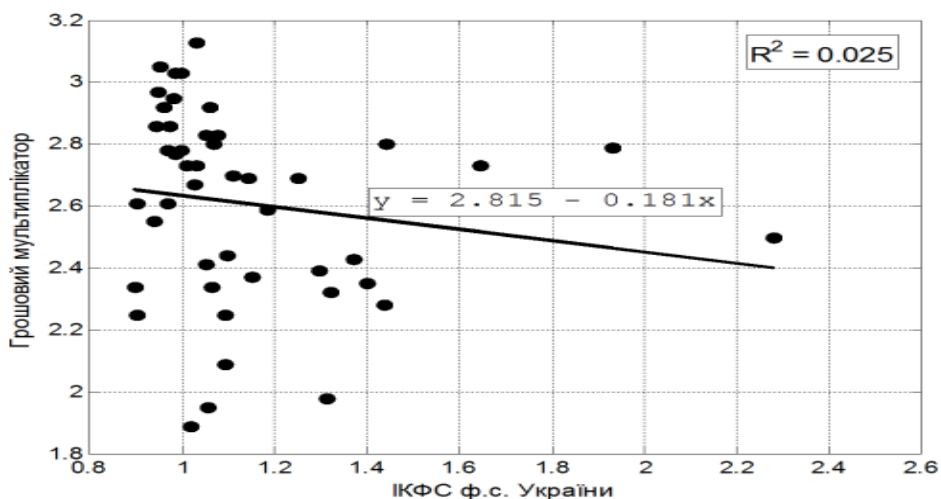


Рис. 2.4.6. Модель функціональної залежності між ІКФС ф.с. України та грошовим мультиплікатором за період 2002–2013 рр.*

*Побудовано автором на основі даних НБУ засобами пакету MATLAB 7.1.

Доречно зауважити, що величина грошового мультиплікатора, досягнувши свого історичного максимуму за умов низького рівня фінансової нестабільності в I кв. 2008 р. (3,05), різко зменшилася на кінець 2009 р. до мінімального значення – 2,50 (пік рівня фінансової нестабільності). В подальшому, по мірі послаблення фінансової нестабільності, спостерігається позитивний тренд зі зростання показника грошового мультиплікатора.

За теорією, канал банківського кредитування є індикатором впливу монетарної політики на спроможність банків надавати кредити та доступності ресурсів на кредитному ринку. Адже центральний банк через інструменти грошово-кредитної політики може впливати на вартість залучених банками коштів, а, отже, і на зміну вартості та обсягів кредиту. Проте вплив центрального банку на активність кредиторів і умови кредитування є дієвим за наявності певних передумов [83, с. 24–25]:

- наявності банкоцентричної фінансової системи (основними фінансовими посередниками у фінансовій системі є банки);

- високої питомої ваги кредитів в активах банків та відсутності у банків альтернативних дохідних операцій (на фондовому, валютному та інших фінансових ринках);

- незначної ролі банків з іноземним капіталом на внутрішньому ринку та невисокого рівня залежності вітчизняних банків від зовнішніх джерел залучення ресурсів;

- високої залежності банків від рефінансування центрального банку (відсутність надлишкової ліквідності в банківській системі) та доступності кредитів рефінансування.

Із зазначених передумов лише одна (наявність банкоцентричної фінансової системи) в повній мірі відповідає умовам дієвого впливу НБУ на процес кредитування. Хоча питома вага кредитів в активах банків є достатньо висока, проте тенденція до їх нарощування змінилася з початку кризи на зниження – з 85,6 % у 2008 р. до 74,0 % у 2012 р. (див. табл. 2.4.3).

Одночасно спостерігалось нарощування обсягів операцій комерційних

банків на валютному ринку та вкладення ресурсів у більш дохідні операції з купівлі ОВДП та депозитних сертифікатів Національного банку, що свідчить про послаблення впливу центрального банку на процес кредитування.

Таблиця 2.4.3

Показники, які визначають дієвість впливу НБУ на умови кредитування за період 2006–2012 рр.*

Показники	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Питома вага кредитів в активах банків (%)	79,2	81,0	85,6	84,9	80,1	78,3	74,0
Кількість банків з іноземним капіталом	35	47	53	51	55	53	55
Частка іноземного капіталу у статутному капіталі банків (%)	27,6	35,0	36,7	35,8	40,6	41,9	42,9
Обсяги операцій банків на міжбанківському валютному ринку (млрд. дол. США)	11,0	16,3	18,9	15,5	25,4	37,4	66,7
Обсяги операцій з купівлі ОВДП та депозитних сертифікатів НБУ (млрд. грн.)	39,6	57,9	95,1	91,9	315,5	462,1	176,6

*Складено автором на основі даних НБУ

Інші необхідні умови для дієвого впливу на активність кредиторів і умови кредитування є також недостатніми. Більше того, спостерігається нарощування кількості банків з іноземним капіталом і, особливо, частки іноземного капіталу в статутному капіталі банків. Враховуючи позитивні і негативні наслідки даного процесу [17], можна констатувати про ускладнення нагляду і послаблення впливу з боку Національного банку на діяльність банківських установ з іноземним капіталом, особливо філій іноземних банків, які керуються у своїй діяльності банківським законодавством країн, де розміщений материнський банк. В значній мірі завдяки нарощуванню іноземного капіталу у банківському секторі України і посилення залежності банків від залучення ресурсів з-за кордону, починаючи з 2006 р. відбувається послаблення впливу НБУ на умови і обсяги кредитування.

Лібералізація ринку капіталу та приплив іноземного капіталу в Україну в

докризовий період призвели до надлишкової ліквідності банківської системи і, як результат, до зниження залежності банків від кредитів рефінансування та їх чутливості до змін у кількісних показниках емісії та процентної політики НБУ. В емпіричних дослідженнях фахівцями НБУ впливу лібералізації ринку капіталів виявлено незначну залежність кредитної активності банків від депозитної бази та грошової пропозиції Національного банку і велику залежність від обсягів ресурсів, залучених з-за кордону. Саме останні посприяли посиленню кредитної експансії банків, яка призвела до надмірного збільшення внутрішнього споживчого попиту і посилення інфляційного тиску. Значна частка зовнішніх запозичень спрямовувалась на кредитування товарів іноземного виробництва (автомобілів, побутової техніки), що сприяло збільшенню обсягів імпорту і погіршенню торговельного балансу країни. У кризовий період кредитний бум і його стимулюючий вплив на макроекономічні показники змінився кредитною стагнацією. В результаті спаду кредитної активності відбулося зменшення обсягів сукупного попиту, інвестиційних вкладень в економіку, обсягів виробництва.

В кризовий період спостерігалася відсутність взаємозв'язку між збільшенням грошової пропозиції та обсягами банківського кредитування, що свідчить про нечутливість кредитної активності банків до чинника грошової пропозиції. А це означає втрату НБУ можливості стимулювання збільшення обсягів кредитування за рахунок емісійних заходів. Домінуючими чинниками впливу на формування умов на кредитному ринку та дії кредитного каналу в цей період були [84, с. 27]:

- глобальна криза ліквідності та зменшення доступу банків до міжнародних ринків капіталів;
- вплив депозитів та брак довгострокової ресурсної бази банків;
- високі девальваційні очікування;
- зниження кредитоспроможності потенційних позичальників внаслідок послаблення їх ділової активності;
- іпотечна криза та відсутність надійного ліквідного забезпечення у позичальників;

- зростання частки і обсягів прострочених кредитів;
- наявність у банків більш дохідніших сегментів вкладання ресурсів порівняно з кредитними операціями (ОВДП, депозитні сертифікати НБУ).

Обмежувальний вплив на розвиток грошово-кредитного ринку здійснює слабка ресурсна база кредитування внаслідок низької частки строкових ресурсів (особливо довгострокових) у депозитному портфелі банківської системи. Потенційні позичальники мають потребу в кредитах терміном від 2 до 5 років, під які практично відсутнє ресурсне забезпечення. Хоча в зобов'язаннях банків за 2006–2012 рр. спостерігалася тенденція до зростання обсягів, а з 2010 р. і частки строкових коштів як суб'єктів господарювання, так і фізичних осіб, проте депозитний портфель банківської системи переважно складався з депозитів на вимогу та терміном до одного року, про що свідчать дані таблиці 2.4.4.

Таблиця 2.4.4

**Динаміка зобов'язань банків України
за період 2006–2012 рр., в млрд. грн. (на кінець року)***

Показники	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1. Загальний обсяг зобов'язань банківської системи країни	297,6	529,8	806,8	765,1	804,4	898,8	939,3
2. Кошти суб'єктів господарювання і фізичних осіб Із них:	183,0	275,5	356,9	325,2	414,7	492,4	567,9
➤ строкові кошти;	119,6	179,8	248,5	205,7	261,9	311,6	376,0
➤ довгострокові кошти	43,1	69,3	154,3	77,7	128,5	165,7	193,6
3. Кошти суб'єктів господарювання Із них:	76,9	112,0	143,9	115,2	144,0	186,0	202,0
➤ строкові кошти;	37,7	54,2	73,4	50,5	55,3	74,2	88,9
➤ довгострокові кошти	8,6	14,2	35,3	20,4	21,3	27,0	35,5
4. Кошти фізичних осіб Із них:	106,1	163,5	213,2	210,0	270,7	306,2	345,5
➤ строкові кошти;	81,9	125,6	175,1	155,2	206,6	237,4	287,1
➤ довгострокові кошти	34,5	55,1	119,0	57,3	107,2	138,7	158,1

*Побудовано автором на основі даних НБУ

За період жовтень 2008 р. – січень 2009 р. відбулося значне зменшення обсягів депозитів суб'єктів господарювання і фізичних осіб. Особливо помітним було зменшення строкових рахунків, що знайшло відображення у структурі депозитів в цілому за 2009 р.: частка строкових депозитів скоротилася з 69,6 % до 63,3 %, в тому числі довгострокових з 43,2 % до 23,9 %. В подальшому, хоча і відбувалося нарощування депозитів даних суб'єктів, частка строкових коштів суттєво не змінилася і станом на кінець 2012 року становила 66,2 %, тобто не досягла рівня передкризового 2008 р. (69,6 %). Це може свідчити про недостатні обсяги обігових коштів у суб'єктів господарювання і зниження рівня довіри у населення до банківської системи. Показовим в цьому плані є зниження частки строкових депозитів фізичних осіб – з 82,1 % у 2008 р. до 78,5 % у 2012 р. В загальному обсязі зобов'язань банківської системи частка довгострокових депозитів населення терміном більше одного року на даний період також суттєво не змінилася і становила 43,2 %.

Криза ще раз засвідчила, що населення особливо гостро реагує на дестабілізацію ситуації і, забираючи свої кошти, поглиблює кризу. Так само населення швидко зреагувало на стабілізацію банківської системи і пожвавлення економіки, про що свідчить швидке наростання депозитів фізичних осіб у 2010 р. (28,9 %) і в наступних роках. На це, зокрема, звертує увагу і О. Береславська: «Коливання динаміки зростання та зменшення заощаджень клієнтів банку завжди адекватні динаміці економічного зростання або падіння» [5, с. 55]. Відновлення ринку вкладів населення в значній мірі можна пов'язати з успішною діяльністю фонду гарантування вкладів фізичних осіб, який повернув вкладниками збанкрутілих банків 3,7 млрд. грн.

Позитивним явищем у 2011-2012 рр. було зменшення частки готівки поза банками в структурі грошової маси – відповідно до 28,1 % і 26,3 % порівняно з 30,6 % у 2010 р. та 32,2 % у 2009 р. Цього досягнуто за рахунок значного приросту депозитів (на 18,2 % у 2011 р. і 16,1 % у 2012 р) порівняно з помірними темпами зростання готівкових коштів в обігу (відповідно на 5,3 % і 5,5 %).

Акумуляція коштів вкладників посприяла активізації банківського кредитування і його зростанню на 9,6 % у 2011 р. Збільшення загального обсягу кредитування відбулося переважно за рахунок корпоративного кредитування. Загальний обсяг залишків кредитів, наданих суб'єктам господарювання, збільшився на 77,4 млрд. грн. (на 14,9 %) і на кінець 2011 р. становив 597 млрд. грн. Залишки за кредитами, наданими домашнім господарствам, становили 196,3 млрд. грн., в тому числі в національній валюті – 83,5 млрд. грн. і 112,8 млрд. грн. в іноземній валюті. Позитивним є збільшення залишків кредитів населення в національній валюті на 21,3 млрд. грн. і зменшення залишків кредитів в іноземній валюті на 29,4 млрд. грн. Цього досягнуто за рахунок встановлення НБУ заборони валютного кредитування осіб, що не є суб'єктами господарювання та не мають надходжень в іноземній валюті. В цілому, за підрахунками спеціалістів НБУ, активізація кредитної діяльності банків у 2011 р. забезпечила приблизно 2 % приросту ВВП із 5,2 % загального зростання [42, с.6].

Водночас, у 2012 р. спостерігалися помірні темпи приросту кредитування (на 2 %), що пояснюється наявністю значних зовнішніх ризиків та невизначеністю щодо подальшого розвитку ситуації на ринках. Зростання загального обсягу кредитування відбулося виключно завдяки залученню кредитів суб'єктами реального сектору економіки. Загальний обсяг кредитів, наданих фізичним особам, у порівнянні з попереднім роком, зменшився на 6,7%.

Одним із важливих інструментів монетарної політики є обов'язкові резервні вимоги, дієвість якого визначається динамікою його основних параметрів: звітного періоду резервування; переліком активів, що можуть зараховуватися для покриття резервів; об'єктів резервування; обсягів обов'язкових резервів, які повинні щоденно зберігатися на рахунках в Національному банку України; нормативів обов'язкового резервування.

На рис. 2.4.7. відображено динаміку основних параметрів обов'язкового резервування за 2001–2012 рр. (на осі абсцис позначено місяці, в які відбувалася їх зміна), в якій в основному простежується проциклічний характер використання норм обов'язкового резервування. Особливо виразно це проявлялося в періоди

високого економічного зростання в 2001–2003 рр. і в 2006–2008 рр., коли нормирезервування досягали мінімальних значень. Підвищення нормативних резервних вимог із жовтня 2004 р. по жовтень 2005 р. пояснюється необхідністю подолання інфляційних тенденцій в економіці, головною причиною яких було посилення фінансової нестабільності під час президентських виборів [54, с. 119]. Упродовж фаз спаду та поживлення норми обов'язкових резервів суттєво не змінювалися, що свідчить про їх нейтральність щодо фаз економічного циклу.



Рис. 2.4.7. Динаміка основних параметрів обов'язкового резервування за період 2001–2012 рр.*

*Побудовано автором на основі даних НБУ

Активізація використання інструменту обов'язкових резервних вимог шляхом запровадження більш жорстких вимог до формування банками обов'язкових резервів помітна лише з другої половини 2011 р. Відповідно до Постанови Правління Національного банку України «Про деякі питання регулювання грошово-кредитного ринку» від 16.06.2011 р. № 195 з метою стимулювання структурних зрушень у ресурсній базі банків у напрямі залучення довгострокових коштів оптимізовані нормативи обов'язкового резервування: за коштами, що залучені банками від банків-нерезидентів і фінансових організацій-нерезидентів у іноземній валюті – 2 %; за довгостроковими строковими коштами та вкладками (депозитами) юридичних і фізичних осіб у іноземній валюті – 2%; за

короткостроковими, строковими коштами та вкладками (депозитами) юридичних і фізичних осіб у іноземній валюті – 6% (Постановою Правління Національного банку України «Про окремі питання регулювання грошово-кредитного ринку» від 15.11.2011 р. № 407 банкам підвищено нормативи обов'язкового резервування за короткостроковими коштами і вкладками (депозитами) юридичних і фізичних осіб в іноземній валюті з 6 до 7,5 %); за коштами вкладів (депозитів) юридичних і фізичних осіб на вимогу та коштами на поточних рахунках у іноземній валюті – 8%. Разом з тим, збережено нульову ставку обов'язкового резервування за залученими коштами банків у національній валюті та встановлено нульову ставку на залучені кошти від банків-нерезидентів і фінансових організацій-нерезидентів.

Посилення зовнішньоекономічних ризиків через невизначеність і нестабільність на міжнародних фінансових ринках, зменшення доходів від міжнародної торгівлі через погіршення кон'юнктури на світових товарних ринках, посилення попиту на іноземну валюту та висока ймовірність відпливу капіталу за кордон в період з IV кварталу 2011 р. – I півріччя 2012 р. змусили НБУ внести певні корективи у формування обов'язкових резервів. З метою недопущення в банківській системі ризиків з іноземною валютою, подібних до періоду кінця 2008 – початку 2009 рр. і для підвищення якісної складової ресурсної бази, Постановою Правління Національного банку України від 16.06.2012 р. № 248 підвищені нормативи обов'язкових резервів на залучені кошти в іноземній валюті для формування обов'язкових резервів. Дані нормативи за довгостроковими строковими коштами та вкладками були підвищені на 1 %, за короткостроковими – на 1,5 % і на вимогу та поточних рахунках – на 2 %. Одночасно на залучені кошти у національній валюті нормативи обов'язкового резервування залишилися незмінними (нульова ставка).

В цілому, можна зробити висновки про мінімальне використання НБУ інструменту обов'язкового резервування для впливу на фази економічного циклу, про що свідчить як динаміка норм резервування, так і частка обов'язкових резервів, які мають щоденно зберігатися на окремому рахунку в НБУ. Певна

антициклічна спрямованість динаміки частки обов'язкових резервів спостерігалось лише у 2005 р. В подальшому, до червня 2011р. відбувалося її коливання у межах 90–100 %, яке не було пов'язане з фазами економічного циклу. Зниження даної норми до 30 % і незначне підвищення до 50 % з 30.07.2012 р. фахівці пов'язують з погіршенням стану ліквідності банківської системи.

Важливим інструментом монетарної політики є управління золотовалютними резервами держави, яке здійснюється через валютні інтервенції шляхом купівлі-продажу валютних цінностей на валютних ринках з метою впливу на курс національної валюти та на загальний попит і пропозицію грошей. На думку О. Береславської, міжнародні резерви є важливим інструментом валютного регулювання і саме через них реалізується внутрішній зв'язок стану національного валютного ринку та стану економіки і забезпечується суто економічне регулювання валютної сфери [6, с. 5].

Одночасно механізм проведення валютних інтервенцій може виступати важливим чинником впливу на стан фінансової нестабільності. Як засвідчують проведені нами розрахунки за допомогою однофакторної лінійної регресії, дієвість управління золотовалютними резервами та операцій з валютними інтервенціями є надто низькою, про що, відповідно, засвідчують коефіцієнти детермінації: $R^2 = 0,001$ (див. рис. 2.4.8) і $R^2 = 0,003$ (див. рис. 2.4.9).

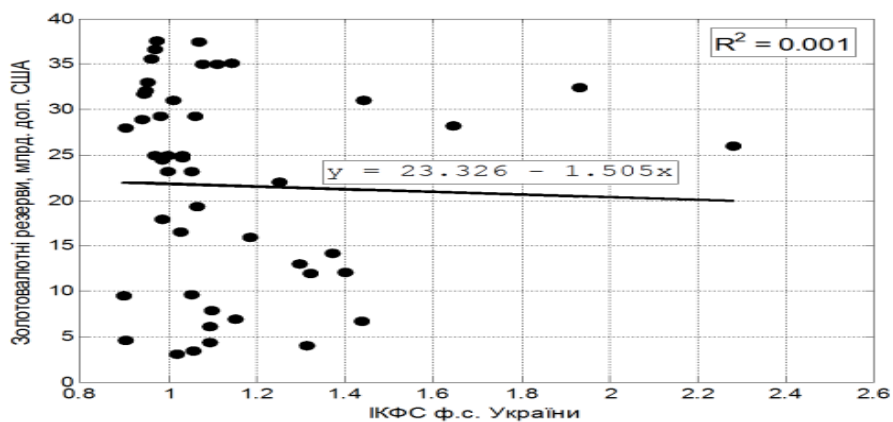


Рис. 2.4.8. Модель функціональної залежності між динамікою ІКФС ф.с. України та золотовалютними резервами за період 2002-2013 рр.*

*Побудовано автором на основі даних НБУ засобами пакету MATLAB 7.1.

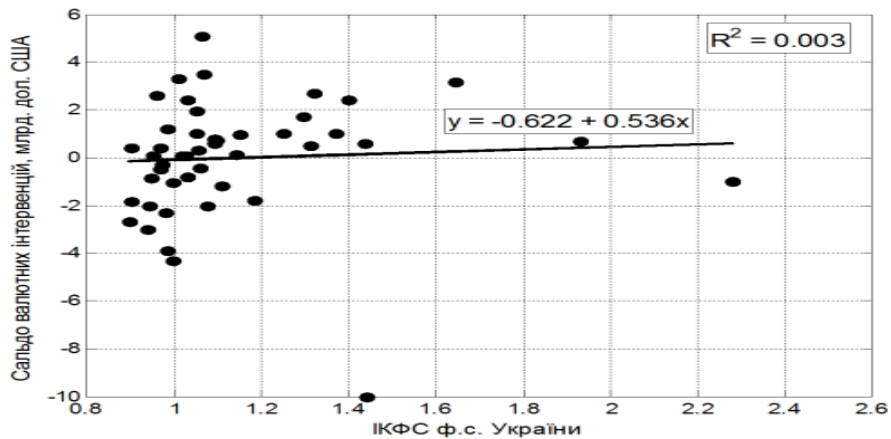


Рис. 2.4.9. Модель функціональної залежності між динамікою ІКФС ф.с. України та сальдо валютних інтервенцій за період 2002–2013 рр.*

*Побудовано автором на основі даних НБУ засобами пакету MATLAB 7.1.

В динаміці даних показників можна виділити три етапи, для яких характерні певні особливості в управлінні золотовалютними резервами держави і в механізмі операції валютних інтервенцій: 2002 р. – III кв. 2008 р., IV кв. 2008 р. – III кв. 2010 р. і IV кв. 2010 р. – II кв. 2013 р. (див. рис. 2.4.10 і рис. 2.4.11).

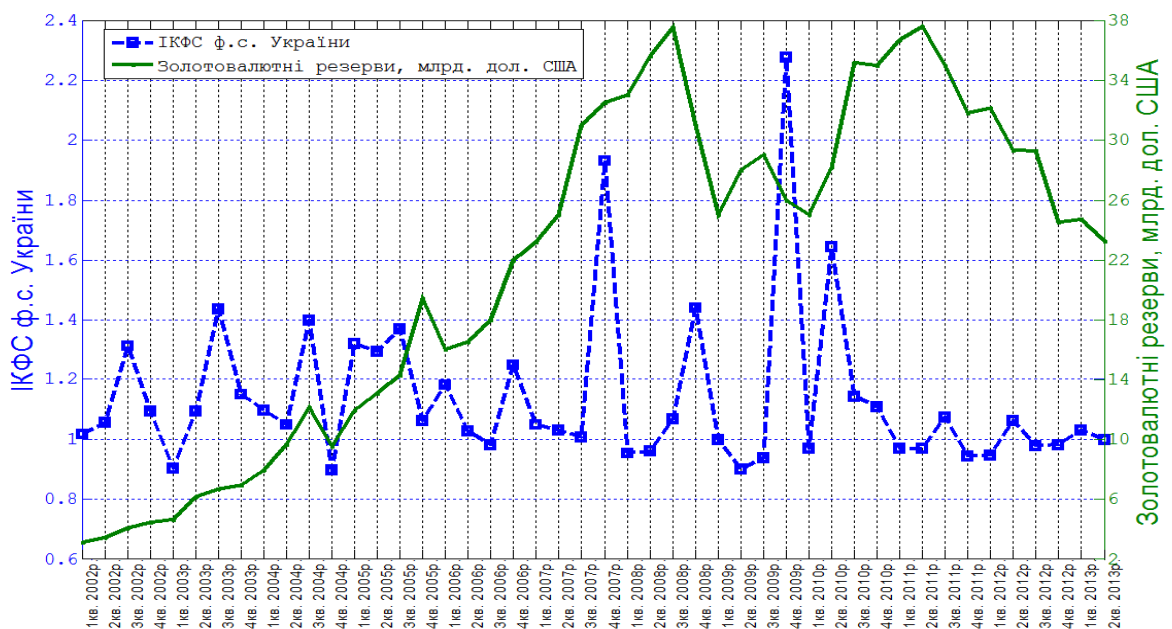


Рис. 2.4.10. Динаміка ІКФС ф.с. України та золотовалютних резервів за період 2002–2013 рр.*

*Побудовано автором на основі даних НБУ засобами пакету MATLAB 7.1.

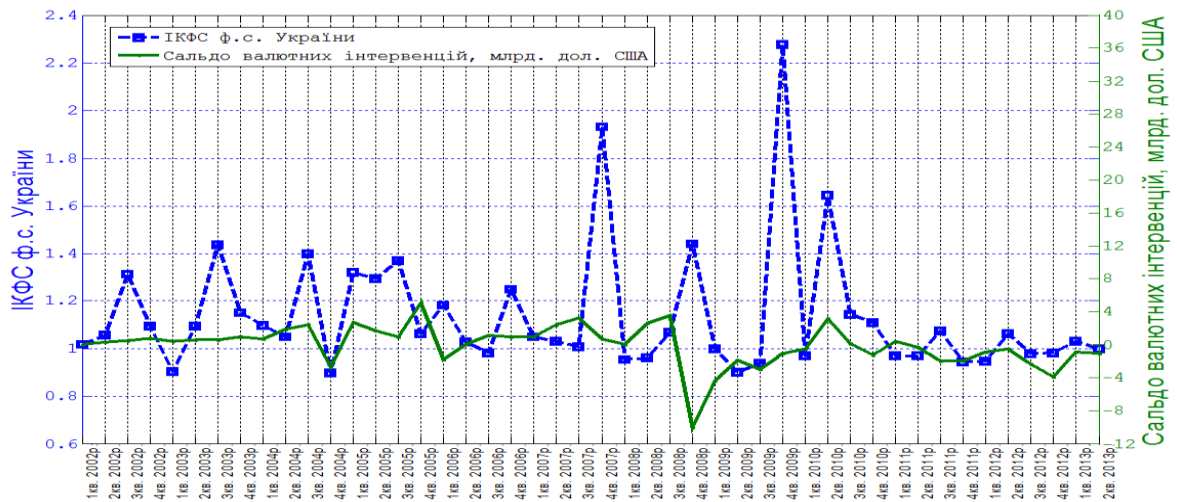


Рис. 2.4.11. Динаміка ІКФС ф.с. України та сальдо валютних інтервенцій за період 2002–2013 рр.*

*Побудовано автором на основі даних НБУ засобами пакету MATLAB 7.1.

На першому етапі НБУ надавав переваги пасивним операціям з валютою з метою поповнення золотовалютних резервів і мало використовував операції валютних інтервенцій для впливу на рівень фінансової нестабільності. Лише помітне наростання фінансової нестабільності і посилення девальваційного впливу на гривню, пов'язаних з політичною дестабілізацією в країні, викликаною виборами президента, змусило НБУ в IV кв. 2004 р. здійснити активні валютні інтервенції (на 2,7 млрд. дол. США) за рахунок золотовалютних резервів держави. Другий випадок перевищення обсягу активних операцій валютних інтервенцій над пасивними спостерігався в I кв. 2006 р. (на 1,8 млрд. дол. США) і його можна пов'язати з намірами НБУ запобігти подальшому наростанню фінансової нестабільності, яке спостерігалось на кінець 2005 р.

В цілому, можна зробити висновки, що в період 2000 р. – III кв. 2008 р. валютні інтервенції проводилися з метою нагромадження золотовалютних резервів, були основним каналом нарощування грошової маси в країні (основним каналом кредитної емісії) і за формою мали проциклічний характер.

На другому етапі з настанням кризи в IV кв. 2008 р. НБУ з метою послаблення фінансової нестабільності, в тому числі через стабілізацію валютного курсу, надає перевагу активним інтервенціям на валютному ринку.

Під час спаду сальдо інтервенцій було відємним, тобто також виконувало проциклічну функцію. Лише за період вересень 2008 р. – березень 2009 р. було продано 14,853 млрд. дол. США з міжнародних резервів України [59]. Це дозволило вилучити надлишкову гривневу ліквідність на загальну суму 96,9 млрд. грн. і послабити рівень фінансової нестабільності. Проте цього виявилось недостатньо для утримання курсової стабільності гривні, що призвело до її девальвації на 58,7 % (з 485,3 грн. до 770,0 грн. за 100 дол. США).

Активні інтервенції НБУ на валютному ринку призвели до значного зменшення золотовалютних резервів (з 37,5 млрд. дол. США на кінець III кв. 2008р. до 25,0 млрд. дол. США на кінець II кв. 2009 р.), що послабило спроможність Національного банку використовувати операції валютних інтервенцій в якості чинника впливу на послаблення фінансової нестабільності. В подальшому до кінця III кв. 2010 р. надається перевага купівлі валютних ресурсів з метою поповнення міжнародних резервів без врахування змін в динаміці фінансової нестабільності.

На третьому етапі з IV кв. 2010 р. чітко простежується динаміка перевищення обсягів продажу валюти над її купівлею з тим, щоб не допустити девальвації гривні під впливом загострення політичної напруги. Однак ця практика веде до значного зниження обсягів міжнародних резервів держави, що з часом може стати причиною різкого загострення фінансової нестабільності. Для країни, яка має велику зовнішню заборгованість і непередбачувану динаміку обмінного курсу національної валюти є кращим більш високий показник відношення міжнародних резервів до ВВП країни [6, с. 6]. Тому вважаємо цілком обґрунтованим твердження К. Черкашиної, що для забезпечення стійкості фінансової системи і економіки України необхідно на законодавчому рівні закріпити мінімальний розмір золотовалютних резервів [105, с. 90].

В цілому, можна зробити висновки про недостатньо високий рівень управління золотовалютними резервами. НБУ переважно використовував валютні інтервенції не як антициклічний інструмент, а для підтримки стабільності обмінних курсів і не використовував їх в достатній мірі для

регулювання рівня фінансової нестабільності.

Операції з регулювання ліквідності банків здійснювалися через застосування двох інструментів грошово-кредитної політики: рефінансування банків та мобілізаційні операції НБУ з власними борговими зобов'язаннями (депозитними сертифікатами). Зі знаком «+» наведено обсяг коштів, наданих центральним банком для підтримання ліквідності через постійно діючу лінію рефінансування (кредити овернайт) і шляхом проведення тендеру. За період лютий 2008 р. – січень 2009 р. враховано також обсяг інших операцій з підтримки ліквідності, які переважно пов'язані із рефінансуванням банків за умов виникнення і загострення кризи. Обсяги мобілізації коштів банків через операції НБУ з власними борговими зобов'язаннями наведені зі знаком«-».

Динаміка сальдо операцій НБУ з регулювання ліквідності банківської системи відображає їх незначний зв'язок зі зміною стану фінансової нестабільності протягом переважного часу періоду 2002–2013 рр. (рис. 2.4.12), про що засвідчує і коефіцієнт детермінації ($R^2 = 0,011$), розрахований за допомогою однофакторної регресії (рис. 2.4.13). Фактично на проміжку 2002 р. – III кв. 2007 р. операції з регулювання ліквідності банківської системи не враховували ні циклічності економічного розвитку, ні стану фінансової нестабільності. Обсяги рефінансування і мобілізаційних операцій були незначними і не справляли відчутного впливу на зміну ліквідності банківського сектору і на динаміку фінансової нестабільності.

На помітне посилення нестабільності фінансової системи України в IV кв. 2007 р. крім зовнішнього чинника (загострення фінансової кризи в США і її розгортання в країнах Західної Європи), справляв внутрішній чинник – надмірна ліквідність банківської системи, яка внаслідок надмірної грошової пропозиції сприяла надмірному зростанню обсягів кредитування. Зважаючи на це, НБУ відреагував небаченими до сих пір обсягами мобілізаційних операцій (52,0 млрд. грн.), що дозволило в цілому пригальмувати кредитний бум і знизити рівень фінансової нестабільності. Проте дані мобілізаційні операції не лише абсорбували надлишкову ліквідність банківської системи, але й послабили

ліквідність значної кількості банків, що викликало необхідність у додатковому рефінансуванні.

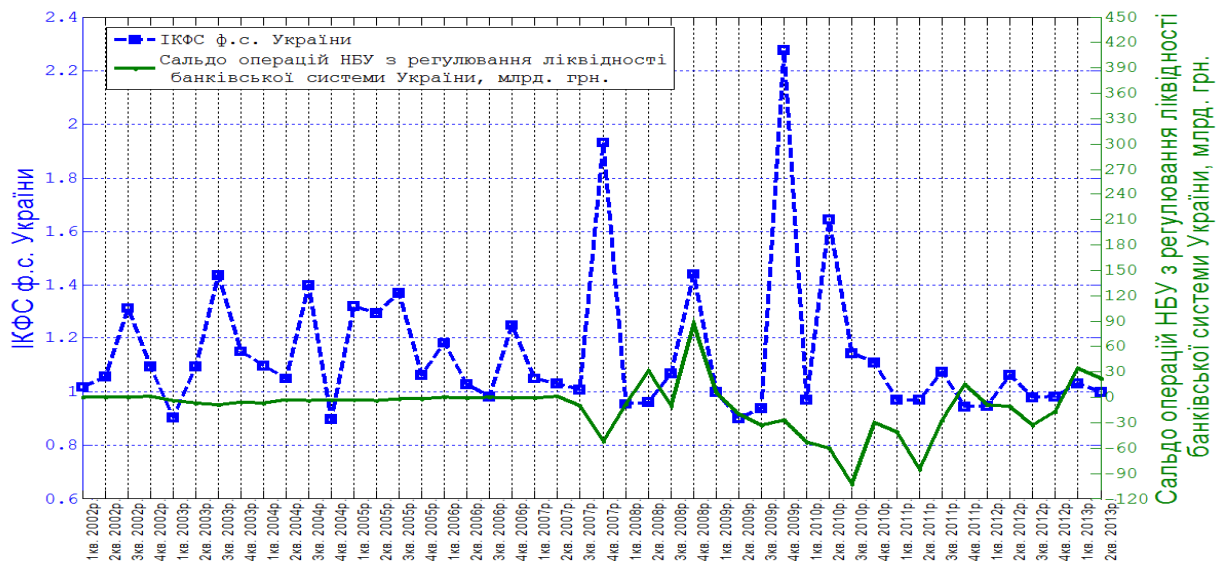


Рис. 2.4.12. Динаміка ІКФС ф.с. України та сальдо операцій НБУ з регулювання банківської ліквідності за період 2002–2013 рр.*

*Побудовано автором на основі даних НБУ засобами пакету MATLAB 7.1.

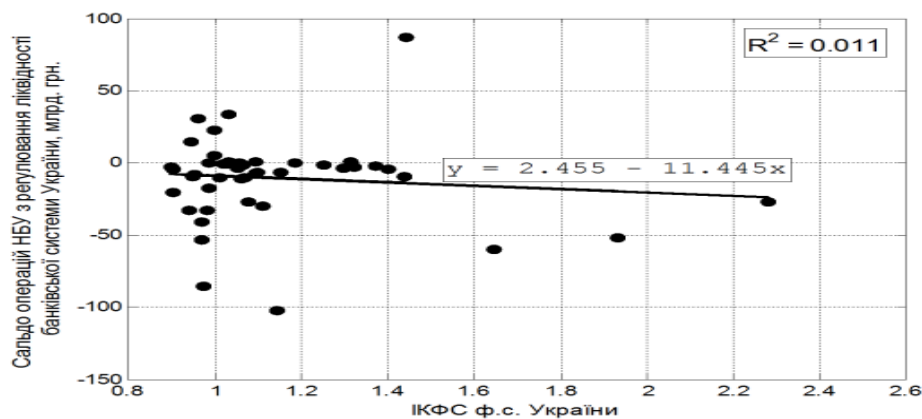


Рис. 2.4.13. Модель функціональної залежності між динамікою ІКФС ф.с. та сальдо операцій НБУ з регулювання ліквідності банківської системи України за період 2002–2013 рр.*

*Побудовано автором на основі даних НБУ засобами пакету MATLAB 7.1.

Поширення світової фінансової кризи на Україну у 2008 р. зумовило вливання значних обсягів рефінансування для подолання кризи ліквідності

банківської системи, що суперечило основній функції Національного банку України (забезпечення цінової та курсової стабільності національної валюти) і вимагало більш високої гнучкості у застосуванні протилежних за своїм впливом монетарних інструментів [12]. Як «кредитор останньої інстанції» для запобігання кризи ліквідності НБУ надав кредитів рефінансування на загальну суму 145,9 млрд. грн. Водночас з метою недопущення спекулятивних операцій на валютному ринку було проведено операції зі стерилізації надлишкової ліквідності в окремих банках на загальну суму 29,7 млрд. грн.

Наведена на рисунку 2.4.12 динаміка сальдо операцій НБУ з регулювання ліквідністю засвідчує, що лише в період з початку виникнення фінансової кризи до її подолання ці операції носили переважно антициклічний характер. В період найбільшого спаду вони були основним каналом нарощування грошової маси, а на фазі зростання через них відбувалося абсорбування надлишкової ліквідності банківської системи. На думку Т. Савченка [80, с. 43], яку ми розділяємо, операції НБУ з регулювання ліквідності здебільшого виконували роль противаги операціям НБУ на національному валютному ринку (див. рис. 2.4.11). В період зростання обсягів грошової маси в обігу за рахунок викупу НБУ значних обсягів іноземної валюти, паралельно проводилися операції з абсорбування надлишкової ліквідності. В IV кварталі 2008 р. та I кварталі 2009 року, коли виник дефіцит гривневої грошової маси у комерційних банків, внаслідок значних обсягів продажу НБУ іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України, він компенсувався за рахунок значних обсягів рефінансування.

В подальший період НБУ надає перевагу мобілізаційним операціям, великі обсяги яких не лише пригальмували формування надлишкової ліквідності у комерційних банків, але і стримали нарощування кредитування реального сектора економіки, та вплинули на значне посилення фінансової нестабільності в IV кв. 2009 р. і II кв. 2010 р. І лише погіршення стану ліквідності банківської системи України, викликане посиленням зовнішньоекономічних ризиків та спадом економічного розвитку, призвело у 2013 р. до спрямування операцій НБУ на підтримку банківської ліквідності.

Для сприяння більш гнучкому управлінню банками власною ліквідністю змінено умови зберігання коштів обов'язкових резервів – дозволено формувати лише 30 % обов'язкових резервів на кореспондентському рахунку Національного банку [75]. Одночасно для «зв'язування» вільної ліквідності банківської системи з метою стабілізації ситуації на валютному ринку, підвищення внутрішньої вартості гривні і зниження темпів інфляції були зменшені розміри можливих зарахувань цільових ОВДП з фінансування заходів з проведення чемпіонату Європи з футболу 2012 р. (зі 100 % до 50 % їх номінальної вартості) для покриття обов'язкових резервів.

Дієвість монетарної політики визначається також і станом фондового ринку та його впливом на реальний сектор економіки. Несприятлива динаміка фондового ринку породжує песимістичний настрій, а «незначні шоки на фондовому ринку можуть викликати чергову кризу внаслідок зростання ризиків для інвесторів» [45]. Український фондовий ринок через свою низьку конкурентоспроможність і схильність до спекулятивних угод є одним з найбільш вразливих сегментів національної фінансової системи. В Україні склалася безпрецедентна у світовій практиці ситуація, за якої неорганізований ринок переважає організований фондовий ринок (96 % всіх торгів відбувається на неорганізованому ринку [105, с. 13]). Це знаходить прояв у найгіршому серед фондових ринків світу співвідношенні обсягів торгівлі і капіталізації (менше 5%), низькій конкурентоспроможності і високій вразливості до спекулятивного капіталу. Навіть відносно незначні припливи чи відпливи капіталу призводять до значних коливань вартості активів, підтвердженням чого є одне з найбільших у світі падіння індексу ПФТС у кризовий 2008 р. – з 1174,02 до 301,42 пункти, або на 74,33 %. Кризові явища в економіці звузили і так малі фінансові потоки в реальний сектор економіки і загострили проблеми господарського розвитку.

І хоча в останні роки відбулося помітне зростання кількості зареєстрованих цінних паперів, але інвестиційно привабливими є лише незначна їх частина. Так, за станом на 31.12.2011 р. до біржових списків десяти організаторів торгівлі цінними паперами внесено 2196 цінних паперів, проте

більшість з них (1742 або 81 %) не відповідали умовам лістингу та були занесені до біржових списків як поза лістингові цінні папери. Із 2964 цінних паперів, включених до біржових списків організаторів торгівлі у 2012 р., лише 549 (18,5%) попали до біржових реєстрів. Це красномовно свідчить про низьку інвестиційну привабливість цінних паперів українського фондового ринку, хоча певні кроки в напрямку їх підвищення вже зроблено. З метою посилення зацікавленості інвесторів до українських державних боргових паперів впродовж 2-3 останніх років удосконалювалася структура та підвищувалася їх дохідність, послаблювалися ризики інвестування шляхом запровадження нових фондових інструментів. Зокрема, з 2011 р. Міністерством фінансів України розміщуються нестандартні і нові інструменти: амортизаційні облігації; облігації, що можуть погашатися достроково; облігації, що індексуються відповідно до змін курсу гривні щодо долара США. Виведення їх на фондовий ринок має на меті розширення інструментальної бази для фінансування інвестицій, зниження вартості обслуговування боргів за цінними паперами та залучення додаткових коштів на фінансування державних витрат.

Протягом останніх двох років обсяги біржових контрактів з цінними паперами помітно зросли – з 131,29 млрд. грн. в 2010 р. до 235,84 млрд. грн. в 2011 р. і 264,26 млрд. грн. в 2012 р. Найбільший обсяг торгів за фінансовими інструментами зафіксовано за державними облігаціями України – 179,13 млрд. грн. (табл. 2.4.5). Тобто для українського фондового ринку характерною залишається сильна диспропорційність розвитку його інституційних сегментів, яка проявляється в посиленні боргової складової (у 2011 р. на державні облігації України (ОВДП) припадало 42,03 %, а в 2012 р. – 67,78 % від загального обсягу торгів на фондовому ринку). Тривожними сигналами є значне зниження частки акцій майже у чотири рази (з 33,68 % до 8,87 %) і збільшення частки муніципальних облігацій з 0,2 % до 2,4 %. Це свідчить, з одного боку, про зменшення капіталізації підприємств реального сектору економіки, а, отже, і їх інвестиційних можливостей, а, з другого боку, про наявність значних дефіцитів бюджетів міст, які вони вимушені покривати позиками.

Таблиця 2.4.5

**Структура обсягу торгів на українському фондовому ринку
в 2011–2012 рр.***

Види цінних паперів	2011 рік		2012 рік	
	обсяг, млрд. грн.	% у загальному обсязі	обсяг, млрд. грн.	% у загальному обсязі
ОВДП	99,13	42,03	179,13	67,78
Корпоративні облигації	21,53	9,13	26,36	9,98
Акції	79,43	33,68	23,44	8,87
Муніципальні облигації	0,46	0,20	6,39	2,4
Інші цінні папери	35,29	14,96	28,94	10,95
Всього	235,84	100,00	264,26	100,00

*Складено автором на основі [92]

Нерозвиненість ринку цінних паперів звужує можливості суб'єктів ринку реагувати на зміну процентної політики НБУ і здійснювати альтернативне розміщення та перерозподіл вільних ресурсів, обмежуючи їх лише депозитним і валютним ринками та ринком нерухомості. Така ситуація на ринку державних цінних паперів актуалізує проблему якісного вдосконалення інструментарію. Особливої гостроти набирають питання щодо збільшення частки довгострокових облигацій з погашенням у іноземній валюті та мобілізації внутрішніх і валютних кредитних ресурсів за рахунок розміщення валютних облигацій серед резидентів України.

Підвищенню попиту на державні цінні папери може сприяти активізація розміщення урядом облигацій, індексованих відповідно до змін валютного курсу. На думку експертів, така модель сплати боргового зобов'язання матиме ряд позитивних ефектів:

- дисциплінуватиме уряд щодо забезпечення стабільності платіжного балансу і валютного курсу та підсилуватиме довіру до державних зобов'язань і збереження вартості облигацій при гривневих запозиченнях;

- дозволить банкам-інвесторам ефективно хеджувати валютні вкладення від ризиків девальвації гривні;

- відкриє шлях до діяльності інвесторам, що мають обмеження за

вкладами в національній валюті або схильні інвестувати у валютні інструменти;

– збільшення попиту на дані інструменти дозволить знизити процентну ставку їх розміщення і значно скоротити загальні витрати держави за довгостроковий період при стабільності валютного курсу [23, с. 5].

В сучасних умовах на збільшення обсягів розміщення довгострокових державних цінних паперів, на нашу думку, позитивно впливатиме подальша диверсифікація ринку цінних паперів з виведенням на нього таких нових і нестандартних інструментів, як суверенні облігації з плаваючою відсотковою ставкою; облігації з можливістю довгострокового погашення; облігації, індексовані відповідно до рівня інфляції споживчих цін. Покращення функціонування фондового ринку сприятиме підвищенню дієвості монетарної політики та її впливу на послаблення фінансової нестабільності.

Проведений аналіз використання НБУ основних інструментів грошово-кредитної політики у передкризовий, кризовий і посткризовий періоди дає підстави стверджувати про їх відносно низьку дієвість внаслідок неврахування регулятором змін у фінансовій стабільності банківської системи і в економіці країни загалом. Спрямованість дії монетарних інструментів переважно носила проциклічний характер, що свідчить про їх мінімальне використання центральним банком для здійснення впливу на фази економічного циклу. В найбільшій мірі це стосується облікової ставки і обов'язкового резервування, хоча у післякризовий період ефективність їх використання дещо підвищилася. НБУ використовував валютні інтервенції для підтримки стабільності обмінних курсів та формування достатніх золотовалютних резервів, а не як антициклічний інструмент. Найбільш дієвими виявилися операції з регулювання ліквідності шляхом рефінансування банків та здійснення операцій НБУ з власними борговими зобов'язаннями, які переважно мали антициклічну спрямованість. Водночас, мобілізація значних коштів банків в другій половині 2011 р. через повернення ними заборгованості за раніше наданими кредитами НБУ негативно позначилася на стані ліквідності банківської системи.

Висновки до II розділу

1. Чинниками наростання фінансової нестабільності в Україні у передкризовий період (до жовтня 2008 р.) був неконтрольований прискорений розвиток фінансової системи. Особливо помітний вплив на посилення фінансової нестабільності справили випереджаюче наростання обсягів зобов'язань банків у порівнянні з обсягами їх власних капіталів, надмірна кредитна експансія за рахунок збільшення зовнішніх запозичень, накопичення валютних і строкових дисбалансів між депозитною базою і кредитними вкладеннями та накопичення значних обсягів приватного короткострокового боргу.

2. Розвиток фінансового і реального секторів економіки України тривалий період часу балансував на межі кризи або супроводжувався кризовими явищами, а їх зростання не зумовлювалося стабільними довгостроковими факторами, а спричинялося лише дією сприятливих чинників короткострокового характеру як зовнішнього, так і внутрішнього походження. Значна глибина кризового стану вітчизняної економіки і фінансової системи породжена надмірною часткою споживання і низьким обсягом нагромадження, надмірно високою відкритістю економіки зовнішньому світу, низьким рівнем її диверсифікації та вузькою спеціалізацією, інституційною нерозвиненістю фінансової системи та вузькістю механізмів рефінансування банківської системи.

3. Більш низькі глобальні процентні ставки, запускаючи в дію механізм припливу капіталів на ринки країн із низькими та середніми доходами, ведуть до зниження внутрішніх процентних ставок, експансії внутрішнього кредитування та погіршення платіжного балансу. Будь-яка ж зупинка припливу капіталу веде до фінансової дестабілізації і можливої кризи, а відплив капіталу призводить до краху фінансової (банківської) системи та масштабної девальвації національної валюти.

4. Поведінка лише третини індикаторів фінансової стійкості, які використовує НБУ, дієво сигналізують про зміну стану фінансової нестабільності і їх доцільно використовувати для оперативного визначення рівня фінансової

стійкості банківської системи. Для підвищення якості оцінки стану фінансової нестабільності пропонується використання коефіцієнтів динаміки ІФС, які визначаються через співвідношення їх фактичних величин до рівня попереднього періоду. Визначення інтегрального коефіцієнта фінансової нестабільності, який враховував би зміни, що відбуваються у реальному секторі економіки і фінансовій системі, та вплив зовнішніх чинників передбачає необхідність подальших досліджень в уточненні переліку і кількості індикаторів, які доцільно використовувати, а також у визначенні критичної межі, за якою можливе настання кризи.

5. Від гнучкості і узгодженості використання монетарного інструментарію із загальними механізмами макроекономічного регулювання на різних фазах економічного циклу в значній мірі залежать результати з досягнення визначених цілей монетарної політики центрального банку. Проведений аналіз використання НБУ основних інструментів грошово-кредитної політики дає підстави стверджувати про низьку їх дієвість внаслідок неврахування регулятором змін у фінансовій стабільності банківської системи і в економіці країни загалом. Спрямованість дії монетарних інструментів переважно носила проциклічний характер, що свідчить про їх мінімальне використання для здійснення впливу на фази економічного циклу.

6. Нерозвинутість ринку цінних паперів звужує можливості суб'єктів ринку реагувати на зміну процентної політики НБУ і здійснювати альтернативне розміщення та перерозподіл вільних ресурсів на фондовий ринок, обмежуючись лише депозитним і валютним ринком та ринком нерухомості. Це впливає на посилення волатильності обмінного курсу національної валюти та цін на нерухомість, а, отже, і на посилення фінансової нестабільності. Покращення функціонування фондового ринку сприятиме підвищенню дієвості монетарної політики та її впливу на послаблення фінансової нестабільності.

7. Вплив центрального банку на активність кредиторів та умови кредитування є дієвим за наявності певних передумов: банкоцентричної фінансової системи; високої питомої ваги кредитів в активах комерційних банків

та відсутності в них альтернативних дохідних операцій на фінансовому ринку; незначних обсягів зовнішніх залучень ресурсів; відсутності надлишкової ліквідності у банківській системі та доступності кредитів рефінансування. За винятком банкоцентричної фінансової системи, інші умови, необхідні для дієвого впливу монетарної політики НБУ на спроможність банків надавати кредити та доступність ресурсів на процентному ринку, є недостатніми.

Основні положення другого розділу знайшли відображення в публікаціях дисертанта [106; 108; 110; 110; 114; 115; 116; 117; 119; 120; 121; 122; 123; 125; 127].

РОЗДІЛ 3

ПЕРСПЕКТИВИ РЕАЛІЗАЦІЇ НАЦІОНАЛЬНОЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНОЇ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

3.1. Структурні зміни в монетарній політиці в світлі глобальної фінансової кризи

Протягом тривалого періоду часу вважалося, що головними цілями монетарної політики є сприяння вирішенню двох взаємопов'язаних завдань: забезпечення економічного зростання та зайнятості і зниження інфляції та забезпечення цінової стабільності. Проте криза показала, що такі пріоритетні цілі центрального банку, як забезпечення цінової стабільності і стійкого економічного зростання, вступили у протиріччя з підтриманням загальної фінансової стабільності. Зокрема, орієнтація процентної політики на поживлення економічної активності і кредитної експансії вплинула на зростання цін активів (формування фінансових бульбашок), а, отже, і на посилення фінансової нестабільності. Обмеження центральним банком зростання кредитів і цін на активи з метою досягнення цінової стабільності вело до стримування темпів економічного розвитку.

Світова фінансова криза змусила центральні банки переглянути цілі, функції та інструменти монетарної політики, яка в останні десятиріччя, по суті, була проциклічною. В періоди економічного зростання відбувалося розширення обсягів кредитування і зростання цін на активи, що посилювало схильність фінансових систем до формування бульбашок. З настанням рецесії відбулося кредитне стиснення і зниження цін на активи, що вело до тріскання бульбашок [201]. Тому більшість центральних банків провідних країн світу перейшли до проведення контрциклічної грошово-кредитної політики, яка передбачає нагромадження резервів під час економічного зростання з метою їх використання у випадку загострення фінансових дисбалансів [318].

Як засвідчила практика, центральні банки більшості країн були не готові

до швидкого поширення глобальної фінансової кризи. Серед головних причин такої ситуації дослідниками найчастіше виділяються наступні:

– надто м'який характер грошово-кредитної політики в економіках наймогутніших країн світу, який призвів до нагромадження надлишкової ліквідності і до формування глобальних фінансових дисбалансів [162];

– посилення впливу глобальних фінансових дисбалансів на національні економіки в результаті прискорення фінансової глобалізації та інтеграції фінансових ринків при збереженні структурної сегментації ринків [281];

– швидке зростання цін на реальні активи, які розглядалися учасниками ринку як альтернативні інвестиції для хеджування фінансових ризиків і невизначеностей [317];

– відсутність координації монетарної і бюджетно-податкової політики (Ж.-К. Тріше, президент ЄЦБ) [332] та наявність поділу регулятивних та наглядових функцій між центральними банками і урядами та управлінням фінансових ринків не дозволяють ефективно контролювати процеси, що відбуваються у фінансовій системі та передбачати складні ситуації на фінансовому ринку [51, с. 28];

– низька якість контролю за системними ризиками і відсутність тісного співробітництва між національними органами нагляду (А. Вебер, президент Бундесбанку) [337].

Проте ФРС США не визнає причиною настання кризи м'яку монетарну політику, яку вона проводила до середини 2007 р. (до кризи), і на фоні якої відбувалося зростання цін на активи, нерухомість та різке їх падіння при настанні кризи. Необхідність проведення такої політики, на їх переконання, була породжена слабкою макроекономічною кон'юнктурою докризового періоду, а зростання цін на активи пояснюється структурними вразливостями фінансової системи [296]. Причинами настання кризи з погляду ФРС США є [198; 248]:

– надлишкова складність і різновидність похідних фінансових інструментів та недостатній розвиток інфраструктури для клірингу і урегулювання розрахунків за ними;

– залежність “тіньових банків” (shadow banks)* від короткострокового фінансування, яка набула критичного рівня у зв’язку з масштабними збільшеннями обсягів угод за їх участі і зробила їх вразливими від вивозу капіталів; недоліки ризик-менеджменту та завищена довіра інвесторів до оцінок рейтингових агентств; надлишковий леверидж (багато фірм і домогосподарств взяли на себе більше боргів, ніж вони могли обслуговувати);

– слабкості в законодавчій системі фінансового регулювання через відсутність таких важливих елементів фінансової системи, як: 1) нагляд за “тіньовими” банками; 2) державної установи з “макропруденційними” повноваженнями, що не дозволяло приймати заходи з обмеження системних ризиків;

– неефективність системи банківського регулювання, яка не змогла змусити великі фінансові організації обмежити ризикові методи роботи;

– недостатні можливості оперативного реагування на кризу через відсутність законодавчо встановлених процедур з надання короткострокового фінансування “тіньовим” банками і повноважень з кризового управління небанківськими фінансовими організаціями;

– наявність у фінансовій системі “надто великих для банкрутства” організацій, які генерують великі ризики для фінансової стабільності економіки.

Реагування центральних банків на поширення фінансової кризи розпочалося з використання традиційних антикризових заходів, які виявилися в даних умовах малоефективними через наявні для них недоліки:

– неринковий характер надання центральним банком додаткової ліквідності фінансовим інститутам. Непрозоре і неринкове ціноутворення ресурсів центрального банку, виділених на підтримку фінансових інститутів, підірвало ринкову конкуренцію і посилило конфлікт інтересів між платниками податків і власниками фінансових інститутів;

*- Тіньові банки – це офіційно діючі елементи фінансової системи, яким характерні дві властивості: вони виступають посередниками при вкладанні заощаджень в інвестиційні проекти і їх діяльність не підлягає регулюванню з боку ФРС.

- обмеженість власними ресурсами центрального банку. Дефіцит ліквідності не був подоланий, а інтервенції підірвали взаємну довіру між учасниками міжбанківського ринку;

- додаткові гарантії на банківські вклади підтримували схильність учасників фінансового ринку до проведення ризикованих стратегій і дозволили залишатися на ринку потенційним банкрутам;

- державні гарантії на банківські вклади системоутворюючих фінансових інститутів були недостатніми для покриття втрат від їх банкрутства;

- надання державних (бюджетних) гарантій на емісію банківських боргових інструментів викривило ринкове ціноутворення цінних паперів внаслідок “скидання” інвесторами цінних паперів, які не мали подібних гарантій.

Для послаблення впливу глобальної кризи на національні економіки і фінансові системи у більшості країн центральні банки почали виступати в ролі посередників між фінансами суспільного сектору і фінансовими інститутами (в першу чергу, банками), взявши на себе функцію ринків грошей і капіталу – розміщення фінансових ресурсів. Проте такі зміни скептично оцінюються окремими вченими, які вважають, що роль посередника є виправданою лише в умовах кризи, а у середньостроковій перспективі подібні дії можуть привести до серйозних негативних наслідків [301]:

- посилення втручання урядів в операційну діяльність центральних банків підвищить їх залежність від фінансів суспільного сектору;

- зростання процентних витрат центральних банків на операції, що обумовлені здійсненням монетарної політики і навіть до збитковості їх діяльності;

- підвищення ризикованості активів центральних банків;

- загострення протиріч між процентною політикою центральних банків, яка переслідує пріоритетні цілі монетарної політики, і процентною політикою міністерства фінансів, яка передбачає зниження витрат на управління державним боргом;

- виникнення проблем при проведенні антиінфляційної політики на

початках економічного поживлення, оскільки для боротьби з інфляцією необхідно стерилізувати надлишкову ліквідність, спрямовану у фінансову систему для подолання наслідків кризи.

Неможливість протидіяти поширенню фінансової кризи традиційними антикризовими заходами змусило центральні банки більшості великих економік повернутися до використання елементів неконвенціональної політики і спільно з національними урядами розробляти та реалізовувати нетрадиційні заходи монетарної політики (відмінні від політики, яку реалізовували центральні банки протягом 30 попередніх років). За базовою класифікацією вони поділяються на дві групи. Перша базується на цілях, які намагаються досягти центральні банки, борючись із дефіцитом ліквідності на національному фінансовому ринку, і до них відносяться заходи з надання внутрішньої і зовнішньої ліквідності, пом'якшення кредитування і кількісні послаблення (див. табл. 3.1.1). Друга використовує одночасно два критерії – вплив політики центрального банку на структуру балансових рахунків приватного сектору і вплив заходів, що реалізуються, на ринковий показник, який таргетується центральним банком.

За умов, коли короткострокові процентні ставки практично не здійснювали вплив на економічну активність приватного сектору і домашніх господарств, центральні банки намагалися зупинити падіння сукупного попиту через “політику балансових рахунків”. Проте це призвело до різкого нарощування державного боргу, який осів на банківських рахунках і активах центральних банків та значних ризиків, які взяли на себе центральні банки.

В країнах, економіки яких в більшій мірі залежать від фінансового ринку (наприклад, США і Велика Британія), були реалізовані масштабні програми підтримки саме даного сектору. В країнах, економіки яких більше залежать від стану банківського сектору, ніж від фондових та інвестиційних фінансових посередників (наприклад, Німеччина і Японія), реалізовувались заходи, спрямовані на полегшення доступу банків до додаткової ліквідності.

Реакція ФРС США на кризу у період її гострої фази здійснювалася за трьома основними напрямками:

Таблиця 3.1.1

Нетрадиційні заходи грошово-кредитної політики [262]

Заходи по забезпеченню внутрішньої ліквідності			Пом'якшення кредитування	Кількісні пом'якшення
Прямі інструменти грошового ринку	Системні узгодження по виділенню ліквідності	Забезпечення ліквідності за рахунок цінних паперів		
Ціль: підсилення трансмісійного механізму і відновлення стабільності на ринку			Ціль: підсилення трансмісійного механізму і відновлення функціонування кредитного ринку	Ціль: запуск трансмісійного механізму за умов, коли офіційна процентна ставка наближається до нуля
Приклади інструментів:			Приклади інструментів:	
- резервні вимоги; - нормативи ліквідності	- необмежена пропозиція національної валюти; - розширення списку контрапартнерів; - пом'якшення вимог до забезпечення	- обмін неліквідних цінних паперів на ліквідні	- купівля певних приватних цінних паперів; - виділення прямих кредитів інвесторам в певні цінні папери	- пряма закупівля нестирилізованих державних цінних паперів та іноземної валюти
Заходи з надання іноземної валюти				
Ін'єкції іноземної валюти			Валютні свопи між центральними банками	
Ціль: пом'якшення дефіциту іноземної валюти			Ціль: підтримка валютних операцій національних банків	
Приклади інструментів:			Приклади інструментів:	
<ul style="list-style-type: none"> - необмежене виділення ліквідності; - розширення переліку забезпечень; - розширення списку контрагентів 			- валютні свопи	

1) пом'якшення ряду програм для надання короткострокових кредитів головним інститутам фінансової системи (депозитарним інститутам, первинним дилерам, пайовим фондам грошового ринку) для відновлення функціонування ключових сегментів фінансового ринку (ринок міжбанківського кредитування, ринок комерційних паперів і ринок цінних паперів, що забезпечені активами) і покращення умов для кредитування домогосподарств та фірм;

2) поєднання стандартних і «нестандартних» інструментів монетарної політики з метою підвищення ліквідності банківської системи, покращення кон'юнктури іпотечного ринку та інших ринків приватного кредитування, впливу на пониження довгострокових ставок кредиту (знижено цільову ставку на федеральні фонди в діапазоні від 0 до 0,25 % і здійснено великомасштабні покупки казначейських цінних паперів, цінних паперів іпотечних агентств, що забезпечені іпотечними кредитами, і боргових зобов'язань іпотечних агентств (програми «кількісного пом'якшення»);

3) посилення взаємодії з банками з метою зміцнення процедури ідентифікації ризиків, більш виваженої оцінки наслідків запроваджень нових фінансових інструментів і їх функціонування у кризових умовах.

У вересні 2008 р. в США розпочалася реалізація плану Г. Полсона – “Програма викупу проблемних активів” (The Troubled Asset Relief Program, TARP). Згідно Акту про надзвичайну економічну стабілізацію, прийнятого Конгресом США, Міністерство фінансів виділило 700 млрд. дол. для порятунку національних банків. Зокрема, на рекапіталізацію дев'яти найбільших банків було спрямовано 125 млрд. дол. (в тому числі, Bank of America – 45 млрд. дол. і Citigroup – 20 млрд. дол.), 85 млрд. дол. для AIG і 68 млрд. дол. – для підтримання регіональних банків і ощадних товариств.

З метою підтримання цін на активи, які лежать в основі виданих кредитів і складних структурних фінансових продуктів, за період осінь 2008р. – березень 2009 р. здійснювалася реалізація трьох комплексних програм, якими гарантувалась дохідність облігацій, що були випущені раніше під пакети кредитів на купівлю автомобілів, кредитних карток, кредитів на освіту і малому бізнесу на загальну суму 200 млрд. дол. Фінансування даних та інших програм здійснювалося за рахунок ресурсів Міністерства фінансів, а їх відображення в балансі ФРС суттєво змінило склад пасивних і активних статей [326]. Лише обсяг двох статей – “кредитні аукціони” та “інші займи” за другу половину 2008 р. збільшився майже на 600 млрд. дол. За першу половину 2009 р. ФРС викупила у фінансових посередників цінних паперів, що забезпечені закладними, майже на

694 млрд. дол. з метою забезпечення подальшого зниження процентних ставок на ринку іпотечного кредитування.

Всього за період з початку кризи до кінця 2009 р. для підтримки національних фінансових інститутів і стимулювання сукупного попиту ФРС надала, витратила і гарантувала ресурсів на суму 11,6 трлн. дол. Ресурси, що були виділені на підтримку ринків короткострокових запозичень корпорацій і банків, реципієнти використали для сплати поточних витрат. В результаті таких дій ФРС вдалося запобігти можливій кризі неплатежів у реальному секторі економіки. Проте, на нашу думку, хоча ці заходи ФРС дозволили знизити рівень напруги на фінансовому ринку країни, але не дозволили в повній мірі подолати існуючі системні ризики, послабити вразливість фінансової системи і не створили достатніх умов для запобігання відновленню кризи.

В подальшому реакція ФРС на кризу була спрямована на повернення до траєкторії стійкого економічного зростання і зниження рівня безробіття. Розпочалося застосування інструменту «інформування громадськості про наміри» в області монетарної політики. В якості інструменту монетарної політики використана зміна структури активів ФРС на користь частки довгострокових цінних паперів казначейства, що забезпечило додаткове стимулювання ділової активності через перегляд інвесторами своїх портфелів на користь корпоративних облігацій і акцій.

Ведучи підготовку до фази виходу із кризи, ФРС розробила програму припинення дії антикризових інструментів, в якій для підтримання максимальної зайнятості і цінової стабільності основна роль відводиться такому засобу монетарного стримування, як погашення або продаж цінних паперів з портфеля ФРС США [196]. Це дозволило знизити розмір балансу ФРС і величину резервів у банківській системі.

Для стримування інфляції в умовах надлишкової банківської ліквідності перевага почала надаватися інструментам, які зв'язували пасиви ФРС, не змінюючи їх загальний обсяг: операціям зворотного РЕПО і депозитній програмі, через які здійснювалося заміщення банківських резервів зобов'язаннями ФРС;

допуску до операцій РЕПО пайових фондів грошового ринку; використання цінних паперів іпотечних агентств, які забезпечені іпотечними кредитами; виплаті підвищеного процентного доходу на залишки банків у федеральних резервних банках з метою підвищення довгострокових процентних ставок.

Для запобігання повторенню кризи і ліквідації структурних слабкостей фінансової системи влада США здійснила коректування концептуальних принципів діяльності ФРС. Для подолання наявних упущень ФРС в області системних ризиків, що зробили фінансову систему такою вразливою, було прийнято Закон про реформування Уолл-стріт і захист споживачів (Закон Додда-Франка) [174], яким внесено масштабні зміни у фінансове регулювання:

- з метою зниження ризиків фінансової системи посилено контроль над діяльністю системоутворюючих фінансових інститутів шляхом запровадження макропруденційного нагляду;

- відповідальність за виявлення зростання ризиків фінансових систем і прийняття заходів для їх зниження покладено на створену Раду з нагляду за фінансовою стабільністю (Financial Stability Oversight Council, FSOC);

- введені більш жорсткі пруденційні стандарти для всіх великих банківських і небанківських фінансових установ, які вважаються системоутворюючими, і порушення роботи яких створює суттєві загрози фінансовій стабільності. Дані стандарти визначають розміри капіталу, левериджу, вимоги до рівня ліквідності, кредитні обмеження, а також набір заходів з подолання фінансових проблем у випадку їх виникнення;

- посилено співробітництво ФРС із регуляторними органами і центральними банками інших країн в галузі розроблення і запровадження жорстких пруденційних норм відносно банківських установ, які працюють на зарубіжних ринках (“глобально активних банків”);

- фінансова стійкість клірингових палат підтримується шляхом надання послуг із платежів і надзвичайних кредитів від ФРС.

Розроблення і запровадження антикризових програм обумовили прийняття додаткових заходів з підвищення прозорості, і, в першу чергу, з інформування

громадськості стосовно використання ресурсів платників податків під час кризи. Для посилення відповідальності ФРС за використання ресурсів Управлінню контролю уряду при Конгресі США надано право на проведення перевірок виконання антикризових програм кредитування (програми термінового кредитування і програми з викупу «поганих активів»), програм кредитування «одиночних і особливих компаній» (American International Group і банк Bear Stearns). Проте під перевірки не підпадають операції, які відносяться до монетарної політики, в тому числі операції на відкритому ринку і операції дисконтного вікна, трансакції з іноземними банками і міжнародними організаціями. На нашу думку, обґрунтованість такого рішення можна пояснити збалансуванням необхідності публічної звітності з перевагами від збереження незалежності центрального банку в проведенні монетарної політики і недопущення збитків міжнародним відносинам США.

Разом з тим, як зазначають окремі експерти, корекція концептуальних принципів не в повній мірі ліквідувала вразливість фінансової системи. Особливу стурбованість викликає сегмент похідних фінансових інструментів (див. табл. 3.1.2), а саме [26, с. 31– 32]:

Таблиця 3.1.2

Оцінка умовної суми непогашених зобов'язань стосовно деривативних контрактів п'яти найбільших банківських холдингів в 2010 році*

	Трлн. дол. США	Перевищення (в разях)		
		Активів банківського холдингу	ВВП США	Світового ВВП
JPMorgan Chase&Co	78,7	37,1	5,4	1,2
Bank of America Corporation	68,2	30,1	4,7	1,1
Citigroup Incorporation	48,7	25,4	3,3	0,8
Goldman Sachs Group	47,2	51,8	3,2	0,7
Morgan Stanley	42,1	52,1	2,9	0,7
25 найбільших банківських холдингів США	298,0	22,3	20,4	4,7

*Складено автором на основі даних по ВВП – Група Світового банку, решта даних – звіт Office of the Comptroller of the Currency за IV квартал 2010 року.

– прийняті найбільшими банківськими холдингами США ризики по деривативах майже у п'ять разів перевищують обсяги світового ВВП, і дана діяльність залишається фактично неконтрольованою, що веде до подальшого нарощування обсягів спекулятивних операцій і ризиків;

– прийняті ризики по деривативах не розподілені рівномірно між всіма емітентами похідних фінансових інструментів, а сконцентровані в п'яти найбільших банківських холдингах;

– не визначені джерела покриття можливих виплат по деривативах у випадку погіршення економічної кон'юнктури у США;

– немає відповіді на питання, чи можливі різкі коректування кон'юнктури ринку деривативів, які вестимуть до формування нових фінансових шоків.

Для Великобританії особливо важливим є підтримання стабільності у фінансовому секторі, де працює 3,4 % від загальної кількості зайнятих, але його частка становить близько третини Британського ВВП [329]. Частка Великобританії в обсягах міжнародних фінансових активах, що нею контролюються, є надзвичайно високою: 43 % вартості позабіржових деривативів, 34 % – на ринку міжнародної валютної торгівлі, 46 % – на ринку іноземних акцій і 70 % – на вторинному ринку міжнародних облігацій [261].

На відміну від ФРС, Банк Англії до середини 2007 р. здійснював доволі помірковану монетарну політику і навіть пропонував перейти від коротко- і середньострокових операцій до операцій довгострокового фінансування, які повинні сприяти досягненню цільових показників зростання цін і мінімізації кредитних ризиків у банківському секторі країни. Проте, після банкрутства банку Northern Rock стала очевидною неефективність такої політики і для запобігання рецесії розпочалось проведення більш дієвих антикризових заходів, в яких поєднувалося використання інструментів монетарної політики і фіскального регулювання.

Для запобігання паніки та обвалу внутрішнього ринку, Банк Англії за рахунок збільшення державного боргу здійснив націоналізацію банку Northern Rock шляхом прямого викупу кредитного та іпотечного портфелів, а також надав

фінансові гарантії на загальну суму близько 100 млрд. фунтів стерлінгів.

Із підвищенням напруги у фінансовому секторі і різким спадом економічної активності в країні Банк Англії реалізовує програму купівлі активів (Assets Purchase Program) за рахунок збільшення своїх резервів (з 20 млрд. фунтів стерлінгів у грудні 2006 р. до 144 млрд. фунтів стерлінгів у грудні 2009р.). За рахунок цих ресурсів були викуплені у комерційних банків державні облігації, комерційні цінні папери і корпоративні облігації.

З посиленням явищ фінансової кризи в Європі головна увага Європейського центрального банку (ЄЦБ) відводилася механізму активного управління ліквідністю. Було значно посилено вимоги до резидентів євросони, що номіновані в іноземній валюті, і підвищено увагу до проведення довгострокових операцій рефінансування.

Для недопущення подальшого зниження кредитної активності, причинами якої були зростання процентних ставок і збільшення спреда між ставками за забезпеченими і незабезпеченими кредитами, ЄЦБ здійснював адаптацію операційного механізму (див. додаток I) і надавав додатковий обсяг ліквідності для стабілізації ставок міжбанківського ринку та їх наближення до офіційної ставки. Антикризовим заходом, спрямованим на згладжування надзвичайних коливань ринкових процентних ставок та зменшення спреда між ними і мінімальною ставкою залучення на кредитних аукціонах центрального банку, була зміна підходу до розподілу ліквідності за допомогою основних операцій рефінансування (банківському сектору на початок місяця ліквідність надавалася з надлишком, поступово обсяги ресурсів зменшувалися з тим, щоб до кінця місяця ліквідність при усередненні зводилася до нуля). А для зниження напруги на грошовому ринку запроваджено проведення додаткових довгострокових операцій рефінансування з терміном погашення три, а пізніше і шести місяців, що суттєво підвищило середній термін їх погашення. Запроваджувалися і заходи з надання доларової ліквідності. З грудня 2007 р. почали проводитись операції у формі валютних свопів (між центральними банками країн євросистеми) і кредитів через операції РЕПО для кредитних інститутів за фіксованою ставкою.

Наявні в розпорядженні ЄЦБ інструменти грошово-кредитної політики дозволили йому в цілому впоратися із функцією кредитора останньої інстанції і вирішити проблему забезпечення банківської системи ліквідністю. Проте, стимулювання економіки традиційними методами без достатньої оцінки нових факторів, виявилось проблематичним. Заходи, вплив яких на економіку міг бути передбачуваним, виявилися малоефективними і центральні банки європейських країн вимушені були застосувати нестандартні інструменти з непередбачуваними наслідками. Вжитих заходів виявилось явно недостатньо внаслідок посилення напруги на фінансових ринках, викликаних банкрутством Lehman Brothers і виникненням кризи довіри до банківського сектору, що негативно вплинуло на розвиток економіки: зростання ВВП в євроні в 2008 р. знизилось до 0,5 % у порівнянні з 2,9% у 2007р., а в 2009р. склало 1,7%. Зростання цін в червні-липні 2008 р. на 4 %, у порівнянні з аналогічним періодом минулого року, стало від'ємним у 2009 р.: -0,1 % в червні і -0,6 % в липні [214]. Саме ця ситуація, на нашу думку, змусила внести певні корективи в монетарну політику ЄЦБ, а саме, здійснити агресивне зниження головних процентних ставок, трансформувати механізм управління ліквідністю і перейти до політики кредитного пом'якшення:

- з жовтня 2008 р. по травень 2009 р. знижено ставки рефінансування з 3,75 % до 1 %;

- у вересні 2008 р. проведено спеціальну операцію рефінансування з терміном погашення 38 днів і задоволено заявки на 120 млрд. євро із загальної їх суми 141 млрд. євро, а з 15 жовтня 2008 р. задовольнялися всі заявки за фіксованою ставкою;

- з 15 жовтня 2008 р. відбулося звуження коридору процентних ставок до 100 базисних пунктів (ставки на кредити і депозитні операції центрального банку були встановлені на 50 базисних пунктів вище і нижче основної ставки рефінансування).

Заходами реагування на тенденції світової нестабільності були розширення пропозиції фінансових ресурсів, в тому числі за рахунок збільшення операцій довгострокового рефінансування, зниження процентних ставок за основними

операціями рефінансування та розширення списку заставних активів, які можуть прийматися за операціями кредитування. Зміни у процентних ставках відображено у додатку Ī, а обсяги та умови основних операцій рефінансування і операцій довгострокового рефінансування наведені у додатках К і Л.

Як видно з даних додатку Ī, стабілізація грошового ринку через зниження рівня процентної ставки відбувалася поступово і систематично. В докризовий період і на початку кризи ставки знижувалися на 25–50 базисних пунктів в середньому кожні 2 місяці. З жовтня 2008 р., як захід антикризової політики, операції рефінансування проводилися на умовах фіксованої ставки з її зниженням в середньому на 50 базисних пунктів щомісяця. Разом з тим, вважаємо виваженою відмову ЄЦБ від використання політики нульових процентних ставок, адже підтримання незначної позитивної ставки (найнижчий рівень – 0,75 %) дозволило зберегти систему цінових сигналів і частково нейтралізувати проблему морального ризику, який виникає внаслідок маргінального збільшення обсягів ліквідності банків за рахунок безоплатного залучення ними резервів центрального банку.

Щотижневе надання обсягів ліквідності через операції основного рефінансування впродовж 2009 р. (див. додаток К) дозволило стабілізувати ситуацію у фінансовому секторі, про що свідчить зменшення процентних ставок на грошовому ринку. У вересні 2009 р. процентні ставки EURIBOR (середня ставка пропозиції ресурсів на міжбанківському ринку) становили: 0,48 % – строком на 1 місяць; 0,8 % – 3 місяці; 1,08 % – на 6 місяців; 1,3 % – 12 місяців, що, відповідно, на 45, 46, 38, 32 базисних пункти менше, ніж було у червні [224].

З метою стимулювання кредитування було розширено перелік активів, які приймалися в якості забезпечення, і запроваджено процедуру аукціонів з фіксованою ставкою на операції рефінансування з продовженим терміном погашення. Ці заходи посприяли зростанню частки довгострокових операцій в загальному обсязі операцій рефінансування, підвищенню банківської ліквідності і зробили затребуваними операції з розміщення вільної готівки на одноденних депозитах центрального банку.

Здійснені заходи в певній мірі посприяли стабілізації фінансової ситуації, але не вплинули на збільшення кредитування нефінансового сектору. Більше того, до травня 2009 р. обсяги кредитування домогосподарств скорочувалися, а темпи зростання корпоративних запозичень за півроку знизилися у два рази (до 4,4 % у річному розрахунку) [215]. Враховуючи недостатню ефективність використовуваних інструментів грошово-кредитної політики, ЄЦБ з травня 2009 р. проводить політику кількісного пом'якшення, застосовуючи такі нетрадиційні заходи монетарної політики, як викуп забезпечених іпотечних облігацій високої кредитної якості (липень 2010 р. – липень 2011 р. – на суму 60 млрд. євро) і розширення програми кредитування комерційних банків за системою аукціонів з фіксованою ставкою (1 %) і збільшенням терміну наданих кредитів до 12 місяців (додаток Л). Особливо важливу роль у стабілізації грошового ринку відіграв аукціон 29 травня 2009 р. з операцій довгострокового рефінансування строком на 1 рік. За фіксованою процентною ставкою (1 %) на ньому було задоволено попит 1121 учасника на загальну суму 442,2 млрд. євро [224]. Разом з тим, слід зауважити, що перехід ЄЦБ до «розширеної кредитної підтримки» відбувся пізніше і в значно менших масштабах, ніж в інших ведучих країнах світу.

З певними особливостями здійснювалися антикризові заходи в окремих країнах єврозони, наприклад, в Німеччині. На відміну від монетарної влади США, Великобританії та інших країн єврозони, німецька влада відразу ж розпочала здійснювати антикризові заходи. В середині 2008р. Бундестагом була надана допомога у 26,5 млрд. євро іпотечному банку Нуро Real Estate Group (його збитки становили 50 млрд. євро), під яку він зміг отримати стабілізаційний кредит у Бундесбанку для покриття збитків на суму 20 млрд. євро. З метою недопущення банківської паніки були розширені гарантії вкладникам німецьких банків: сумарний обсяг гарантій на вклади, що компенсуються урядом, збільшено до 1 трлн. євро, що на 100 % покривало депозитні вклади населення.

Були прийняті заходи щодо розширення доступу до банківської ліквідності для підприємств реального сектору економіки. Бундесбанк і Бундестаг виділили

82 млрд. євро для кредитування малих і середніх підприємств, на відновлення потенціалу домашніх господарств, на фінансування інфраструктурних проектів і збільшення періоду виплат допомоги по безробіттю до шести місяців. В грудні 2009 р. було створено стабілізаційний фонд обсягом 480 млрд. євро для фінансування бізнесу за рахунок коштів федерального бюджету і бюджетів окремих земель. Заходи були проведені вчасно і виявилися ефективними, про що свідчить значно вищий рівень стабільності німецької фінансової системи і реального сектору економіки у порівнянні з іншими країнами.

Японський центральний банк постійно приділяв увагу кредитуванню національних господарських суб'єктів, а його кредити, які були дешевшими і більш привабливими, ніж депозити населення, виступали джерелом фінансування кредитної експансії. В сукупних активах Банку Японії доля кредитів приватному сектору була значно вищою, ніж у центральних банків інших розвинутих країн.

За умов кризи японський уряд і центральний банк прийняли пакет антикризових заходів, спрямованих на підтримання фінансового сектору, системоутворюючих компаній, малих і середніх підприємств реального сектору національної економіки. Підтримка фінансового сектору здійснювалась через стабілізацію ситуації на ринку корпоративних облігацій і векселів, а реального сектору – через його кредитування на рівні ключової процентної ставки в 0,1 % під заклад корпоративних облігацій і векселів. Державна підтримка малих і середніх підприємств здійснювалась через систему екстреного страхування кредитів, з наданням приватним фінансовим інститутам гарантії на повну суму виданого кредиту (до кризи розмір гарантії складав лише 20 %).

Таким чином, для подолання наслідків глобальної фінансової кризи центральні банки багатьох країн світу були змушені шукати нові інструменти контрциклічної грошово-кредитної політики. З цією метою центральні банки разом з урядами почали розробляти і реалізовувати нетрадиційні заходи, в рамках яких вони стали виконувати функцію розміщення фінансових ресурсів.

Разом з тим, хочемо зауважити, що надання переваг ЄЦБ управлінню ліквідністю, а Федеральною резервною системою США – процентній політиці в

процесі антициклічного регулювання не довели в повній мірі своєї ефективності. Криза 2007–2009 рр. підтвердила, що навіть кардинальна зміна процентних ставок і вливання значних обсягів ліквідності, що породжують у банків надлишкові резерви, не гарантують нарощування кредитування реального сектору економіки.

Для припинення падіння вартості активів і недопущення повного паралічу фінансової системи монетарні влади забезпечували її ліквідністю будь-якою ціною і будь-якими заходами, як традиційними, так і нетрадиційними [312]. Намагаючись уникнути масових банкрутств, влада замістила погані активи, що списувалися з балансів, бюджетними ресурсами. Проте ні грошово-кредитні, ні бюджетні заходи не виявилися достатньо ефективними для стимулювання економіки, що паралізована надмірним борговим тягарем.

Криза виявила недосконалість методів управління ліквідністю банківської системи, що змусило центральні банки внести певні корективи в даний процес. Зокрема, було розширено перелік цінних паперів за рахунок корпоративних облігацій, які використовували як заставу при отриманні кредитів рефінансування. У зв'язку з неможливістю багатьох банків своєчасно повернути надані їм кредити, центральні банки почали здійснювати рефінансування у формі стабілізаційних кредитів на більш тривалий термін (до 6-12 місяців).

Доречно зауважити, що хоча заходи, які здійснювались центральними банками, були спрямовані на вирішення проблем з певного типу дефіциту ліквідності, проте основні їх зусилля були спрямовані на подолання системного дефіциту фінансування і ринкової ліквідності: забезпечення доступності підтримуючої ліквідності для ключових фінансових інститутів; продовження строковості операцій рефінансування в національній валюті; відкриття свопових ліній з іншими центральними банками в іноземній валюті; надання фінансовим інститутам кредитів державними цінними паперами в обмін на низьколіквідні ринкові цінні папери; реалізацію спеціальних програм кредитування небанківських установ.

З середини 2009 р. в розвинутих країнах велике занепокоєння почала

виклики та обставина, що збільшення ліквідності ставало фактором зростаючої ринкової волатильності, посилення спекулятивної активності та підвищення фінансової нестабільності. На збільшення спекулятивної спрямованості світової економіки у післякризовий період вказують і оцінки експертів, згідно з якими корпоративні запозичення в США зі спекулятивним рейтингом у 2010 р. становили 11 %, у 2012 р. досягли 27 %, а у 2013 р. – близько 50 % [1, с. 4]. Вважаємо, що саме ці обставини актуалізували проблему виходу із програм стимулювання нарощування банківської ліквідності, адже при покращенні економічної кон'юнктури значні обсяги надлишкових резервів банків стають фактором ризику. Перед монетарною владою постали питання про інструменти для ефективного вилучення надлишкової ліквідності з економіки і визначення часу для початку виходу із програм стимулювання. Надто ранній вихід може загальмувати процес економічного відновлення, а затримка призвести до виходу з-під контролю інфляційного зростання [66, с. 57]. Інструментами вилучення надлишкової ліквідності можуть бути підвищення процентів на залишках рахунків комерційних банків в центральному банку, проведення операцій РЕПО, прямий продаж цінних паперів, відкриття строкових банківських депозитів [160].

При аналізі основних тенденцій розвитку світового господарства у посткризовий період багато дослідників звертають увагу на ймовірність посилення невизначеності в коротко- і навіть середньостроковій перспективі, яка супроводжуватиметься дискретно-беззупинними кризами на різних локальних територіях світового господарства, періодично формуючи глобальну кризу. Хоча статистичні дані свідчать про поступовий вихід світової економіки із кризи (світовий ВВП у 2010 р. зріс на 5 %, у 2011 р. – на 1,2 %), але науковці песимістично оцінюють сталість економічного зростання, оскільки воно відбувається за рахунок стрімкої експансії в країнах, що розвиваються і повільного піднесення економіки в розвинутих країнах [62]. Посилення невизначеності відбувається на всіх видах ринків внаслідок проблем в США, країнах Європи, Аравійського перевороту, війни в Лівії, землетрусів, цунамі та

ядерних проблем Японії [45]. Проте, як на нашу думку, справедливо зауважують Г. Азаренкова і І. Шкодїна, головною причиною посилення невизначеності є те, що фактори, які викликали кризу, не усунуто. Заходи з подолання кризи, що здійснювалися в межах старої “спекулятивної” фінансової системи, лише маскували та поглиблювали протиріччя, які призвели до кризових наслідків. Заходи окремих країн щодо зниження спекулятивного перегріву економіки були суто національними, що не мають сенсу в умовах наростаючої глобалізації [1, с. 3–4]. Фінансові вливання в економіку не усунули значних диспропорцій, накопичених фінансовою кризою, і не створили умов для усунення суттєвих причин глобальної кризи, якими є спекуляції та великий обсяг прийнятого ризику з боку інвесторів, а, отже, не мають антикризового значення.

У кризовий і післякризовий періоди загострився ще один більш серйозний виклик – погіршення стану державних фінансів провідних країн світу внаслідок скорочення податкових поступлень і збільшення витрат на пом’якшення впливу кризи на економіку та стабілізацію фінансової системи. В довготривалій перспективі зростання державного боргу призведе до зростаючого впливу на процентні ставки і гальмування економічного зростання [231]. Різкі фінансові потрясіння в європейських країнах можуть привести до глибокого економічного спаду, що негативно відобразиться на відновленні світової економіки [251].

Таким чином, можна зробити висновки, що в результаті вжитих антикризових заходів не відбулося суттєвого покращення стану державних фінансів, проте було послаблено ефективність монетарної політики центральних банків і спроможність грошового ринку до саморегулювання та погіршено дію трансмісійного механізму. Усунення наслідків кризи за рахунок значних сум бюджетних коштів, стабілізаційних фондів, розширення внутрішніх і зовнішніх коштів сприяли переростанню у багатьох країнах банківської кризи у боргову (див. табл. 3.1.3).

Станом на 01.01.2012 р. в Греції, Ірландії, Ісландії, Італії, Португалії, США і Японії сума державного боргу перевищила обсяг ВВП, а в більшості країн ЄС його рівень перевищує показник 60 %, встановлений Маастрихтською угодою.

За твердженнями К. Рейнхарта і К. Рогоффа, перевищення співвідношення державного боргу та ВВП в 90 % веде до суттєвого уповільнення економічного зростання в країні [77].

Таблиця 3.1.3

**Валовий борг сектору державного управління окремих груп країн світу
у % до ВВП в 2008–2013 рр.***

Групи країн	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р. (прогноз)
Увесь світ	59,5	65,9	70,0	70,1	70,9	70,9
Країни з розвинутою економікою	82,0	93,7	99,7	103,5	107,6	110,2
Країни з ринками, що формуються	34,7	36,7	40,8	37,8	36,4	35,0
Країни з низькими доходами	39,2	42,4	40,8	40,0	40,3	40,2

*Складено автором на основі [67]

Неоднозначні макроекономічні результати антикризової політики 2008–2013 рр. розширюють діапазон теоретичних дискусій довкола ефективності радикальних змін у реалізації монетарної політики. Проводячи узагальнення теоретичних позицій з цього приводу, можна виділити наступні положення.

По-перше, у випадку глибокого шоку, що переростає в затяжну кризу, перехід до неконвенціональних монетарних режимів є неминучим. Адже досвід Великої депресії продемонстрував, що збереження попереднього монетарного курсу, спрямованого на підтримку золотого стандарту, та відсутність чітких сигналів про активізацію механізмів кредитування останньої інстанції вплинули на поглиблення кризи через колапс фінансового сектора [152; 153].

По-друге, без додаткових заходів, що стимулювали би сукупну пропозицію, та системних кроків із відновлення довіри на фінансових ринках, кількісне пом'якшення не гарантує відновлення банківського кредитування [334; 172]. В кризові моменти, що характеризуються різким спадом ділової активності і підвищенням граничної схильності до заощаджень з міркувань обережності, гроші поводять себе як ендогенні, а не екзогенні. Звідси, закономірним наслідком

політики кількісного пом'якшення буде виступати формування розриву між трендом грошової бази та грошової маси. Остання суттєво відставатиме від першої, зокрема в силу різкого падіння інтенсивності процесу грошової мультиплікації. Однак балансова політика все одно буде кращою альтернативою традиційним монетарним режимам, оскільки гарантуватиме збереження системи платежів та обмеження поширення кризи ліквідності на розрахунки в економічній системі [172, с. 16–18].

По-третє, зв'язок між кількісним розширенням та інфляційними наслідками не є очевидним. Збільшення банківських резервів внаслідок реалізації балансової політики центрального банку не означає посилення інфляційного тиску у короткостроковому періоді. Дефляція в Японії, ризик дефляції в США та Німеччині у 2000–2001 рр. підтверджують це припущення. Неконвенціональні режими можуть позначитись на прискоренні інфляції тільки у довгостроковому періоді, коли їх затяжна реалізація триватиме. При цьому, основний канал зв'язку між інфляцією і кількісним розширенням визначається в площині тривалого заниження процентних ставок [172, с. 21–22]. Щоправда, окремі економісти, зокрема, Х. Ханноун, зауважують, що у випадках нижчого рівня ефективності неконвенціональних монетарних заходів від очікуваного, може відбуватися підвищення рівня інфляції за логікою стагфляційної пастки [23]. Також не враховується, що інфляція може відновитись через зростання цін на сировинні товари, які достатньо чутливі до глобальних змін в грошовій пропозиції [24].

По-четверте, агресивна балансова політика центрального банку може не стільки відновлювати ринок активів, скільки спонукати його до періодичних спекулятивних сплесків, пов'язаних із очікуваннями результативності антикризових заходів. Також більшість кейнсіанськоорієнтованих підходів ігнорує факт наявності більш прямого зв'язку між ринком активів і змінами в балансі центрального банку, ніж цього слід було би очікувати, приймаючи до уваги те, що підтримка ринку активів і покращення ситуації у сфері ліквідності мала би позначатись на відновленні кредитування реального сектора, але, насправді, не позначається [41]. Тобто відновлення ринку активів не означає

запуск в дію фінансового акселератора, а відображає спекулятивні очікування та пошук надійних гаваней для безпечних інвестицій [253].

По-п'яте, неконвенціональні монетарні режими загострюють проблему морального ризику, відповідальності та здорової конкуренції на фінансовому ринку. Також через агресивну реалізацію такої форми кількісного пом'якшення як кредитна політика, якість активів центральних банків суттєво погіршується, що може негативно вплинути на фінансову незалежність монетарних органів та фінансовий потенціал операційної незалежності [172; 253].

Враховуючи вищенаведені узагальнення, можна стверджувати, що навіть з теоретичної точки зору неконвенціональні монетарні режими не можуть сприйматись як перманентно діючі, а тому побудова так званих стратегій виходу із них є складовою ефективною довгостроковою орієнтацією центральних банків у сфері підтримання фінансової стабільності.

В цілому, ефективність монетарної політики в періоди економічних спадів виявилася низькою внаслідок її циклічної асиметрії. За відсутності належної координації грошово-кредитної та фіскальної політик в багатьох країнах відбулося розбалансування монетарного трансмісійного механізму. Реалізація центральними банками м'якої монетарної політики та зниження процентних ставок без одночасного посилення фіскальної політики та врегулювання проблем державного боргу не забезпечили досягнення ефективною фінансовою політики. Вихід із рецесії шляхом накачування економіки ліквідністю веде до надування "бульбашок", а наступне їх тріскання породжуватиме нову фінансову кризу і чергову рецесію. Забезпечуючи ліквідністю фінансову систему будь-якими заходами і будь-якою ціною, влада замістила погані активи, що списувалися з балансів, бюджетними ресурсами. Проте ці заходи виявилися малоефективними для стимулювання економіки і привели до значного збільшення боргового тягаря.

Одночасно можна стверджувати, що у посткризовий період в значній кількості країн відбуваються процеси формування нових монетарних режимів, які зорієнтовані на забезпечення цінової, фінансової та макроекономічної стабільності. При цьому значна увага приділяється удосконаленню механізмів

координації монетарної і фінансової політик держави.

Враховуючи позитивні і негативні ефекти від використання традиційних і нетрадиційних заходів та інструментів монетарної політики центральними банками країн світу для мінімізації і/або подолання наслідків фінансових криз, вважаємо доцільним використання окремих з них при здійсненні грошово-кредитної політики НБУ. Особливої уваги заслуговують заходи, спрямовані на:

- вдосконалення механізму управління ліквідністю шляхом посилення вимог до ресурсної бази банків, що номінована в іноземній валюті, та підвищення ролі довгострокових операцій рефінансування;

- недопущення зниження кредитної активності від зростання процентних ставок шляхом надання додаткової ліквідності для стабілізації процентних ставок міжбанківського ринку і наближення їх до офіційної (облікової) ставки;

- використання політики кредитного пом'якшення через збільшення обсягів і термінів рефінансування та звуження коридору процентних ставок між кредитними і депозитними операціями центрального банку в умовах виникнення кризи довіри до банківського сектору;

- стимулювання кредитування через розширення переліку активів, що приймаються в якості застави за операціями кредитування, викуп активів комерційних банків (державних облігацій, комерційних цінних паперів і корпоративних облігацій), іпотечних облігацій високої кредитної якості за рахунок збільшення балансу центрального банку;

- здійснення державної підтримки кредитування через систему екстреного страхування кредитів з наданням приватним фінансовим інститутам гарантій на певну суму виданого кредиту;

- розширення гарантій вкладникам банків для недопущення банківської паніки.

3.2. Механізм впливу монетарної політики на забезпечення довгострокової макроекономічної стабільності України за умов глобальної фінансової нестабільності

За умов перманентної фінансової нестабільності монетарна політика НБУ повинна спрямовуватися на забезпечення макроекономічної стабільності в Україні. Проведений нами аналіз з виявлення зв'язків між монетарною політикою й фінансової нестабільністю та оцінка ефективності її реалізації в докризовий, кризовий і посткризовий періоди, вказують на необхідність коректування базової макроекономічної моделі Національного банку у напрямку забезпечення довгострокової макроекономічної й фінансової стабільності в Україні.

Гостра необхідність у коректуванні монетарної політики НБУ в заходах щодо стабілізації валютного ринку і банківської системи виникла ще в умовах загострення кризових явищ. Так, для подолання кризи ліквідності банківської системи необхідні у значних обсягах кредити рефінансування НБУ, а для забезпечення цінової й курсової стабільності – застосування протилежних за напрямом дії монетарних інструментів. Це вимагало від Національного банку більшої гнучкості у проведенні монетарної політики і у використанні таких інструментів, як рефінансування, обов'язкові резервні вимоги, процентна політика, операції на відкритому ринку тощо.

Послаблення спроможності НБУ забезпечувати макроекономічну та фінансову стабільність монетарними важелями управління зумовлено впливом ряду економічних й інституційних чинників, зокрема: ускладненням середовища реалізації монетарної політики; підвищенням волатильності потоків капіталу; посиленням інфляційних процесів й девальвацією національної валюти; ризиковою діяльністю кредитних інститутів, породженою значними обсягами зовнішніх запозичень і агресивною кредитною політикою; доларизацією економіки; погіршенням глобальної кон'юнктури на ринках традиційного українського експорту; зростаючим значенням стану ринку нерухомості у досягненні фінансової стабільності; послабленням позиції національних органів

монетарної влади за умов прискорення процесів глобалізації й фінансової лібералізації; підривом довіри до деяких банків, вітчизняної банківської системи та національної валюти; політичною нестабільністю в країні тощо.

Вважаємо, що послабити негативний вплив зазначених чинників на дієвість монетарного механізму можна шляхом послідовної реалізації запропонованої системи заходів з корегування існуючої базової макрофінансової моделі монетарної політики НБУ, представленій у блок-схемі (рис. 3.2.1).

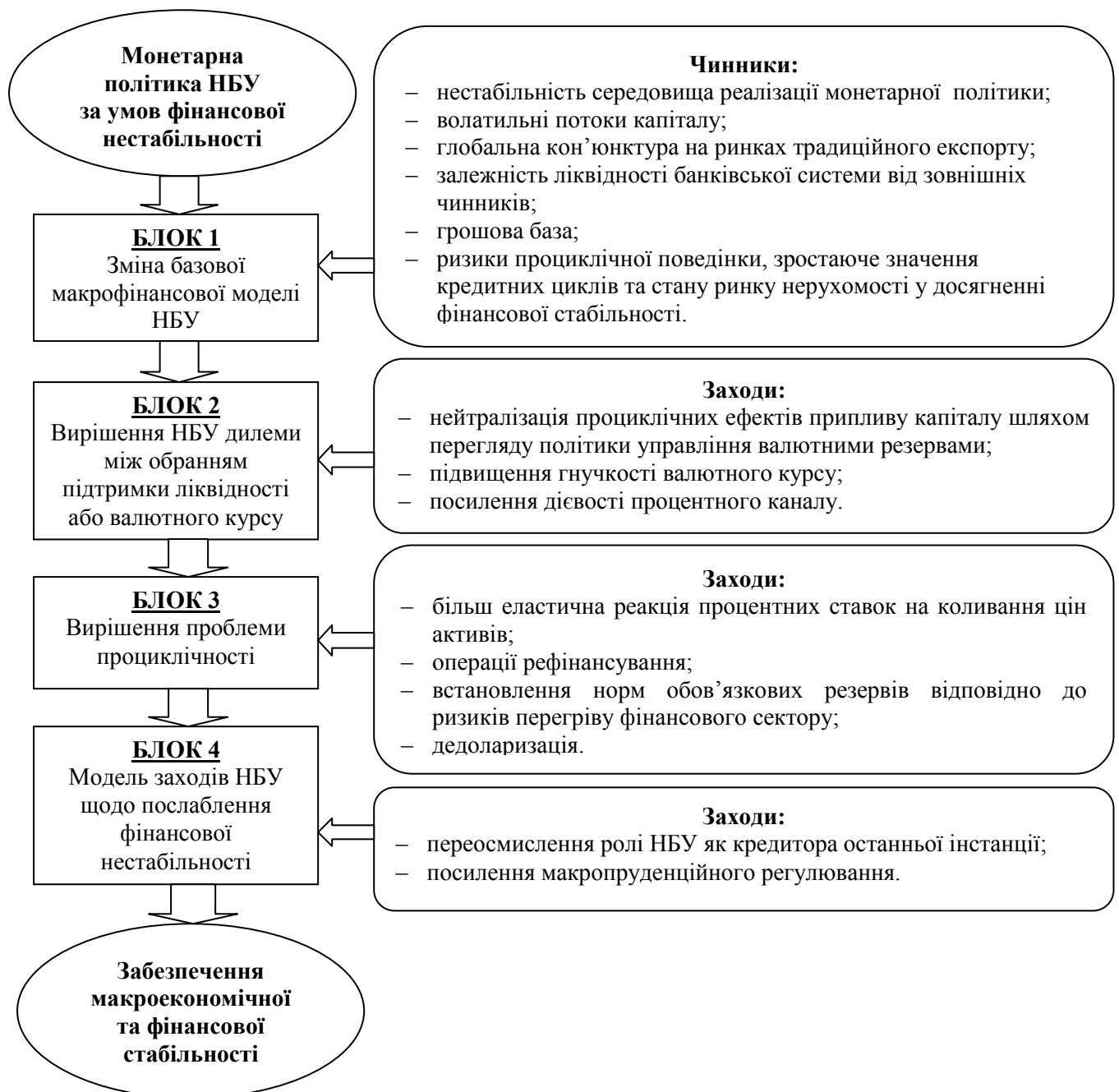


Рис. 3.2.1. Блок-схема вдосконалення макрофінансової моделі монетарної політики НБУ

*Розроблено автором

У кризовий і післякризовий періоди в монетарній політиці НБУ при вирішенні дилеми між обранням підтримки ліквідності банківської системи або валютного курсу перевага надавалася останньому. Надаючи перевагу проведенню антиінфляційної політики, НБУ керувався орієнтирами зменшення грошової пропозиції шляхом:

- стерилізації коштів, наданих у формі рефінансування, що проявлялося у зменшенні рівня монетизації;
- посилення резервних вимог до формування банками обов'язкових резервів;
- підтримання високих ставок рефінансування;
- надання переваги активним інтервенціям на валютному ринку.

Зменшення обсягів грошової маси внаслідок застосування зазначених монетарних інструментів та зниження коефіцієнта грошової мультиплікації через стагнацію в кредитній сфері посилили негативний вплив антикризової політики на економічну активність в Україні та загострили проблему гривневої ліквідності.

На основі проведеного аналізу й оцінки дієвості заходів та інструментів монетарної політики НБУ впродовж 2002-2013 рр. нами зроблені певні висновки і вироблені пропозиції щодо підвищення ефективності механізму впливу монетарної політики на забезпечення довгострокової макроекономічної стабільності. Зокрема, вважаємо, що необхідна більша виваженість у діях Національного банку України щодо регулювання обсягів грошової бази з наданням цьому процесу контрциклічної спрямованості на основі врахування динаміки фінансової нестабільності. Як засвідчує практика, різке нарощування або скорочення обсягів грошової бази НБУ веде до посилення фінансової нестабільності, тому дії регулятора повинні бути виваженими і не призводити до різких коливань в динаміці грошової бази.

У кризовий і посткризовий періоди відбувалось поступове сповільнення темпів нарощування грошової бази, яке супроводжувалося відносно швидшим збільшенням грошової маси без провокації інфляційного тиску. Цього було досягнуто за рахунок активізації механізму мультиплікації коштів і, як наслідок,

зростання грошової пропозиції у банківській системі.

З розширенням присутності іноземного капіталу у банківській системі України значно ускладнилося середовище для реалізації монетарної політики, що вимагає вжиття низки заходів для нейтралізації можливих негативних наслідків. Насамперед, виникає необхідність у формуванні відповідного інституційного середовища з сучасною системою державних регулятивних інститутів, розвинутим ринком банківських послуг і банківською інфраструктурою, стабільною національною валютою і ефективним використанням міжнародних резервів.

Підвищення ефективності використання інструментів управління золотовалютними резервами та дієвості механізму валютних інтервенцій можна досягти не лише за рахунок їх традиційного спрямування на підтримання стабільності національної валюти, але й використовуючи в якості антициклічного інструменту з метою послаблення фінансової нестабільності. Важливою умовою посилення дієвості цих монетарних інструментів виступає валютна стабілізація в країні. Досягнення останньої передбачає, по-перше, перехід від використання штучної “прив’язки” гривні до долара США як антиінфляційного заходу до формування гнучкої динаміки валютного курсу. Дотримання фіксованого курсу за умов посилення глобальної фінансової нестабільності і погіршення сальдо поточного рахунку платіжного балансу потребує значних обсягів валютних інтервенцій для недопущення девальвації національних грошей і стримування інфляційних процесів. В кінцевому результаті це вестиме до зменшення валютних резервів до критичного рівня (“їх обсяг повинен становити не менше 100 % від короткострокового боргу країни за залишковим терміном погашення” [136, с. 6]), неспроможності подальшого підтримування курсу гривні та вимушеного переходу до плаваючого валютного курсу. Залежність динаміки обмінного курсу від впливу співвідношення попиту і пропозиції на валютному ринку сприятиме більш виваженому ставленню суб’єктів економічної діяльності до власних валютних ризиків, що послаблюватиме системні ризики і сприятиме зниженню рівня доларизації

економіки. Вважаємо за доцільне в якнайближчій перспективі здійснити перехід від фіксованого до гнучкого обмінного курсового режиму, тим більше, що в основних засадах грошово-кредитної політики на 2013 рік вже передбачено встановлення офіційного курсу гривні до долара США на підставі її котирувань на міжбанківському ринку. Проте, при зростанні гнучкості обмінного курсу його динаміка в нинішніх умовах повинна бути корегованою (в межах визначеного валютного коридору) з тим, щоб не генерувати додаткових ризиків або шоків для економіки і банківської системи.

Головними причинами, які не дозволяють сьогодні перейти до абсолютно гнучкого обмінного курсу гривні є:

– надто високий рівень доларизації пасивів та зобов'язань суб'єктів економіки, який може спровокувати кризові явища в разі значної непередбачуваної зміни обмінного курсу;

– динаміка обмінного курсу гривні повинна узгоджуватися з інфляційними цілями, оскільки вона виступає суттєвим чинником впливу на інфляційні процеси через ціни імпортованих товарів та формування інфляційних очікувань;

– недостатній обсяг міжнародних резервів країни для успішної протидії можливим внутрішнім і зовнішнім шокам та забезпечення зовнішньої ліквідності й платоспроможності країни.

З переходом до режиму гнучкого обмінного курсу гривні НБУ повинен посилити інформування громадськості про його встановлені орієнтири з переконливою аргументацією, що дозволило б економічним агентам вибудувати середньострокову лінію поведінки. Оголошені НБУ валютні курси повинні бути зорієнтовані хоча б на середньострокову перспективу (не менше, ніж 2-3 роки), щоб банки, підприємства і населення не реагували на найменші перепади кон'юнктури на валютному ринку.

По-друге, за умов наростання глобалізаційних процесів посилюється волатильність в русі потоків капіталу і їх спекулятивна складова, що негативно позначається на валютній стабілізації в Україні. Досягнення валютної стабілізації передбачає необхідність нейтралізації проциклічних ефектів у потоках капіталу

через кордон України і підвищення зацікавленості в інвесторів у довгострокових ввезеннях капіталу.

Одним із чинників, що породжують валютні і фінансові кризи, є масштабні спекуляції, пов'язані з рухом капіталу [247; 206], що робить доцільним запровадження окремих обмежень для стримування дестабілізуючих потоків іноземного капіталу [190; 284]. Особливо гострою ця проблема є для країн з середніми доходами з їх недостатніми макроекономічними та інституційними передумовами для ефективного протистояння реверсам в потоках капіталу. Зокрема, на основі проведеного аналізу в другому розділі дисертації, нами встановлено, що глобально-центричні припливи іноземного капіталу в Україну в значних масштабах обертаються негативними наслідками, які проявляються в:

- посиленні тиску в напрямку ревальвації національної валюти, яка веде до зниження цінової конкурентоспроможності вітчизняних товаровиробників, погіршення умов торгівлі і втрат від експорту;
- збільшенні грошової маси в обігу і прискоренні темпів інфляції внаслідок викупу центральним банком іноземної валюти;
- підживленні внутрішнього кредитного буму і надуванні «бульбашок» цін на активи;
- надмірному накопиченні зовнішнього боргу і підвищенні вразливості до валютних ризиків;
- зменшенні попиту нерезидентів на боргові зобов'язання вітчизняних позичальників і зростанні відсоткових ставок за позиками.

В системі заходів з протидії впливу негативних зовнішніх шоків і для кращого використання внутрішніх ресурсів важливе значення має відводитись політиці державних запозичень і управління зовнішнім боргом для недопущення загроз для боргової стійкості України. За оцінками агенції Credit Markets Analysis (CMA), Україна входить до першої десятки країн світу за ймовірністю настання дефолту, займаючи 6-те місце в рейтингу проблемних боржників після Греції, Кіпру, Аргентини, Пакистану та Венесуелли. Ймовірність настання дефолту в Україні впродовж 2012–2016 рр. оцінюється на рівні 40 % [202].

Серед показників, які свідчать про наявність суттєвих загроз для боргової стійкості України на теперішній час, можна виділити:

- високі ринкові процентні ставки за довгостроковими державними цінними паперами (єврооблігаціями) України (7,50–9,25 %);
- значні обсяги вилучення валютних ресурсів на зовнішньоборгові виплати всіх секторів економіки (близько 30 % експортної виручки);
- великий обсяг короткострокових зовнішніх зобов'язань резидентів України відносно рівня міжнародних резервів України (185 %);
- істотний обсяг державного і гарантованого державного боргу відносно ВВП країни (37,4 %) і відносно поступлень від експортної діяльності (145 %);
- велика частка боргових зобов'язань, деномінованих в іноземній валюті чи прив'язаних до обмінного курсу в сукупному державному борзі країни (64 %).

Вважаємо, що за цих умов боргова політика держави повинна переорієнтовуватися на використання внутрішніх джерел і резервів, як це характерно для переважної більшості країн з низьким і середнім рівнями доходів (частка їх внутрішнього державного боргу станом на початок 2010 р., за даними МВФ, становила 53,7 %). Заміщення зовнішніх валютних позик внутрішніми позиками, деномінованими в гривні, зменшить залежність державних фінансів України від переливів міжнародних капіталів та коливань обмінних курсів, і матиме позитивний вплив на фінансову стабілізацію. Таким чином, розвиток і поглиблення внутрішнього ринку капіталів повинен забезпечувати ліквідність боргових інструментів як альтернативи доларизованим активам.

Як засвідчив емпіричний аналіз, здійснений у другому розділі, для сприяння розвитку гривневих запозичень необхідно вирішити ряд завдань у сфері макрофінансової боргової політики, а саме:

- удосконалити інструментарій державних запозичень з метою активізації попиту на гривневі позики уряду;
- запровадити облігації з плаваючою процентною ставкою, індексованою на рівень інфляції;
- розробити інструментарій регулювання зовнішніх корпоративних

запозичень і запровадити систему обліку умовних зобов'язань держави.

Поглиблення внутрішнього ринку капіталів підвищить ефективність монетарних інструментів НБУ та посилить канал пропозиції гривневої ліквідності.

Для підвищення стійкості банківської системи України та нейтралізації проциклічних ефектів потоків капіталу необхідно застосувати ряд макропруденційних засобів. На нашу думку, важливими інструментами макропруденційного регулювання потоків капіталу можуть бути:

- лімітування суми зовнішньоторгових зобов'язань банківських установ відносно розміру їх капіталу або пасивів з метою зменшення сум зовнішніх запозичень і недопущення внутрішніх кредитних бумів;

- диференціація нормативів обов'язкового резервування для зобов'язань банків у національній та іноземній валютах для гальмування нарощування банківських кредитів в іноземній валюті і зменшення залежності банків від зовнішніх запозичень;

- встановлення гнучких лімітів на відкриті валютні позиції з врахуванням рівня корпоративного зовнішнього боргу банків для зменшення валютних ризиків, які приймаються банківською системою в цілому.

Разом з тим, ми б хотіли зауважити, що використання даних інструментів повинно узгоджуватися зі станом поточної ситуації як на внутрішньому ринку, так і зі світовою практикою. Тому політика управління потоками капіталів повинна бути достатньо гнучкою і враховувати зміни на світових фінансових ринках, в русі капіталів, стані платіжного балансу країни та появу нових викликів.

По-третє, необхідність стимулювання дедоларизації економіки, яке повинно супроводжуватись підвищенням привабливості гривневих фінансових інструментів, що могли б претендувати на залучення в політику підтримки ліквідності з боку НБУ у кризові моменти.

Доларизація в Україні впродовж тривалого періоду часу залишається системною проблемою економіки, здійснюючи негативний вплив на стан

грошово-кредитної системи. Негативні наслідки доларизації проявляються в зниженні ефективності монетарних важелів регулювання грошового обігу внаслідок великої за обсягом готівкової доларизованої маси в Україні, яка оцінюється фахівцями НБУ в 50 млрд. дол. США, що в перерахунку на вітчизняну валюту становить 50 % гривневого агрегату М2.

До основних причин нарощування доларизації можна віднести:

- високий рівень інфляції і стрімка девальвація національної валюти;
- послаблення національною грошовою одиницею виконання окремих функцій, зокрема, засобу нагромадження в умовах високої інфляції;
- мінімальні витрати при проведенні операцій з доларами;
- стійке збереження побоювань населення щодо девальвації національної валюти в майбутньому;
- знецінення депозитів та втрата купівельної спроможності заощаджень в гривні внаслідок її девальвації;
- зростання обсягів депозитів фізичних і юридичних осіб в іноземній валюті тощо.

Спроби органів державної влади своїми заходами обмежити обсяги доларизації, зокрема, через встановлення 15 % збору до Пенсійного фонду, не матимуть позитивних результатів через зростання тіньового валютного ринку. Позитивний стимулюючий вплив на дедоларизацію економіки, насамперед, кредитів, здійснюватиме встановлення НБУ заборони надання кредитів в іноземній валюті на споживчі товари і обмеження таких кредитів для юридичних осіб, які не здійснюють зовнішньоекономічну діяльність.

Лібералізація ринку капіталів та неконтрольоване зростання обсягів зовнішніх залучень в передкризовий період призвели до надлишкової ліквідності банківської системи України і, в результаті, до зниження залежності банків від кредитів рефінансування, послаблення їх чутливості до змін у кількісних показниках емісії та процентної політики НБУ. Зовнішні запозичення породили кредитну експансію банків, в результаті якої відбулося надмірне зростання внутрішнього споживчого попиту, насамперед, на товари іноземного

виробництва, що призвело до зростання імпорту і погіршення сальдо поточного рахунку платіжного балансу.

Як засвідчив набутий досвід, стрімке нарощування обсягів споживчого та іпотечного кредитування в іноземній валюті у докризовий період призвело також до таких негативних наслідків, як підвищення доларизації економіки країни, нарощування від'ємної чистої зовнішньої позиції банківської системи України, наростання значних валютних і кредитних ризиків для банків, які з часом проявилися в значних обсягах проблемної і безнадійної кредитної заборгованості. Водночас, збільшення обсягів зовнішніх запозичень та доларизація кредитів послаблювали можливості монетарного регулювання НБУ. Значно нижчі процентні ставки за кредитами в іноземній валюті, ніж у національній валюті, витісняли кредитування у гривні, що негативно позначилося на ролі НБУ як кредитора останньої інстанції. Саме в цей період відбулися суттєві зміни і у трансмісійному механізмі, які послабили роль процентного каналу і підвищили важливість валютного і кредитного каналів. Тому важливим чинником вдосконалення механізму монетарної політики вважаємо посилення реакції з боку НБУ на динаміку зовнішніх запозичень банків із застосуванням курсової гнучкості та контрциклічної компоновки резервних вимог.

Підвищення ефективності механізму монетарної політики та його впливу на послаблення фінансової нестабільності можна досягти за рахунок посилення дієвості каналу банківського кредитування в результаті зменшення залежності вітчизняних банків від зовнішніх джерел залучення ресурсів та посилення залежності від операцій рефінансування НБУ, які мають стати більш доступними, але водночас спиратися на ринковий механізм.

Посилення стимулюючого впливу банківського кредитування на економічний розвиток можна досягти за рахунок покращення використання інструменту обов'язкового резервування та операцій з регулювання банківської ліквідності. Зокрема, для підвищення частки строкових ресурсів (особливо довгострокових) в загальному обсязі кредитного портфеля необхідний диференційований підхід щодо встановлення норм обов'язкового резервування,

який враховував би строковість депозитного й кредитного портфелів банків. Підвищення попиту на інвестиційні ресурси може відбуватися під впливом зниження процентних ставок на довгострокові кредити комерційних банків, викликаного зменшенням норм обов'язкового резервування на довгострокові пасиви. Вважаємо, що нарощування обсягів внутрішньої ресурсної бази банків для інвестиційного кредитування може відбутися через підвищення зацікавленості фізичних і юридичних осіб у довгострокових депозитах та зростання рівня довіри до банківської системи, у тому числі за рахунок додаткових державних гарантій вкладникам банків, і зобов'язань на проведення індексацій вкладів у випадках перевищення рівня інфляції величини депозитної процентної ставки. Одночасно стримування швидкого зростання споживчого кредитування, що гальмуватиме інфляційні процеси за рахунок уповільнення зростання споживчого попиту, повинно спиратися на традиційні обмежувальні монетарні акції НБУ.

Враховуючи відсутність тісного зв'язку між операціями регулювання ліквідності банківської системи і станом фінансової нестабільності на протязі переважної частини періоду 2002–2013 рр., а, отже, і відсутність їх дієвого корегуючого впливу на стійкість банківської системи, необхідно перейти до більш гнучкого регулювання ліквідності банківської системи операціями рефінансування і мобілізаційними операціями.

Практика надання кредитів рефінансування у кризовий період за відсутності дієвого контролю з боку НБУ за їх використанням вела не до відновлення кредитування реального сектору економіки й задоволення вимог вкладників банків, а до купівлі банками іноземної валюти і її спрямування за кордон. Таким чином, Національний банк, сприяючи підвищенню ліквідності банківської системи в цілому й окремих банків зокрема, хоча і побічно, впливав на зростання попиту на іноземну валюту і, відповідно, на девальвацію гривні. З метою недопущення подібних ситуацій у майбутньому, вважаємо за доцільне запровадження цільового використання кредитів рефінансування НБУ, наданих для проблемних банків.

Досягнення більш високої ефективності монетарної політики можливе завдяки підвищенню дієвості процентної політики і зростання ролі облікової ставки НБУ, яка в українських реаліях виступає в якості основної ставки. Як засвідчив проведений у другому розділі аналіз, низька дієвість облікової ставки породжена її проциклічною спрямованістю під час економічного зростання, підвищенням величини ставки з появою кризових явищ в світі та відсутністю її змін в розпал кризи в Україні. Невиправданою виявилася і практика використання великої кількості процентного інструментарію з підтримки ліквідності банків із значною волатильністю ставок і різною строковістю операцій, які не створювали чітких орієнтирів для суб'єктів грошового ринку і робили процентну політику малопередбачуваною. Враховуючи зазначені недоліки, необхідно впорядкувати чисельність нестандартизованих інструментів і процентних ставок, вдосконалити механізм їх застосування і дотримуватися правила “вузького процентного коридору”. Ступінь впливу НБУ на динаміку величини процентної ставки на міжбанківському ринку повинен, перш за все, визначатися станом фінансової нестабільності банківської системи.

Вивчаючи ефективність діяльності центральних банків, практику антикризового регулювання, вплив традиційних заходів монетарної політики та їх наслідки для різних груп країн, експерти приходять до висновків, що окремі з них слід “переосмислити із врахуванням еволюції фінансових ринків та їх інтеграції в останні десятиріччя” [2, с. 71–73].

З настанням глобальної фінансової кризи значною мірою посилилась необхідність у переосмисленні принципів регулювання діяльності банків, виробленні нових підходів і методів щодо оцінки системних ризиків, створенні контрциклічних норм достатності капіталу та формуванні резервів на покриття можливих збитків [149; 318]. В цьому плані заслуговують уваги пропозиції щодо підвищення стійкості банківської системи шляхом запровадження необхідних стандартів ліквідності, які б визначали кількісні характеристики мінімальних порогів ліквідності за рахунок: розроблення достатньо простих принципів управління ризиком ліквідності, які дозволятимуть інвесторам і органам

регулювання адекватно оцінювати рівень ліквідності; вироблення обов'язкового міжнародного стандарту мінімального рівня ліквідності, який дозволить банківській системі вистояти при погіршенні економічної ситуації без значної допомоги зі сторони регулятора або держави; прийняття правила про те, що основна частина ліквідних ресурсів повинна складатися із державних облігацій та інших активів, які мають відносно стійку вартість у кризових ситуаціях (центральні банки приймають їх для операцій рефінансування); впровадження у практику роздільного управління ліквідністю у національних філіалах міжнародних банківських об'єднань [94, с. 13–14].

Особливо гострим є питання про переосмислення ролі центрального банку як кредитора останньої інстанції і про відповідність фундаментальних принципів такого кредитування сучасним вимогам. Адже внаслідок серйозних змін, які відбулися в даній галузі під час фінансової кризи, центральні банки були вимушені надавати підтримку вже неплатоспроможному фінансовому інституту (банки стикалися із проблемою дефіциту ліквідності, коли їх платоспроможність знаходилася під загрозою).

Функція кредитора останньої інстанції зобов'язує центральний банк у кризових ситуаціях надавати підтримку ліквідністю окремим системно важливим, але неплатоспроможним інститутам, або ж в цілому фінансовому ринку. Нерішучі або повільні дії центрального банку з появою перших ознак дефіциту ліквідності ведуть до паніки на міжбанківському ринку, екстреного продажу найбільш ліквідних активів і, в кінцевому результаті, до обвалу цін на фінансові і реальні активи. Яскравим прикладом подібного розвитку подій стало банкрутство Промінвестбанку, який за величиною активів у рейтингу посідав 6 місце серед 178 банків (дані НБУ), яке спровокувало банкрутство інших банківських установ в Україні («Родовід Банк», банки «Надра», «Київ» та інші) і посилює кризові явища в економіці країни.

На даний час дискусійним є і питання про спосіб виділення центральним банком кредитів останньої інстанції. Раніше панівною була думка, що навіть у кризових умовах екстрені кредити повинні надаватися через операції на

відкритому ринку або кредитні аукціони, оскільки пряме виділення центральним банком кредитів окремим банкам викривлятиме ринкове ціноутворення і умови конкуренції на фінансовому ринку. Проте глобальна фінансова криза показала, що названі ризики є значно меншими для національної економіки, аніж наслідки від краху системно важливих фінансових інститутів і банкрутств великих комерційних банків. Тому вважаємо правомірними думки експертів, які допускають можливість прямого виділення ліквідності системоутворюючим банкам, від стабільності яких залежить стабільність інших фінансових інститутів і фінансової системи в цілому [313]. На нашу думку, з метою досягнення рівноваги у банківській і грошовій системах надання екстрених кредитів не повинно носити заборонний характер, а тому кредити центрального банку повинні прив'язуватися до ставки докризового рівня, а не до ставки, що формується на ринку з початком паніки.

В силу цих обставин вважаємо, що модель кредитування останньої інстанції НБУ повинна враховувати такі принципи: а) екстрене кредитування повинно надаватися, в першу чергу, системно важливим фінансовим інститутам, тобто вибірково; б) кредити доцільно надавати без штрафних ставок, щоб не підвищувати ринкових ставок і не затримувати кредитних операцій реципієнтів; в) вимоги щодо якості забезпечення повинні враховувати значимість позичальників і глибину стресу фінансової системи країни [107].

Як засвідчує світова практика і проведений нами аналіз, при системній фінансовій кризі інтервенції центральних банків є менш ефективними, адже сфера впливу доступних для них інструментів є значно обмеженою. Причиною цього є те, що “фундаментальні проблеми, які породили системну кризу, знаходяться поза сферою безпосереднього впливу грошово-кредитної політики. Більша частина ринкової ліквідності і ліквідності фінансування навіть у кризових умовах генерується через угоди між приватними особами, які для фінансової системи виступають як екзогенний фактор” [2, с. 80]. На нашу думку, відновлення нормального функціонування фінансового посередництва у приватному секторі можна досягти шляхом купівлі і/або надання кредиту

останньої інстанції в обмін на особливі класи боргів, що виникли на конкретних сегментах ринку. Подібна практика існувала у Великобританії з січня 2009 р. до лютого 2010 р., коли Банк Англії скуповував особливі активи (облігації і векселі) спочатку приватного сектору, а згодом і державні облігації на суму 200 млрд. фунтів стерлінгів, щоб знизити ліквідну і ризикову премії на них і сприяти поверненню на ринок іпотеки корпоративних облігацій і приватних інвесторів.

Світова фінансова криза 2008–2009 рр. засвідчила, що дотримання цінової стабільності є важливою, але вже недостатньою умовою для запобігання руйнівних наслідків і що центральні банки повинні виконувати ще одну основну функцію – забезпечувати фінансову стабільність, за наявності якої “фінансова система ефективна, ... може виконувати всі свої функції і підтримувати нормальне економічне зростання” [93]. А це вимагає нових підходів до регулювання і нагляду на основі вдосконалення інституціональних засад регулювання фінансового сектору шляхом координації діяльності та незалежності регуляторів державної фінансової політики. Зокрема, в країнах-членах ЄС відбувається перехід до інтегрованих систем регулювання фінансового сектору («моделі єдиного регулятора») шляхом об’єднання функцій контролю та регулювання ринків банківських і страхових послуг та цінних паперів. В процесі регулювання і нагляду за діяльністю установ фінансового сектору значно посилюється роль центральних банків. Так, із 27 країн-членів ЄС центральні банки беруть участь у регулюванні та нагляді в 19-ти країнах, у восьми країнах існує єдиний незалежний регулятор і ще у восьми – єдиний регулятор, створений на базі центральних банків (див. додаток М). Як видно із додатку, система єдиного регулятора фінансового сектору в країнах-членах ЄС стала переважаючою з посиленням ролі центральних банків в цих процесах.

На даний час в положеннях про діяльність багатьох центральних банків в якості основних функцій законодавчо закріплено забезпечення фінансової стабільності. В їх структурі створено спеціальний підрозділ з управління фінансовою стабільністю (наприклад, в США – Комітет з управління фінансовою стабільністю - FCOS), якому надано автономний статус, а до його складу входять

представники інших регуляторів, за участю яких приймають рішення на основі розгляду аналітичних даних з питань фінансової стабільності. Даний комітет здійснює роботу за трьома основними напрямками:

- макропруденційний нагляд (моніторинг і аналіз функціонування фінансової системи; відбір індикаторів фінансової стійкості для побудови моделей для обслуговування цілей фінансової стабільності; створення системи превентивних індикаторів, яка вказуватимуть на зміну ситуації в майбутньому);

- розробка плану заходів для виправлення ситуації у випадку погіршення стану фінансової стабільності (розробка системи різноманітних заходів, які потрібно здійснювати в умовах наростання передкризових явищ);

- підготовка плану антикризових заходів, який необхідно запускати для подолання кризи у випадку її настання (план дій банків і фінансової системи загалом для виходу із кризи).

Для послаблення можливих або вже існуючих системних ризиків та проведення більш дієвих антикризових заходів в Україні необхідно здійснити інституціональні перетворення та внести зміни в систему регулювання шляхом поєднання використання інструментів монетарної політики і фінансового регулювання, зокрема:

- посилити контроль за потоками капіталу через кордон країни, за діяльністю системоутворюючих фінансових інститутів і за системними ризиками шляхом запровадження макропруденційного нагляду;

- ввести більш жорсткі пруденційні стандарти (розміри капіталу, левериджу, вимоги до рівня ліквідності, кредитні обмеження) для великих фінансових установ, які вважаються системоутворюючими;

- створити незалежний з автономним статусом комітет з нагляду за фінансовою стабільністю, поклавши на нього відповідальність за виявлення зростання ризиків і прийняття заходів для їх зниження і відновлення стабільності.

Враховуючи світовий і вітчизняний досвід, набутий банківськими системами під час глобальної фінансової кризи, дії НБУ з досягнення економічної стабілізації повинні спрямовуватись на:

– підтримання цін активів, що використовуються в якості застави за кредитами та викуп у фінансових посередників цінних паперів, які забезпечені закладними;

– поєднання використання “стандартних” і “нестандартних” монетарних інструментів з метою підвищення ліквідності банківської системи;

– посилення застосування інструменту “інформування громадськості про наміри” в області монетарної політики та використання ресурсів платників податків під час кризи.

Посилення впливу монетарної політики НБУ на забезпечення макрофінансової стабільності можна досягти за рахунок проведення контрциклічної монетарної політики, яка передбачатиме нагромадження резервів під час економічного зростання з метою їх використання при виникненні фінансових дисбалансів. В умовах настання кризи для відновлення стабільності на національному фінансовому ринку виправданими є використання:

– заходів із забезпечення банківської системи внутрішньою ліквідністю через використання прямих інструментів грошового ринку, системні узгодження з виділення ліквідності і забезпечення ліквідності за рахунок цінних паперів для відновлення стабільності на грошовому ринку;

– заходів із забезпечення банківської системи зовнішньою ліквідністю для пом’якшення дефіциту іноземної валюти;

– політики кредитного пом’якшення для відновлення функціонування кредитного ринку;

– політики кількісного пом’якшення при наближенні офіційної (облікової) процентної ставки до нуля;

– політики балансових рахунків для зупинки падіння сукупного попиту.

Одночасно слід зауважити, що ефективність монетарної політики НБУ в значній мірі визначатиметься станом фінансової залежності країни від кон’юнктури світових ринків та її місцем у світовій торгівлі. Послаблення зовнішнього боргового навантаження і залежності від спекулятивного капіталу, збалансування стану платіжного балансу та розширення надходження фінансових

ресурсів виступатимуть важливими чинниками підвищення дієвості монетарної політики. Проте на ці чинники впливає поведінка й інших органів державної влади. Тому створення необхідних умов для довгострокової макроекономічної стабільності за умов глобальної фінансової нестабільності вимагає значних скоординованих зусиль різних органів державного управління і, насамперед, уряду і Національного банку України.

Висновки до 3 розділу

1. Головними причинами швидкого поширення глобальної фінансової кризи були надто м'який характер монетарної політики в економіках провідних країн світу, посилення впливу глобальних дисбалансів на національні економіки, швидке зростання цін на реальні активи, відсутність координації монетарної і бюджетно-податкової політики та наявність поділу регулятивних і наглядових функцій між центральними банками і урядами, низька якість контролю за системними ризиками і відсутність тісного співробітництва між національними органами нагляду.

2. Світова фінансова криза загострила необхідність переосмислення принципів регулювання діяльності банків, посилила потребу в нових підходах і методах оцінки системних ризиків, створенні контрциклічних норм достатності капіталу і формуванні резервів на покриття можливих збитків та змусила центральні банки перейти від проциклічної до контрциклічної монетарної політики.

3. Неможливість протидіяти поширенню фінансової кризи традиційними антикризовими заходами змусила центральні банки більшості великих економік повернутися до використання елементів неконвенціональної політики, спільно з національними урядами розробляти і реалізовувати нетрадиційні заходи, які за базовою класифікацією поділяються на дві групи: заходи з надання внутрішньої і зовнішньої ліквідності, кредитного і кількісного послаблення та заходи через вплив політики центрального банку на структуру балансових рахунків

приватного сектору і на ринковий показник, що таргетується.

4. Для послаблення негативного впливу короткострокового (спекулятивного) іноземного капіталу на фінансову стабільність в Україні доцільно посилити контроль і регулювання за його рухом, в тому числі шляхом здійснення лімітування суми зовнішньоторговельних зобов'язань банківських установ відносно величини їх капіталу або пасивів, встановлення більш високих нормативів обов'язкового резервування на зобов'язання банків в іноземній валюті та більш жорстких лімітів на відкриті валютні позиції. Здійснення переорієнтації державних запозичень на використання внутрішніх резервів з метою заміщення зовнішніх валютних позик внутрішніми позиками, деномінованими в гривні, зменшить залежність фінансової системи України від мобільності капіталу і коливань обмінних курсів і позитивно впливатиме на фінансову стабілізацію.

5. В посткризовий період спостерігається тенденція переходу країн до «моделі єдиного регулятора» з інтегрованою системою контролю і регулювання за ринками банківських і страхових послуг та цінних паперів. Система єдиного регулятора фінансового сектору із посиленням ролі центральних банків в цих процесах є переважаючою в країнах-членах ЄС та доводить свою ефективність і дану систему доцільно створити в Україні.

Основні положення третього розділу знайшли відображення в публікаціях дисертанта [107; 111; 114; 116; 117; 118; 119; 123; 124; 126].

ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі наведено теоретичні узагальнення і здійснено нове вирішення наукової проблеми, що виявляється у комплексному дослідженні монетарної політики центральних банків за умов фінансової нестабільності та ролі Національного банку України в послабленні процесів дестабілізації фінансово-економічної системи України. Проведене дослідження та отримані результати дали змогу сформулювати висновки теоретичного та практичного характеру, що відображають вирішення основних завдань роботи відповідно до визначеної мети.

1. На основі узагальнення теоретико-методологічних підходів і принципів дослідження фінансової нестабільності конкретизовано категоріальний апарат її аналізу: сутність, причини, форми вияву в історико-еволюційному аспекті та індикатори-передвісники настання кризи. Запропоновано розглядати фінансову нестабільність як сукупність змін, що відбуваються у функціонуванні фінансової системи і ведуть до зниження ефективності виконання нею таких основних економічних функцій, як розподіл ресурсів, передавання ризиків і здійснення платежів, та послаблюють здатність протистояти негативному впливу внутрішніх і зовнішніх шоків на економічну активність, а також суттєво спотворюють механізми монетарної трансмісії. Доведено, що відповідно до нарощування глобалізаційних процесів і фінансової лібералізації відбуватиметься накопичення руйнівного впливу ряду чинників як внутрішнього, так і зовнішнього походження, що зумовить посилення фінансової нестабільності і виникнення кризових явищ.

2. З позиції теоретико-методологічного аналізу взаємозв'язку монетарної політики та фінансової нестабільності встановлено, що ця проблема перебуває у площині визначення впливу монетарної політики на загальну тенденцію до підтримання фінансової стабільності та відповідальності центральних банків за її забезпечення. На основі критичного підходу до існуючих поглядів на ці питання обґрунтовано, що сам факт виникнення та розвитку центральних банків, еволюція

головних цілей, законодавчо закріплених за ними, свідчать про спрямування монетарної політики на подолання фінансової нестабільності. Доведено, що неефективна монетарна політика, яка неспроможна забезпечити стабільність цін, та недовіра до дій центрального банку, особливо в країнах з ринками, що формуються, спричинюють фінансові дестабілізації через канали підвищення процентних ставок, коливання курсу національної валюти, вплив капіталу і спекуляції.

3. В контексті аналізу сутності, причин і особливостей використання неконвенціональних монетарних режимів обґрунтовано, що підвищення глобальної торговельної і фінансової відкритості посилює фінансову нестабільність, звужує площину ефективності стабілізаційної політики і негативно позначається на результативності монетарної політики. З'ясовано, що для подолання високої фінансової нестабільності центральні банки розвинених країн використовують неконвенціональні монетарні режими. Доведено, що в країнах з ринками, що формуються, фінансова нестабільність переважно зводиться до проблеми ефектів переливу коливань глобальної ліквідності, кредитного циклу та флуктуації вартості активів, що передбачає експліцитну реакцію на фінансову нестабільність як більш оптимальну стратегію. Зроблено висновок, що за сучасних умов перехід до поєднання монетарної політики та інструментів макропруденційного регулювання є найбільш теоретично і практично виправданим підходом.

4. Обґрунтовано, що посилення фінансових дисбалансів і фінансової нестабільності в Україні пов'язані з надмірною кредитною експансією. Негативні наслідки кредитного буму виявилися у випереджаючому нарощуванні обсягів зобов'язань банків порівняно з їх власними капіталами, в орієнтації на кредитування поточної діяльності і споживче кредитування з одночасним послабленням вимог щодо забезпечення кредитів, перевищенні обсягів кредитів над депозитами за рахунок зовнішніх запозичень, накопиченні валютних і строкових дисбалансів між депозитною базою і кредитними вкладеннями та значних обсягів приватного короткострокового боргу. У передкризовий та

кризовий період на посилення рівня фінансової нестабільності у банківській системі України здійснював вплив ряд чинників, найвагомішими з яких були: нарощування чистої зовнішньої позиції банківської системи; збільшення частки кредитів в іноземній валюті у сукупних валових кредитах; зростання обсягів недіючих кредитів та погіршення співвідношення депозитів і кредитів.

5. Запропоновано емпіричний метод тестування стану фінансової нестабільності фінансової системи країни на основі інтегрального коефіцієнта фінансової стабільності (нестабільності), який розраховується через коефіцієнти динаміки індикаторів фінансової стійкості. Встановлено, що найбільш чітко про зміну фінансової нестабільності у фінансовій системі України сигналізують індикатори чистої зовнішньої позиції банківського сектору, співвідношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП, співвідношення зовнішнього боргу до валютних резервів і доларизація кредитів. Доведено, що використання цього методу тестування дає змогу підвищити об'єктивність оцінки ефективності монетарних дій Національного банку України.

6. Обґрунтовано, що досягнення визначених цілей монетарної політики залежить від ефективності використання монетарних інструментів, їх гнучкості й узгодженості із загальними механізмами макроекономічного регулювання на різних фазах економічного циклу. Проведений аналіз використання основних інструментів монетарної політики НБУ засвідчив їх незначний вплив на фази економічного циклу і на послаблення фінансової нестабільності внаслідок переважно проциклічного характеру спрямованості їх дії. Найбільшою мірою це стосується регулювання процентних ставок і, зокрема, облікової ставки. Низька дієвість процентного каналу, зумовлена недотриманням правила «вузького процентного коридору», відсутністю основної ставки-орієнтира для суб'єктів ринку та викривленням ролі облікової ставки як орієнтира вартості грошей внаслідок обмеженої кількості проведених за нею монетарних операцій, а також неврахування регулятором змін у фінансовій нестабільності, робить процентну політику недостатньо передбачуваною і послаблює вплив Національного банку України на грошово-кредитний ринок.

7. Досліджено позитивні та негативні ефекти від використання заходів й інструментів монетарної політики центральними банками країн світу для мінімізації і/або подолання наслідків фінансової кризи. Доведено, що для подолання кризових явищ окремі з них доцільно використовувати у практичній діяльності НБУ, зокрема: посилення вимог до ресурсної бази банків, номінованої в іноземній валюті; підвищення ролі довгострокових операцій рефінансування; надання додаткової ліквідності для стабілізації ставок міжбанківського ринку і наближення їх до офіційної (облікової) ставки; розширення переліку активів, що приймаються в якості застави за операціями кредитування; викуп активів комерційних банків та іпотечних облігацій високої кредитної якості за рахунок збільшення балансу центрального банку; державну підтримку через екстрене страхування кредитів; розширення гарантій вкладникам банків. Запропоновано закріпити за НБУ відповідальність за дотримання фінансової стабільності, що обґрунтовується його функціями як кредитора останньої інстанції та гаранта функціонування національної платіжної системи, а також роллю фінансової системи у трансмісії імпульсів монетарної політики до реального сектору економіки.

8. Доведено, що за умов зростання фінансової нестабільності та посилення негативного впливу внутрішніх і зовнішніх чинників на середовище реалізації монетарної політики і дієвість монетарних інструментів виникла гостра потреба в корегуванні монетарної політики Національного банку України. На основі аналізу економічних та інституційних чинників, які послаблюють спроможність використовувати монетарні важелі управління, запропоновано практичні заходи з вдосконалення базової макрофінансової моделі НБУ з її спрямуванням на забезпечення довгострокової макроекономічної та фінансової стабільності шляхом вирішення дилеми між обранням підтримки ліквідності або валютного курсу, вирішення проблеми проциклічності та посилення ролі макропруденційного регулювання.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Азаренкова Г. Основні тенденції розвитку фондового ринку в посткризовий період / Галина Азаренкова, Ірина Шкодінa // Вісник Національного банку України. – 2012. – № 2 (192). – С. 3–7.
2. Андрюшин С. Центральный банк как кредитор последней инстанции: новые вопросы теории денежно-кредитной политики / С. Андрюшин, В. Кузнецова // Вопросы экономики. – 2010. – № 12. – С. 71–73.
3. Банковская система России 2011: тенденции и приоритет посткризисного развития : информ.-аналит. материалы XII Всероссийской банк. конф. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bfi/site/rus/develop/msk_SHORT_2011.
4. Барановський О. І. Фінансові кризи: передумови, наслідки і шляхи запобігання: монографія / О. І. Барановський. – Київ : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2009. – 754 с.
5. Береславська О. І. Депозитні операції банків України: сучасний стан та напрями розвитку / О. І. Береславська, В. А. Овсяник // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики : зб. наук. праць ун-ту банк. справи НБУ. – 2013. – № 1 (14). – С. 54–60.
6. Береславська О. Дисбаланси валютного ринку України / Олена Береславська // Вісник Національного банку України. – 2013. – № 3(205). – С. 3–9.
7. Богдан Т. П. Боргова політика держави в умовах глобальної нестабільності / Т. П. Богдан // Економіка України. – 2013. – № 2. – С. 417.
8. Буковинський С. Досвід використання інструментів рефінансування в монетарній політиці Європейського центрального банку / Станіслав Буковинський, Валерія Корнівська // Вісник Національного банку України. – 2010. – № 3 (169). – С. 7–13.
9. Бюллетень Національного банку України. – 2013. – № 2. – с. 207–208.
10. Вахненко Т. П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових

фінансово-економічних відносин / Т. П. Вахнено. – К. : Фенікс, 2006. – 536 с.

11. Вітчизняна банківська система в умовах глобалізації фінансових ринків (Нотатки з конференції) // Вісник Національного банку України. – 2012. – № 12 (202). – С. 4–8.

12. Вожжов А. П. Об учетной ставке центрального банка / А. П. Вожжов, А. А. Белецкий, И. И. Костенко // Економіка та держава : міжнар. наук.-практ. журнал. – 2010. – № 12. – С. 138–141.

13. Гальчинський А. С. Криза і цикли світового розвитку / А. С. Гальчинський. – К. : АДЕФ-Україна, 2009. – 392 с.

14. Герасименко В. Причини виникнення та форми прояву фінансової кризи в банківській системі України / Віра Герасименко, Раїса Герасименко // Вісник Національного банку України. – 2010. – №7 (173). – С. 12–19.

15. Гребеник Н. Основні віхи у формуванні та проведенні грошово-кредитної (монетарної) політики в Україні. Стаття друга. Розвиток і оптимізація механізмів та інструментів монетарної політики / Наталія Гребеник // Вісник Національного банку України. – 2010. – № 2 (168). – С. 10–15.

16. Гриньков Д. Танго и кеш / Д. Гриньков // Бизнес. – 2007. – № 6. – С. 15.

17. Гуцал І. Вплив глобалізації на розвиток банківської системи України / І. Гуцал, А. Петриків // Економічний аналіз: Ч. 1. – 2012. – Вип. 11. – С. 329–333.

18. Даниленко А. І. Грошово-кредитний ринок України: кризові уроки та короткострокові перспективи / А. І. Даниленко, Н. М. Шелудько // Економіка і прогнозування. – 2010. – № 1. – С. 9–19.

19. Дзюблюк О. Зростання ролі валютної політики в умовах глобальних фінансових дисбалансів / О. Дзюблюк // Банківська справа. – 2012. – № 3. – С. 27–38.

20. Дідківська Т. В. Особливості суверенітету монетарної політики в умовах глобалізації / Т. В. Дідківська // Економічна теорія. – 2009. – № 1. – С. 91–101.

21. Довгань Ж. Фінансова стійкість банківських установ у період

економічної кризи / Жанна Довгань // Вісник Національного банку – 2009. – № 4 (158). – С. 20–26.

22. Довгань Ж. Індикатори та моніторинг фінансової стійкості банківської системи / Жанна Довгань // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 2 (180). – С. 31–41.

23. Дубихвіст О. Якісне оновлення фондів інструментів – передумова подолання проблеми ліквідності ринку облігацій / Олександр Дубихвіст, Володимир Лановий // Вісник Національного банку України – 2012. – № 1(191). – С. 3–6.

24. Енциклопедія банківської справи України / За ред. В. С. Стельмаха. – К. : Молодь, 2001. – 525 с.

25. Ефективне регулювання фінансової системи – запорука подолання кризи (Нотатки з круглого столу) / Р. Підвисоцький. – Вісник Національного банку України. – 2010. – № 12 (178). – С. 36–38.

26. Жигаев А. Ю. Некоторые актуальные вопросы взаимосвязи финансовой стабильности и денежно-кредитной политики (на примере ФРС США) / А. Ю. Жигаев // Деньги и кредит. – 2012. – № 2. – С. 21–32.

27. Закон України «Про Державний бюджет України на 2009 рік» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/835>.

28. Звонова Е. Международное внешнее финансирование в современной экономике. — М. : Экономика, 2000. — 324 с.

29. Зовнішній борг України на кінець 2008 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Balance/Debt/ExtDebt_report_2008.pdf.

30. Зомбарт В. Собрание сочинений. В 3-х т. – Т.1. Буржуа: к истории духовного развития современного экономического человека. – Санкт-Петербург : Владимир Даль, 2005. – 636 с.

31. Івасів І. Вплив іноземних банків на банківську систему України / Ігор Івасів, Роман Корнилюк // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 10 (188). – С. 84–91.

32. Карагодин И. Стабилизационные программы в Латинской Америке /

И. Карагодин // МЭиМО. – 1994. – №3. – С. 83–95.

33. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс. – М. : ЭКОНОВ, 1993. – С. 137–432.

34. Козюк В. В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України / В. В. Козюк. – Тернопіль : Карт-бланш, 2002. — 238 с.

35. Козюк В. В. Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми / В. В. Козюк. – Тернопіль : Астон, 2005. – 320 с.

36. Козюк В. В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності: Монографія / В. В. Козюк. – Тернопіль : Економічна думка, 2009. – 728 с.

37. Козюк В. Фінансовий сектор, валютні резерви та глибина шоку під час глобальної кризи / Віктор Козюк // Світ фінансів. – 2010. – №1. – С. 111–125.

38. Козюк В. В. Глобалізація та макроструктурні імперфекції припливу капіталів / В. В. Козюк // Банківська справа. – 2010. – № 6. – С. 22–36.

39. Козюк В. Валютні резерви в умовах глобальної фінансової кризи та у посткризовій перспективі / Віктор Козюк // Вісник Національного банку України. – 2010. – № 10 (176). – С. 59–65.

40. Козюк В. Макроекономічний аналіз рівня та структури доларизації вітчизняної економіки / Віктор Козюк, Наталія Атамась // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 5 (183). – С. 30–34.

41. Козюк В. Банківський канал монетарної трансмісії: аналіз з позиції глобальної макрофінансової стабільності / Віктор Козюк // Вісник Національного банку України – 2012. – № 1 (191). – С. 34–41.

42. Колобов Ю. Монетарні параметри розвитку економіки України / Юрій Колобов // Вісник Національного банку України. – 2012. – № 4 (194). – С. 3–7.

43. Кругман П. Международная экономика. Теория и практика / Пер. с англ. / П. Кругман, М. Обстфельд. – М. : ЮНИТИ, 1997. — 799 с.

44. Кузнецова А. Я. Удосконалення банківського та небанківського фінансування інноваційної діяльності в Україні : монографія / А. Я. Кузнецова,

Н. Я. Зінько, О. О. Другов. – К. : УБС НБУ, 2009. – 186 с.

45. Лагард К. Глобальные риски усиливаются, но возможности для экономического подъема существуют (Выступление на конференции в Джексон-Хоуле, 27 августа 2011 г.) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/russian/np/speeches/2011/082711r.pdf>.

46. Лагутін В. Д. Стратегічні цілі координації бюджетної та монетарної політики в Україні / В. Д. Лагутін // Фінанси України. – 2011. – № 10. – С. 3–14.

47. Линдерт П. Х. Экономика мирохозяйственных связей : пер. с англ. / П. Х. Линдерт. – М. : Прогресс, 1992. — 520 с.

48. Луців Б. Банківська система України: від зародження світової фінансової кризи до посткризових очікувань / Богдан Луців // Світ фінансів. – 2010. – № 1. – С. 126–131.

49. Лютий І. Фінансово-економічна криза 2008–2010 рр.: деякі чинники та уроки / Ігор Лютий, Ольга Юрчук // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 1 (179). – С. 10–16.

50. Мизес Л. Экономический кризис и его причины. Доклад, подготовленный для Совета немецких промышленников, был прочитан им на заседании Совета 28 февраля 1931 года [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.liberty-belarus.info/content/view/186/38>.

51. Мищенко С. В. Новые тенденции в монетарной политике и регулирование финансовых систем / С. В. Мищенко // Финансы и кредит. – 2010. – № 40 (424). – С. 223–29.

52. Моисеев С. Политэкономия финансовой репрессии / С. Моисеев // Вопросы экономики. – 2002. – №12. – С. 36–50.

53. Мониторинг финансовой стабильности в развивающихся экономиках (на примере России) / Трунин П. В., Каменских М. В. – М. : ИЭПП, 2007. – 106 с.

54. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін. / За ред. В. С. Стельмаха. – К. : УБС НБУ, 2009. – 404 с.

55. Науменкова С., Міщенко С. Основні напрями координації грошово-кредитної та бюджетно–податкової політики / Світлана Науменкова, Світлана

Міщенко // Вісник Національного банку України. – 2012. – № 5 (195). – С. 13–21.

56. Новий курс реформ в Україні. 2010–2015: національна доповідь / За ред. В. М. Гейця та ін. – К. : 2010. – 232 с.

57. Основні показники діяльності банків України на 1 січня 2007 року // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 2 (132). – С. 50.

58. Основні показники діяльності банків України на 1 січня 2011 року // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 2 (180). – С. 27.

59. Основні тенденції валютного ринку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend_v/index.htm.

60. Отчет о финансовой стабильности Казахстана 2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nationalbank.kz>.

61. Пекарский С. Э. Взаимодействие фискальной и монетарной политики в экспортоориентированной экономике / С. Э. Пекарский, М. А. Атаманчук, С. А. Мерзляков. – М. : ГУ ВШЭ, 2007. – 80 с.

62. Перспективы развития мировой экономики. Бюллетень МВФ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/texttr.pdf>.

63. Підвисоцький Р. Ефективне регулювання фінансової системи – запорука подолання кризи / Роман Підвисоцький // Вісник Національного банку України. – 2010. – №12 (178). – С. 36–38.

64. Підсумки діяльності банків України на 01.01.2009 р. (за даними щоденного балансу) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.bank.gov.ua.

65. Повідомлення для преси. Про ситуацію на валютному ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov/inf_mat/Pres_service/2009/valut_rynok.pdf.

66. Подколотина И. А. Антикризисная политика монетарных властей зоны евро. / И. А. Подколотина // Деньги и кредит. – 2010. – № 10. – С. 51–60.

67. По мере усиления рисков снижения роста налогово-бюджетная политика не должна сбиться с пути [Електронний ресурс]. – Режим доступу:

<http://www.imf.org/external/russian/pubs/ftlmf/2012/update/01/01/22.pdf>.

68. Пороховський А. О. Економічна криза: природа, шляхи і методи її подолання / А. О. Пороховський // Економіка України. – 2010. – № 1. – С. 4–18.

69. Постанова Правління Національного банку України «Про затвердження Положення про процентну політику Національного банку України» від 18.08.2004 р. № 389 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon1.rada.gov.ua>.

70. Постанова Правління Національного банку України «Про затвердження Положення про регулювання Національним банком України» від 30.04.2009 р. № 259 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon1.rada.gov.ua>.

71. Постанова Правління Національного банку України «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України» від 27.08.2009 р. № 511 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0846-09>.

72. Постанова Правління Національного банку України «Про деякі питання регулювання грошово-кредитного ринку» від 29.09.2009 р. № 567 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/v0567500-09>.

73. Постанова «Про порядок рефінансування банків у період фінансово-економічної кризи» від 29 січня 2009 р. № 44 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/44-2009-%D0%BF>.

74. Проблемы с качеством активов замедляют темп восстановления украинской банковской системы / Standard's & Poor's [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.standardpoors.ru/article.php?pubid=6741&sec=an>.

75. Про деякі питання регулювання грошово-кредитного ринку. / Постанова Правління Національного банку України від 16.06.2011 р. № 195 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.search.ligazakon.ua/1_doc2.nsf/link1/PB11007.html.

76. Пустовійт Р. Чинники вдосконалення вітчизняної монетарної політики в умовах зовнішніх та внутрішніх загроз / Р. Пустовійт // Економіка України. – 2010. – № 8. – С. 63–76.

77. Рейнхарт К. На этот раз все будет иначе. Восемь столетий финансового безрадудства / К. Рейнхарт, К. Рогофф. – М. : ООО “Карьера Пресс”, 2011. – 528 с.

78. Розенау Дж. Турбулентность в мировой политике [Электронный ресурс] / Джеймс Розенау – Режим доступа: <http://docs.google.com/viewer?a=v&g=cache:poQCsIfHD8J:sr1.narod.ru/rozenauturbulentnost.doc>].

79. Румянцева Е. Е. Новая экономическая энциклопедия. 2-е изд. / Е. Е. Румянцева – М. : ИНФРА – 2006. – 810 с.

80. Савченко Т. Циклічність економічних процесів та вплив Національного банку України на фази економічних циклів / Тарас Савченко // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 6 (184). – С. 38–44.

81. Сидоренко О. Ю. Окремі підходи до відбору та використання індикаторів-передвісників фінансової нестабільності / О. Ю. Сидоренко // Вісник університету банківської справи НБУ. – 2011. – № 3 (12). – С. 6–12.

82. Смит В. Происхождение центральных банков / В. Смит. — Тверь : Институт национальной модели экономики, 1996. — 283 с.

83. Сомик А. В. Умови середовища банківської системи в Україні / А. В. Сомик // Фінанси України. – 2009. – № 6. – С. 39–52.

84. Сомик А. Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в період кризи: кредитний та процентний канали / Анжеліка Сомик // Вісник Національного банку України. – 2010. – № 10 (176). – С. 24–32.

85. Сорос Дж. Криза глобального капіталізму: (Відкрите суспільство під загрозою): пер. з англ. / Дж. Сорос. – К. : Основи, 1999. – 259 с.

86. Сорос Дж. О глобализации: пер. с англ. / Дж. Сорос. – М. : Эксмо, 2004. – 224 с.

87. Сочнев А. Знать бы прикуп... [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://bankir.ru/analytics/nadzor/7/>.

88. Стан міжбанківського кредитного ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу http://www.bank.gov.ua/Inf_mat/Pres_serv_ice/2009/inf_pro_timch_adm_240409.pdf.

89. Сухоруков А. И. Проблемы финансовой безопасности страны: монография / А. И. Сухоруков. – НПМБ, 2005. – 140 с.
90. Трунин П. В., Каменских М. В. Мониторинг финансовой стабильности в развивающихся экономиках (на примере России) / П. В. Трунин, М. В. Каменских. – М. : ИЭПП, 2007. – 106 с.
91. Туган-Барановский М. И. Периодические промышленные кризисы. История английских кризисов. Общая теория кризиса сов / М. И. Туган-Барановский – М. : Наука – РОССПЭН, 1997. – С. 277–330.
92. Український фондовий ринок: впевненість, стійкість та зростання [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.nssmc.gov.ua/user_file/content/58/1340015412.pdf].
93. Унковська Т. Є. Системне розуміння фінансової стабільності: розв'язання парадоксів / Т. Є. Унковська // Економічна теорія. – 2009. – № 1. – С. 14–33.
94. Улюкаев А. Глобальная нестабильность и реформа финансовой сферы России. / А. Улюкаев, М. Куликов // Вопросы экономики. – 2010. – № 9. – С. 4–14.
95. Федорова Е. Прогнозирование финансовых кризисов с помощью индикаторов: особенности развивающихся стран / Е. Федорова, М. Лукашевич // Вопросы экономики. – 2011. – № 12. – С. 35–45.
96. Федякина Л. Н. Мировая внешняя задолженность: теория и практика урегулирования / Л. Н. Федякина. — М. : Дело и Сервис, 1998 — 304 с.
97. Финансовый кризис и провалы современной экономической науки // Вопросы экономики. – 2010. – № 6. – С. 10–25.
98. Формування вартості кредитів у країнах з перехідною економікою та вплив на неї облікової ставки : інформ.-аналіт. матеріали / За ред. О. І. Кіреєва. – Київ : Центр наукових досліджень НБУ, 2004. – 86 с.
99. Фридмен М. Количественная теория денег: пер. с англ. / М. Фридмен. – М. : Эльф-пресс, 1996. – 131 с.
100. Фридмен М. Инфляция и безработица: горизонты новой политики

(тезисы нобелевской лекции): пер. с англ. / М. Фридмен // Если бы деньги заговорили. – 1999. – С. 147–150.

101. Фридмен М. Роль монетарной политики: пер. с англ. / М. Фридмен // Если бы деньги заговорили. – 1999. – С. 126–146.

102. Хрестоматия экономической теории / Под ред. Е. Ф. Борисова. – М. : Юрист, 2000. – 509 с.

103. Чалдаева А. А., Килячков А. А. Унифицированный подход к описанию природы экономических циклов / А. А. Чалдаева, А. А. Килячков // Финансы и кредит. – 2012. – № 45 (525). – С. 2–8.

104. Чемодуров О. Развитие фондового рынка в условиях кризиса. / Александр Чемодуров // Вісник Національного банку України. – 2010. – № 12 (178). – С. 10–14.

105. Черкашина К. Ф. Підходи до визначення оптимальної структури золотовалютних резервів / К. Ф. Черкашина // Наука й економіка : наук.-теорет. журнал Хмельницького екон. ун-ту: Т. 1. – Вип. 4 (28). – Хмельницький, 2012. – С. 86–90.

106. Чирак І. Вплив фінансової кризи на банківську систему України / Ірина Чирак // Економічний аналіз: зб. наук. праць / За ред. С. І. Шкарабана. – 2011. – Вип. 8. – Ч. 1. – С. 421–424.

107. Чирак І. Переосмислення принципів кредитування і функцій центрального банку в умовах посилення фінансової нестабільності / Ірина Чирак // Наука молода: зб. наук. праць молод. вчених ТНЕУ / За ред. Б. П. Адамика. – 2011. – Вип. 15-16. – С. 254–258.

108. Чирак І. Фінансова нестабільність: суть, причини виникнення і форми прояву / Ірина Чирак // Світ фінансів. – 2012. – Вип. 2. – С. 63–73.

109. Чирак І. М. Особливості реалізації монетарної політики в країнах з ринками, що розвиваються / І.М. Чирак // Наукові записки: зб. наук. праць. Серія: Економіка / За ред. І. Д. Пасічника. – Острог : Вид-во Націон. ун-ту “Острозька академія”, 2012. – Вип. 20. – С. 47–51.

110. Чирак І. М. Моніторинг фінансової нестабільності: основні моделі та

індикатори-передвісники фінансових криз / І. М. Чирак // Сталий розвиток економіки. – 2012. – Вип. 4 (14). – С. 41–47.

111. Чирак І. М. Ефективність використання інструментів грошово-кредитної політики Національним банком України за умов фінансової нестабільності / І. М. Чирак // Інноваційна економіка. – 2013. – Вип. 4 (42). – С. 261–267.

112. Чирак І. Н. Монетарная политика и финансовая нестабильность: особенности связи в странах с формирующимися рынками / В. В. Козюк, І. Н. Чирак // Финансы и кредит. – 2013. – № 19 (547). – С. 19–27.

113. Чирак І. М. Теоретичні проблеми взаємозв'язку між монетарною політикою та фінансовою нестабільністю / В. В. Козюк, І. М. Чирак // Журнал європейської економіки. – 2013. – № 4. – С. 249–264.

114. Чирак І. М. Світовий досвід використання інструментів монетарної політики в період фінансових криз / І. М. Чирак // Науковий вісник: Фінанси, банки, інвестиції. – 2013. – № 4 (23). – С. 69–75.

115. Чирак І. Причини фінансової нестабільності / І. Чирак // Економічний і соціальний розвиток України в ХХІ ст.: національна ідентичність та тенденції глобалізації : зб. тез доп. за матеріалами VII Міжнар. наук.-практ. конф. молодих вчених, 25–26 лют. 2010 р.: Ч. 2. – Тернопіль : Екон. думка, 2010. – С. 233–235.

116. Чирак І. Кредитна експансія українських банків як головна причина кризи банківської системи / І. Чирак // Економічний і соціальний розвиток України в ХХІ столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації : зб. тез доп. VIII Міжнар. наук.-практ. конф. молод. вчених, 24–25 лют. 2011 р.: Ч.2. – Тернопіль : Екон. думка, 2011. – С. 205–207.

117. Чирак І. М. Роль монетарної політики в подоланні фінансової нестабільності / І. М. Чирак // Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки : тези доп. наук.-практ. конф., 11–12 трав. 2011 р. – Тернопіль : ТНЕУ, 2011. – С. 57–58.

118. Чирак І. М. Використання нетрадиційних заходів монетарної політики для послаблення фінансової нестабільності / І. М. Чирак // Теорія і

практика сучасної економіки : матеріали XII Міжнар. наук.-практ. конф., 5–7 жовт. 2011 р. – Черкаси : ЧДТУ, 2011. – С. 97–100.

119. Чирак І. М. Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України в посткризовий період / І. М. Чирак // Теория и практика экономики и предпринимательства : материалы VIII Междунар. научно-практ. конф., 19–21 мая 2011 г. – Симферополь, 2011. – С. 83–84.

120. Чирак І. Вплив інноваційних фінансових продуктів на економічну нестабільність / І. Чирак // Перспективи розвитку фінансової системи України: матеріали всеукр. наук.-практ. конф., 19–20 квіт. 2012 р. – Тернопіль : ТНЕУ, 2012. – С. 87–89.

121. Чирак І. М. Втрата довіри до грошей як причина посилення фінансової нестабільності / І.М. Чирак // Фінансова система України: становлення та розвиток: матеріали наук.-практ. конф., 19–20 трав. 2012 р. – Острого : Вид-во Нац. ун-ту «Острозька академія», 2012. – С. 159–162.

122. Чирак І. М. Вплив глобалізаційних процесів на розвиток фінансового ринку України: позитивні та негативні сторони / І. М. Чирак, В. В. Козюк // Україна у світовому інтеграційному просторі: економічні, соціальні, політичні, екологічні та правові проблеми : матеріали Всеукр. наук.-практ. інтернет-конф. студ., аспір. та молод. вчених, присвяч. 20-річчю ДонДУУ, 17–18 квіт. 2012 р. – Донецьк, 2012. – С. 67–70.

123. Чирак І. Вплив кредитного механізму монетарної політики на економічне зростання / І. Чирак // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика : зб. тез доп. VII Міжнар. наук.-практ. конф., 24–25 трав. 2012 р.: Т. 2. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2012. – С. 196–198.

124. Чирак І. М. Посткризові умови функціонування банківської системи України: проблеми та шляхи їх вирішення / І. М. Чирак // Методы и модели фінансового забезпечення устойчивого экономического развития : материалы Всеукр. научно-практ. конф., 5–8 сентября 2012 г. – Севастополь : СевНТУ, 2012. – С. 216–218.

125. Чирак І. М. Нестабільність фінансової системи України: причини

та особливості прояву за умов глобалізації / І. М. Чирак // Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України : зб. матер. ІХ Міжнар. наук.-практ. конф., 25–26 жовт. 2012 р. – Київ, 2012. – С. 287–289.

126. Чирак І. М. Контроль за рухом іноземного капіталу як важлива складова грошово-кредитного механізму забезпечення довгострокової макроекономічної стабільності в Україні / І. М. Чирак // Финансовый механизм и учетно-аналитическое обеспечение устойчивого экономического развития : материалы Всеукр. научно-практ. конф., 4–7 сентября 2013 г. – Севастополь : СевНТУ, 2013. – С. 152–154.

127. Чирак И. Н. Теоретические и практические аспекты оценки уровня финансовой нестабильности / Ирина Николаевна Чирак // Azerbaijan State University of Economic Scientific Reviews. – 2013. – Vol. 1. – P. 20–31.

128. Чуб О. Банківські кризи: теоретичні та прикладні аспекти / Олена Чуб // Вісник Національного Банку України – 2010. – № 3 (169). – С. 22–26.

129. Чухно А. А. Основи економічної теорії: підручник / А. А. Чухно, П. С. Єщенко, Г. Н. Климко та ін.; За ред. А. А. Чухна. – К. : Вища школа, 2001. – 606 с.

130. Чухно А. Сучасна фінансово-економічна криза: природа, шляхи і методи її подолання / А. Чухно // Економіка України. – 2010. – № 1. – С. 4–18.

131. Чухно А. С. Сучасна фінансово-економічна криза: природа, шляхи і методи її подолання / А. Чухно // Економіка України. – 2010. – № 2. – С. 4–13.

132. Чьи советы лучше? Представления австрийской школы экономики [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://liberty-belarus.info/content/view/162/381>.

133. Шаров О. Дихотомія Маркса-Спенсера як причина світової фінансової кризи / Олександр Шаров // Вісник Національного банку України. – 2010. – № 10. – С. 18–23.

134. Шевчук В. Економічні реформи у Латинській Америці: від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання / В. Шевчук. – Львів : Каменяр, 1999. – 319 с.

135. Шинкарук Л. В. Макроекономічні передумови та перебіг економічної кризи в Україні / Л. В. Шинкарук // Економічна теорія. – 2010. – № 2. – С. 61–69.
136. Щербакова О. Перспективи грошово-кредитної політики на етапі посткризового відновлення економіки України / Олена Щербакова // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 8 (186). – С. 4–8.
137. Agenor P.-R. Macroeconomic Stability, Financial Stability, and Monetary Policy Rules / Piere-Richard Agenor, Luiz Awazu Pereira da Silva // FERDi Working Paper. – 2011. – № 29. – P. 1–35.
138. Aizenman J. International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence / J. Aizenman, J. Lee // IMF Working Paper. – 2005. – wp/05/198. – P. 1–17.
139. Aizenman J. Financial Versus Monetary Mercantilism: Long-Run View of Large International Reserves Hoarding / J. Aizenman, J. Lee // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/280. – P. 1–22.
140. Aizenman J. Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture / Joshua Aizenman // NBER Working paper. – 2007. – № 13277. – P. 3–19.
141. Aizenman J., Hutchinson M. Exchange Market Pressure and Absorption by International Reserves: Emerging Markets and Fear of Reserve Loss During the 2008-2009 Crisis / J. Aizenman, M. Hutchinson // NBER Working Paper. – 2010. – № 16260. – P. 1–21.
142. Allen M. A Balance Sheet Approach to Financial Crisis / M. Allen, Ch. Rosenberg, Ch. Keller, B. Setser, N. Roubini // IMF Working Paper. – 2002. – WP/02/210. – P. 1–63.
143. Altundas Y. Does Monetary Policy Affect Banking Risk-taking? / Y. Altundas, L. Gambacorta, D. Marques-Ibanez // BIS Working Paper. – 2010. – № 298. – P. 1–35.
144. Apoteker Barthelemy. Genetic Algorithms and Financial Crises in Emerging Markets Thierry. – 2001. – № 7. – P. 7.

145. Artera C. Exchange Rate Regimes and Financial Dollarization: Does Flexibility Reduce Bank Currency Mismatches? / C. Artera // Center for International and Development Economics Research Working Paper. – 2002. – № 123. – P. 1–62.

146. Aspachs O. Towards a measure of financial fragility / O. Aspachs, C. Goodhart, D. Tsomocos, L. Zicchino // *Annals of Finance*. – 2007. – Vol. 3. – № 1. – P. 37–74.

147. Baqueiro A. Fear of Floating or Fear of Inflation? The Role of Exchange Rate Pass-Through / A. Baqueiro, A. Diaz de Leon, A. Torres // *BIS Papers*. – 2003. – № 19. – P. 338–354.

148. Barajas A. Dollarization of Liabilities: Beyond the Usual Suspects / A. Barajas, A. Morales // *IMF Working Paper*. – 2003. – WP/03/11. – P. 1–41.

149. Basel Committee on Banking Supervision (2010): Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer, December [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.bis.org/publ/bcbs187.pdf>.

150. Benford J. Quantitative Easing / James Benford, Stuart Berry, Kalin Nikolov and Chris Young // *Bank of England Quarterly Bulletin*. – 2009. – № 2. – P. 90–100.

151. Berkmen P. Exchange Rate Policy and Liability Dollarization: What Do the Data Reveal About Causality? / P. Berkmen, E. Cavallo // *IMF Working Paper*. – 2009. – WP/09/33. – P. 1–38.

152. Bernanke B. Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression / Ben Bernanke // *American Economic Review*. – 1983. – Vol. 73. – P. 257–276.

153. Bernanke B. The Macroeconomics of Great Depression: A Comparative Approach / Ben Bernanke // *Journal of Money, Credit, and Banking*. – 1995. – Vol. 27. – P. 1–28.

154. Bernanke B. The Financial Accelerator and the Flight to Quality / B. Bernanke, M. Gertler, S. Gilchrist // *The Review of Economics and Statistics*. – 1996. – Vol. 78. – P. 1–15.

155. Bernanke B. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?

/ B. Bernanke, F. Mishkin // *Journal of Economic Perspectives*. – 1997. – № 11. – P. 97–116.

156. Bernanke B. Inflation forecasts and Monetary Policy / B. Bernanke, M. Woodford // *Journal of Money, Credit, and Banking*. – 1997. – Vol. 29. – № 4. – P. 663–684.

157. Bernanke B. Monetary Policy and Asset Price Volatility / B. Bernanke, M. Gertler // *Fed of Kansas City Economic Review*. – 1999. – 4th quarter. – P. 17–51.

158. Bernanke B. The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework / B. Bernanke, S. Gilchrist // *Handbook of Macroeconomics* / Ed. by J. Taylor and M. Woodford. – 1999. – Vol. 1. – P. 1341–1393.

159. Bernanke B. Crisis and the Policy Response / Ben Bernanke // *Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, 13 Jan., 2009* [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>.

160. Bernanke B. Semiannual Monetary Policy Report to the Congress before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives. Washington. D.C. July 21, 2009. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/newseent/testmony/bernanke20090721a.htm>.

161. Blanchard O. Cracks in the System (Repairing the damaged economy) / Olivier Blanchard // *Finance & Development*. – 2008. – December. – P. 8–10.

162. Blanchard O. The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies / Olivier Blanchard // *IMF Working Paper*. – 2009. – № 80 – P. 1–24.

163. Blanchard O. Rethinking Macroeconomic Policy / O. Blanchard, G. Dell’Ariccia, P. Mauro // *IMF Staff Position Note*. – 2010. – SPN/10/03. – P. 1–18.

164. Bolle de M. The level and Composition of Public Sector Debt in Emerging Market Crises / Bolle de M., B. Rother, I. Hakobyan // *IMF Working Paper*. – 2006. – WP/06/186. – P. 1–35.

165. Bordo M. The Importance of Stable Money: Theory and Evidence / M. Bordo, A. Schwatz // *Cato Journal*. – 1983. – Vol. 3. – №1. – P. 63–83.

166. Bordo M. Foreign Capital and Economic Growth in the First Era of

Globalization / M. Bordo, Ch. Meissner // NBER Working Paper. – 2007. – № 13577. – P. 1–51.

167. Bordo M. Monetary Policy Regimes, the Gold Standard, and the Great Depression / Michael de Bordo // NBER Research Summary. – 2000. – P. 1–4.

168. Borio C. A Tale of Two Perspectives: Old and New Challenges for Monetary Policy / C. Borio, W. English, A. Filardo // BIS Papers. – 2003. – № 19. – P. 1–59.

169. Borio C. Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes / C. Borio, W. White // BIS Working Paper. – 2004. – № 147. – P. 1–51.

170. Borio C. Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back From the Wilderness? / C. Borio, Ph. Lowe // BIS Working Paper. – 2004. – № 157. – P. 1–51.

171. Borio C. Back to the Future? Assessing the Deflation Record / C. Borio, A. Filardo // BIS Working Paper. – 2004. – № 152. – P. 1–61.

172. Borio C. Unconventional Monetary Policies: An Appraisal / C. Borio, P. Disyatat // BIS Working Paper. – 2009. – № 292. – P. 1–29.

173. Bracke T. A Framework for Assessing Global Imbalances / T. Bracke, M. Bussiere, M. Fidora, R. Straub // ECB Occasional Paper. – 2008. – № 78. – P. 1–53.

174. Brief Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.banking.senate.gov/public/_files/070110_Dodd_Frank_Wall_Street_Reform_comprehensive_summary_Final.pdf.

175. Brousseau V. Monetary Policy and Fears of Financial Instability / V. Brousseau, C. Detken // ECB Working Paper. – 2001. – № 89. – P. 1–40.

176. Brunner K. The Monetary Mechanism: Markets for Assets / K. Brunner, A. Meltzer // Money and the Economy: Issues in Monetary Analysis. – Cambridge University Press: Cambridge, 1988. – P. 24–58.

177. Bunda I. Signals from Housing and Lending Booms / I. Bunda, Ca'Zorzi

// *Emerging Markets Review*. – 2010. – Vol. 11. – No 1. – P. 1–20.

178. Burnside C. Hedging and Financial Fragility in Fixed Exchange Rate Regimes / C. Burnside, M. Eichenbaum, S. Rebelo // *NBER Working Paper*. – 1999. – № 7143. – P. 1–46.

179. Bussiere M. Chronicle of Currency Collapses: Re-examining the Effects on Output / M. Bussiere, S. Saxena, C. Tovar // *ECB Working Paper*. – 2010. – № 1226. – P. 1–54.

180. Caballero R. On the Macroeconomics of asset Shortages / R. Caballero // *NBER Working Paper*. – 2006. – № 12753. – P. 1–16.

181. Caballero R. An Equilibrium Model of “Global Imbalances” and Low Interest Rates / R. Caballero, E. Farhi, P.-O. Gourinchas // *NBER Working Paper*. – 2006. – № 11996. – P. 1–24.

182. Calvo G. Temporary Stabilization: Predetermined Exchange Rates / G. Calvo // *Journal of Political Economy*. – 1986. – № 94. – P. 1319–1329.

183. Calvo G. Capital Flows and Exchange Rate in Latin America: The Role of External Factors / G. Calvo, L. Leiderman, C. Reinhart // *IMF Staff Papers*. – 1993. – Vol. 40. – № 1. – P. 108–150.

184. Calvo G. Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s / G. Calvo, L. Leiderman, C. Reinhart // *Journal of Economic Perspectives*. — 1996. — April. – P. 123–140.

185. Calvo G. Capital-Market Crises and Economics Collapse in Emerging Markets: An Informational-Frictional Approach / G. Calvo, E. Mendoza // *American Economic Review: Papers and Proceedings*. – 2000. – May. – P. 54–72.

186. Calvo G. Fear of Floating / G. Calvo, C. Reinhart // *NBER Working Paper*. – 2000. – № 7993. – P. 378–408.

187. Calvo G. Fixing for Life / G. Calvo, C. Reinhart // *NBER Working Paper*. – 2000. – № 8006. – P. 1–64.

188. Capital Flows to Emerging Markets: Recent Trends and Potential Financial Stability Implications // *Bank of England Financial Stability Review*. – 2005. – Dec. – P. 94–102.

189. Caprio G. Bank Insolvencies: Cross-Country Experience / Caprio G., Klingebiel D. // World Bank Policy Research Paper. – 1996. – No 1620.
190. Caramazza F., L. Ricci and R. Salgado. Trade and financial contagion in currency crises // IMF Working paper 00/55. March 2000; Tornell A. Common fundamentals of the Tequila and Asian crises // NBER Working Paper No 7139, 1999.
191. Cayazzo J., Garcia Pascual A., Gutierrez E., Heysen S. Toward an Effective Supervision of Partially Dollarized Banking Systems // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/32. – P. 1–50.
192. Ca'Zorzi M., Hahn E., Sanenhez M. Exchange Rate Pass-through in Emerging Markets // ECB Working Papers. — 2007. — № 739. — P. 1–33 .
193. Cecchetti S., Ehrman M. Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes // NBER Working Paper. – 1999. – № 7426. — P. 1–35.
194. Cecchetti S., Genberg H., Lipsky J., Wadhvani S. Asset Prices and Central Bank Policy // ICMB/CEPR Report. – 2000. – № 2. – P. 1–14.
195. Cecchetti S.G., Disyatat P. Central Bank Tools and Liquidity Shortages // FRBNY Economic Policy Review. – 2010. – August. – P. 29–42.
196. Central Bank Exit Policies. Kohn D.L. At the Cato Institute's Shadow Open Market Committee Meeting. Washington, D.C. – 2009. – September 30.
197. Cerra V., Saxena S. Did output recover from Asian Crises? // IMF Working papers. – 2001. – No 57/01.
198. Chairman Bernanke Ben S. Causes of the Recent Financial and Economic Crisis Before the Financial Crisis Inquiry Commission. Washington. D.C. September 2. 2010. – 149 p.
199. Christoph Duenwald, Nikolay Gueorguiev, Andrea Schaechter. Too Much of a Good Thing? Credit Booms in Transition Economies: The Cases of Bulgaria, Romania, and Ukraine / IMF Working Paper, June 2005. – 33 p.
200. Clarida R., Gali J., Gertler M. The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective // Journal of Economic Literature. – 1999. – № 37(4). – P. 1661–1707.

201. Claudio B., Shim I. What Can (Macro-) Prudential Policy Do to Support Monetary Policy? // BIS Working Papers. 2007. No 242.
202. CMA Global Sovereign. Credit Risk Report. – 2012. – 3rd Quarter [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cmavision.com>.
203. Colander D., Follmer H., Haas A., Goldberg M., Juselius K., Kirman A., Lux T. and Sloth B. The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics // Kiel Working Paper 1489 | February 2009.
204. Collyns C. The Crisis through the lens of History // Finance and Development. – 2008. – December. – P. 18–20.
205. Coping with crisis: The management of disasters, riots and terrorism / (Eds) U.Rosental, M.Charles. P.t’Hart. – Springsfeld: Charles C. Tomas, 1989.
206. Corsetti G., P. Pesenti and N. Roubini. Paper tigers? A model of the Asian crisis // NBER Working Paper No 6783. November 1998.
207. Crockett A. The Theory and Practice of Financial Stability // GEI Newsletter Issue. Global Economic Institutions. – 1997. – № 6.
208. Demirguc-Kunt A. Financial liberalization and financial fragility / Demirguc-Kunt A., Detragiache E. // Prepared for the 1998 World Bank Annual Conference on Development Economics. – 1998.
209. Deutsche Bundesbank: Financial Stability Review, November 2006 [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.volkswirtschaft/finanzstabilitaetsberichte/financialstabilityreview2006.pdf>.
210. Domanski D. and T. NG (2011): “Getting effective macroprudential policy on the road: eight propositions”, paper prepared for the Joint conference of the Bank of Korea and Bank for International Settlements on Macroprudential regulation and policy, 17–18 January, Seoul.
211. Drehman M. (2010): “Countercyclical capital buffers: exploring options” / M. Drehman, C. Borio, L. Gambacorta, G. Jimenez and C. Trucharte // BIS Working Paper. – № 317. – P. 11–17.
212. Durdu C.B., Mendoza E., Terrones M. Precautionary Demand for Foreign Assets in Sudden Stop Economies: An Assessment of the New Merchantilism //

IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/146. – P. 1–54.

213. Duttagupta R., Cashin P. The Anatomy of Banking Crises // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/93. – P. 1–39.

214. ECB Statistical Data Warehouse [Электронный ресурс]. – Режим доступа:http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122/ICP.M.U2.N.000000,4,AND&periodSortOrder/ASC.

215. ECB Weekly Bulletin, June 2008. Euro Area Statistics. Tables 2.4.1.

216. Eichengreen B., Hausmann R. Exchange Rate and Financial Fragility // NBER Working Paper. — 1999. — № 7418. — P. 1–54.

217. Eichengreen B. Toward A New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agend. — Wash. D.C.: Institute for International Economy, 1999. — 216 p.

218. Eichengreen B., Bordo M. Crises Now and Then: What Lessons From the Last Era of Financial Globalization? // NBER Working Paper. — 2002. — № 8716. — P. 1–55.

219. Eichengreen B. Financial Stability // Memorandum on Behalf of the International Task Force on Global Public Goods. – 2004. – Jan. 26. – P. 6.

220. Eichengreen B., Kletzer K., Mody A. The IMF in a World of Private Capital Markets // IMF Working Paper. — 2005. — wp/05/84. – P. 1–48.

221. Eichengreen B. Global Imbalances: The New Economy, the Dark Matter, the Savvy Investors and the Standard Analysis // University of California, Berkeley, 2006. – March. – P. 1–15.

222. Eichengreen B. Exchange Rate Regimes and Capital Mobility: How Much of the Swoboda Thesis Survives? // NBER Working Paper. – 2008. – № 14100. – P. 1–22.

223. English W., K. Tsatsaronis and E. Zoli (2005): “Assessing the predictive power of measures of financial conditions for macroeconomic variables”, BIS Paper, No 22. – P. 228–252.

224. European Central Bank // Monthly Bulletin. September – 2009

[Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb200909en.pdf>.

225. European Central Bank // Monthly Bulletin. September – 2012. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201209en.pdf>.

226. Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. — 2001. — № 193. — P. 1–61.

227. Faust J., Rogers J., Wright J. An Empirical Comparison of Bundesbank and ECB Monetary Policy Rules // Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. — 2001. — №705. // www.federalreserve.gov.

228. Ferguson R. Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective? // Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16–17, 2002. — P. 1–12.

229. Financial Stability in Dollarized Economies // IMF Occasional Paper. – 2004. – № 230. – P. 1–29.

230. Financial Stability in Emerging Markets: Dealing with Global Liquidity / Ed. By U.Volz. – Bonn: Deutsches Institut fur Entwicklungspolitik. – 2012. – 74 p.

231. Fiscal Sustainability and Fiscal Rules Remarks by Bernanke Ben S. Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System at the Annual Meeting of the Rhode Island Public Expenditure Council Providence. Rhode Island. 2010. – October 4.

232. Fisher I. The Debt-Deflation Theory of Great Depression // *Econometrica*. – 1933. – Vol.1, October – p. 337–357.

233. Fischer St. Modern Approaches to Central Banking // NBER Working Paper. — 1995. — № 5064 . — P. 1–55.

234. Flood R., Garber P. Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples // *Journal of International Economy*. — 1984. — № 17. — P. 1–13.

235. Frankel J., Roubini N. The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises // NBER Working Papers. — 2001. — № 8634. — P. 1–108.

236. Fratzscher M. On Currency Crises and Contagion // ECB Working

Paper. — 2002. — № 139. — P. 5–30.

237. Fratzscher M. What Explains Global Exchange Rate Movements During The Financial Crisis // ECB Working Paper. – 2009. - № 1060. – P. 1–42

238. Friedman M. The Effects of a Full-Employment Policy on Economic Stability: A Formal Analysis / Essays in Positive Economics. — Chicago: University of Chicago Press, 1953. — P. 242–278.

239. Friedman M. A Program for Monetary Stability. — New York: Fordham University Press, 1959. — 164 p.

240. Friedman M., Schwartz A. A Monetary History of the United States, 1867-1960. – Princeton University Press: Princeton, NJ, 1963.

241. Friedman M. Quantity Theory of Money: The New Palgrave // Money / Ed. by J. Eatwell. E.a.L., 1989. — P. 16–28.

242. Friedman B. The Greenspan Era: Discretion, Rather Than Rules // NBER Working Paper. – 2006. – № 12118. – P. 1–24.

243. Gambacorta L. Monetary Policy and the Risk-taking Channel // BIS Quartely Review. – 2009. – Dec. – P. 43–53.

244. Gavin M. The Roots of Banking Crises: The Macroeconomic Context / Gavin M., Hausman R. // Unpublished manuscript. – 1996.

245. Gerdesmeier D., Mongelli F., Roffia B. The Eurosystem, the US Federal Reserve, and the Bank of Japan: Similarities and Differences // ECB Working Paper. – 2007. – № 742. – P. 3–42.

246. Ghosh A., Gorelti M., Joshi B., Ramakrishnan U., Thomas A., Zalduendo J. Capital Inflows and Balance of Payments Pressures – Tailoring Policy Responses in Emerging Market Economies // IMF Policy Discussion Paper. – 2008. – PDP/08/2. – P. 1–19 .

247. Glick R. and R. Moreno. Money and Credit, Competitiveness, and Currency Crises in Asia and Latin America. Centre for Basic Monetary and Economic Studies working paper PB 99-01, Federal Reserve Bank of San Francisco. – 1999.

248. Global Imbalances: Links to Economic and Financial Stability. Remarks by Bernanke B.S. Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System at the

Banque de France, Financial Stability Review Launch Event. – Paris, France, 2011. February 18.

249. Goodfriend M., King R. The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy // NBER Macroeconomic Annual. – Cambridge: MIT Press, 1997. – P. 231–283.

250. Goodfriend M. How the World Achieved Consensus on Monetary Policy // NBER Working Paper. – 2007. – № 13580. – P. 1–42.

251. Governor Tarullo D.K. International response to European debt problems. Before the Subcommittee on International Monetary Policy and Trade and Subcommittee on Domestic Monetary Policy and Technology, Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives. Washington, D.C. 2010. – No 20. – P. 1-25.

252. Guttentag J.M. and Herring R.J. (1984), ‘Credit rationing and financial disorder’, Journal of Finance, 2009. – P. 1359–1382.

253. Hannoun H. Monetary Policy in the Crisis: Testing the Limits of Monetary Policy // BIS Speeches. – 2012. – February. – P. 1–23.

254. Hatzins I., R. Hooper, F. Mishkin, K. Shoenholtz and M. Watson (2010): “Financial conditions index: a fresh look after the financial crisis”, NBER Working Paper, No 16150. – P. 225-287.

255. Hayek F.A. Monetary Nationalism and World Stability. – London: Longmans, 1937. – 104 p.

256. Helbling Th., Huidrom R., Ayhan Kose M., Otrok Ch. Do Credit Shocks Matter? // IMF Working Paper. – 2010. – WP/10/261. – P. 1–38.

257. Hellwig M.F. Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime – Mortgage Financial Crisis // MPI Collective Goods Preprint. 2008. – No 2008/43. – P. 87.

258. Hicks J. R. Mr. Keynes and the Classics // Econometrica. — 1937. — № 5. — P. 147–159.

259. Ho K., McCauley R. Living With Flexible Exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies // BIS Working Papers. — 2003. — № 130. — P. 1–55.

260. Hu Y. Empirical Investigations of Inflation Targeting // Institute for International Economics Working Paper. — 2003. — № 6. — P. 1–42.
261. International Financial Market in the UK / International Financial Services London. – London, May 2008. – 24 p.
262. Ishii K., Stone M, Yehoue E.B. Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies // IMF Working Paper. 2009. – No 226. – P. 24-27.
263. Issing O. Lessons for Monetary Policy: What Should the Consensus Be? // IMF Working Paper. – 2011. – WP/11/97. – P. 1–18.
264. Jeanne O., Wyplosz Ch. The International Lender of Last Resort: How Large Is Large Enough? // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/76. — P. 1–7.
265. Jeffrey A. Frankel George Saravelos. Are leading indicators of financial crises useful for assessing country vulnerability? Evidence from the 2008-2009 global crises // NBER working paper. – 2010. – No 16047. – P. 97-99.
266. Joyce M., Lasasosa A., Stevens I., Tong M. The Financial Market Impact of Quantitative Easing // Bank of England Working Paper. – 2010. – No 393. – P. 11.
267. Kaldor N. The New Monetarism // Lloyds Bank Review. – 1970. – Vol. 97. – P. 1–18.
268. Kaldor N., Trevithick J. A Keynesian Perspective on Money // Lloyds Bank Review. – 1981. – Vol. 139. – P. 1–19.
269. Kaminsky G. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems / Kaminsky G., Reinhart C. // American Economic Review. - 1999. Vol. 89 (June). – P. 473–500.
270. Kaminsky G. Leading Indicators of Currency Crises / Kaminsky G., Lizondo S., Reinhart C. // IMF Staff Papers. - 1998. - Vol. 45 (March). – P. 1–48.
271. Keeley M.C. Deposit Insurance. Risk and Market Power in Banking // American Economic Review. – 1990. – Vol. 80. December. – P. 1183–1200.
272. Kindlerberger C. Manias, Panics and Crashes / 5-th Edition. – New York: Wiley, 2005. – 336 p.
273. Kindlberger Ch. Manias, Panics and Crashes. – N.-Y.: Macmillan, 1996. – 319 p.

274. Klein M., Oliver G. Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth. – Mimeo Medford, MA: Tufts, 2001. – 139 p.
275. Knoop T. Modern Financial Macroeconomics: Panics, Crashes, and Crises. – Blackwell Publishing, 2008. – 274 p.
276. Kodres I., Pritsker M. A Rational Expectations Model of Financial Contagion // Finance and Economics Discussion Series. – 1998. – № 48. – P. 39–67.
277. Kokenyne A., Ley J., Habermeier R. Dedollarization // IMF Working Paper. – 2010. - WP/10/188. – P. 1–50.
278. Kregel J. The Natural Instability of Financial Markets / J. Kregel // The IDEAs Working Papers Series. – 2009. – № 4 – 24 p.
279. Krugman P. A Model of Balance of Payments Crises // Journal of Money, Credit and Banking. — 1979. — №11. — P. 311-325.
280. Kuttner K., Posen A. Beyond Bipolar: A Three-dimensional Assessment of Monetary Frameworks // Institute for International Economics Working Paper. — 2001. — №7. — P. 1–29.
281. Laeven L., Valencia F. Systematic Banking Crisis: A New Database // IMF Working Paper. 2008. – No 224. – P. 24-59.
282. Lahiri A., Vegh C. Living with Fear of Floating; An Optimal Policy Perspective // NBER Working Paper. — 2001. — №8391. // www.nber.org.
283. Leitimo K.A. Game between the Fiscal and the Monetary Authorities under Inflation Targeting / K. Leitimo // European Journal of Political Economy. – 2004. – № 20. – P. 709-724.
284. Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy. International Monetary Fund. February 19. – 2009. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/021909.pdf>.
285. Levy-Yeyati E., Schuckler S.L. and Neeltje V.H. International Financial Integration Through the Law of One Price: The Role of Liquidity and Capital Controls // Journal of Financial Intermediation. – Vol. 18. – 2009. – № 3. – P. 432–463.
286. Maddaloni A., Peydro J.-L. Bank Risk-taking, Securitization, Supervision and Low Interest Rates: Evidence from the Euro Area and the US Lending Standards

// ECB Working Paper. – 2010. – № 1248. – P. 1–53.

287. Managing Large Capital Inflows. Chapter 3. // IMF. World Economic Outlook. – 2007. – No 9974. – P. 1–29.

288. Masson P. Monetary and Exchange Rate Policy of Transition Economies of Central and Eastern Europe after the Launch of EMU // IMF Policy Discussion Paper. — 1999. — PDP/99/4. — P. 1–25.

289. 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.

290. Minsky H. Can “It” Happen Again? – N.-Y.: Sharpe, 1982. – 224 p.

291. Minsky H. The Financial Instability Hypothesis // Working Paper No. 74 . May 1992. – P. 1–37.

292. Mishkin F.S. Understanding of Financial Crises: A Developing Country Perspective // NBER Working Paper 5600. – 1996. – October. – P. 23-47.

293. Models and Tools for Macroprudential Analysis // Basel Committee on Banking Supervision Working Paper. – 2012. – № 21. – P. 1–26.

294. Mohantray M., Klau M. Monetary Policy Rules in Emerging Markets Economies: Issues and Evidence // BIS Working Papers. – 2003. – № 149. – P. 133.

295. Moreno R. Policymaking from a “macroprudential” Perspective in Emerging Market Economies // BIS Working Paper. – 2011. – № 336. – P. 1–20.

296. Monetary Policy and the Housing Bubble. Bernanke B.S. At the Meeting of the American Economic Association. Atlanta. Georgia. 2010. – January 3. – P. 21.

297. Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: Five Views // BIS Papers. – 2003. – № 18. – P. 1–30.

298. Morris S., Song Shin H. Unique Equilibrium in a Model of Self-fulfilling Currency Attacks // American Economic Review. – 1998. – Vol. 88. – № 3. – P. 587–597.

299. Moore B. The Endogeneity of Credit Money // Review of Political Economy. – 1989. – Vol. 1. – P. 65–93.

300. Nicolo De G., Dell’Ariccia G., Laeven L., Valencia F. Monetary Policy

and Risk Taking // IMF Staff Position Note. – 2010. – SPN/10/09. – P. 1–21.

301. Nier E.W. Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis // IMF Working Paper. 2009. – No 70. – P. 34–47.

302. Obstfeld M. Globalization and Macroeconomic // NBER Reporter. – 2000. – P. 1–20.

303. Obstfeld M., Shambaugh, Taylor A. Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves // NBER Working paper. – 2008. – №14217. – P. 1–48.

304. Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A. Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008 // Paper to be presented at the ASSA Meeting, San Francisco, Jan. 3-5, 2009. – P. 1–15.

305. Ostry I.D., Ghosh A., Habermeier K., Chamon M., Qureshi M.S. and Reinhard D.S.B. Capital Inflows: The Role of Controls. IMF Staff Position Note. – Washington: International Monetary Fund. – 2010. – April. – P. 39–58.

306. Persson T., Tabellini G. Designing Institutions for Monetary Stability // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. – 1993. – № 39. – P. 53–89.

307. Rajan U., Seru A., Vig V. The Failure of Models that Predict Failure: Distance, Incentives and Defaults // Chicago GSB Research Paper. – 2008. – № 19.

308. Reinhart C., Reinhart V. What Hurts Most? G-3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility. — NBER Working Papers. – 2001. – № 8535. – P. 152.

309. Reinhart C., Rogoff K. This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises // NBER Working Paper. – 2008. – № 13882. // www.nber.org.

310. Reinhart C., Rogoff K. A Decade of Debt. – Wash. (D.C.): Peterson Institute for International Economics. – 2010. – P. 1–34.

311. Remarks by Governor Roger W. Ferguson, Prepared for delivery at the East Hanover Area Chamber of Commerce, East Hanover, New Jersey, January 15.

312. Resende A. After the Crisis: Macro Imbalance Credibility and Reserve-Currency. April 2009. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.ie-peedg.com/uploads/texto/TPD15_ALR_EN.pdf.

313. Rochet I. C., Vives X. Coordination Failures and the Lender of Last

Resort: Was Bagehot Right after All? // Journal of the European Economic Association. 2004. Vol. 2, No 6. – P. 1116–1147.

314. Rose A. A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting is Bretton Woods, Reversed // NBER Working Paper. – 2006. – № 12711. — P. 1–31.

315. Rossi M. Financial Fragility and Economic Performance in Developing Countries: Do Capital Controls Prudential Regulation and Supervision Matter? / Rossi M. // IMF Working Paper. – 1999. – No 99/66.

316. Sachs J., Tornell A., Velasco A. Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995. // Brooking Papers on Economic Activity. – 1996. – №1. – P. 147–198.

317. Saizar A.C., Chalk N. Is Monetary Policy Effective When Credit Is Low? // IMF Working Paper. 2008. No 288.

318. Saurina J. Dynamics Provisioning: The Experience of Spain // World Bank Public Policy Journal: Crisis Response. 2009. - No 7 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.worldbank.org/documents/CrisisResponse/Note7.pdf>.

319. Schroeder S. Defining and detecting financial fragility: New Zeland's experience / S.Schroeder // International Journal of Social Economics. – 2009. – Vol. 36. - № 3. – P.287307.

320. Schwartz A. Why Financial Stability Depends on Price Stability // Economic Affairs. – 1995. – P. 21-25.

321. Schwartz A. Asset Price Inflation and Monetary Policy // NBER Working Paper. — 2002. — №9321. — P. 1-22.

322. Speigel M. Quantitative Easing by the Bank of Japan // Fed of San Francisco Economic Letter. – 2001. - №2001-31. – P. 1-26.

323. Stiglitz I. Credit rationing in markets with imperfect information / I. Stiglitz, A. Weiss // American Economic Review. – Volume 71, Issue 3 (Jun, 1981). - p. 198.

324. Stiglitz J., Weiss A. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information // American Economic Review. – 1981. – Vol. 71. – P. 333-421.

325. Stiglitz J., Greenwald B. *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*. – Cambridge: Cambridge University Press, 2003.
326. Stella P. *The Federal Reserve System Balance Sheet: What Happened and Why it Matters?* // IMF Working Paper. 2009. No 120.
327. Taylor J. *Discretion vs. Policy Rules in Practice* // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. — 1993. — P. 195-214
328. *The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics* // Kiel Working Paper 2009. No. 1489 / Kiel Institute for the World Economy [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.imf-members.imf-kiel.de/publications/the-financial-crisis-and-the-systemic-failure-of-academic-economics/KWP_1488_ColanderetalFinancial%20Crisis.pdf.
329. *The Global Financial Centre Index* // Yen Group. – London: City of London, March 2008. – 74 p.
330. *The implementation of monetary policy in the euro area. General documentation of Eurosystem monetary policy instruments and procedures*. – November 2008. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ecb.int/pub/pdf/othgendoc2008en.pdf>.
331. *The monetary policy of the ECB European central bank, 2004*. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ecb.int/pub/other/monetarypolicy2004en.pdf>.
332. Trichet J.-C. *The regulatory and supervisory reform in Europe*. Speech at the EUROFI Financial Forum 2009. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090930.en.html>.
333. Turner Ph. *Foreign Exchange Reserve Accumulation in Emerging Markets: What Are the Domestic Implications* / Ph. Turner // *BIS Quarterly Review*. – 2006. – Sept. – P. 39–52.
334. Ugai H. *Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses* / H. Ugai // *Bank of Japan Working Paper*. – 2006. – № 06-E-10. – P. 1–42.
335. *U.S. Monetary Policy and Financial Markets* / Ed. by A.-M. Meulendyke. — New York: Federal Reserve Bank of New York pub., 1989. — 231 p.

336. Wagner H. Financial Globalization and Monetary Policy / H. Wagner, W. Berger // Bank of Netherlands's Conference Papers. – 2002. – Oct. – P. 1–40.
337. Weber Alex A. The reform of Financial Supervision and Regulation in Europe Speech at the Institute of International and European Affairs / A. Alex Weber // Dublin, 2010. – March. – P. 24–27.
338. White W. Is Price Stability Enough? / W. White // BIS Working Papers. — 2006. – № 205. – P. 1–20.
339. White W. Credit Crises and the Shortcomings of Traditional Policy Responses / W. White // OECD Economics Department Working Paper. – 2012. – № 48. – P. 1–34.
340. Woodford M. Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy / M. Woodford. – Princeton: Princeton University Press, 2003 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://journals.cambridge.org/action/displayAbstract?fromPage=online&aid=317137>.
341. Xafa M. Global Imbalances and Financial Stability / M. Xafa // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/111. – P. 1–20.
342. Zakharova D. One-Size-Fits-One: Tailor-Made Fiscal Responses to Capital Flows / D. Zakharova // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/269. – P. 1–27.

Додаток А

Сучасний стан розуміння терміну «фінансова нестабільність»

№ п/п	Джерело	Визначення терміну «фінансова нестабільність»
1.	Crockett A. The Theory and Practice of Financial Stability // GEJ Newsletter Issue. Global Economic Institutions. – 1997. - №4. – P. 531-538.	Фінансова нестабільність – це ситуація, за якої функціонування економіки потенційно погіршується коливаннями цін фінансових активів або нездатністю фінансових інститутів виконувати свої договірні зобов'язання.
2.	Remarks by Governor Roger W.Ferguson, Prepared for delivery at the East Hanover Area Chamber of Commerce, East Hanover, New Jersey, January 15, 2004.	Фінансова нестабільність – це ситуація, для якої характерні три основні критерії: 1) ціни на деякі ключові фінансові активи різко відхиляються від своїх фундаментальних основ; 2) функціонування кредитних ринків порушено, внаслідок чого 3) значно відхиляються від нормального рівня агреговані видатки
3.	Mishkin F. Understanding of Financial Crises: A Developing Country Perspective // NBER Working Paper 5600. – 1996.	Фінансова нестабільність виникає, коли фінансова система піддається шокам, що супроводжуються інформаційними потоками так, що вона більше не в змозі трансформувати заощадження в інвестиції
4.	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.	Під фінансовою нестабільністю вважається виняткова подія, яка проявляється внаслідок екзогенних шоків, недосконалості ринків і цінової нестабільності
5.	Minsky H. The Financial Instability Hypothesis // IMF Working Paper. – No 74. – . May 1992	Фінансова нестабільність є характерною рисою нормального розвитку капіталістичної економіки
6.	Colander D. The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics / D. Kolander, H. Follmer A. Haas etc. // Kiel Working Paper 1489 February 2009.	Фінансова нестабільність притаманна ринковій економічній системі і в тій чи іншій мірі допускає відтворення кризи. Рівень нестабільності пов'язується із фінансовими нововведеннями і посиленням взаємозв'язків між фінансовими ринками у світі.
7.	Guttentag J., Herring R. Credit rationing and financial disorder. - Journal of Finance. – 1984. - No 39. - pp. 1359–1382.	Фінансова нестабільність породжується асиметричністю інформації кредиторів і позичальників внаслідок невизначеності віддачі від інвестиційних проектів, що посилює нестабільність в реальному секторі економіки через відмову у наданні коштів позичальникам.

(Продовження таблиці)

8.	Трунин П.В. Мониторинг финансовой стабильности в развивающихся экономиках (на примере России) / Трунин П.В., Каменских М.В. – М.: ИЭПП, 2007. - с.5	Під фінансовою нестабільністю або кризою ми розуміємо такі проблеми у фінансовій системі країни (або їх сукупність), які здійснюють значний негативний вплив на економічну активність.
9.	Финансовый кризис и провалы современной экономической науки // Вопросы экономики. – 2010. – № 6. – с. 10-25.	Поняття фінансова нестабільність означає, що економічна система в тому чи іншому ступені допускає відтворення криз.

Додаток Б

Монетарна політика та фінансова нестабільність в розрізі основних напрямів макроекономічної теорії *

Економічні течії	Роль цінової стабільності у підтриманні фінансової стабільності	Природа фінансової нестабільності	Фінансовий фактор циклічних коливань	Значення фінансових дисбалансів для оптимальної монетарної політики	Значення ставлення до ризику в трансмісійному механізмі	Раціональність економічного агента
Австрійський підхід	Важлива, але не достатня	Ендогенна	Суттєвий	Велике	Суттєве	Підтримується
Дж.М.Кейнс	Не принципова	Ендогенна	Суттєвий	Велике	Суттєве	Не підтримується
Кейнсіанство	Не принципова	Екзогенна (реальні шоки)	Несуттєвий	Відсутнє	Відсутнє	Не підтримується
Посткейнсіанство	Не принципова	Ендогенна	Суттєвий	Значне	Суттєве	Не підтримується
Монетаризм	Ключова	Екзогенна (шоки грошової пропозиції)	Несуттєвий	Значне	Помірне	Підтримується
Неокласична теорія	Ключова	Екзогенна (усі види шоків)	Несуттєвий	Незначне	Несуттєве	Підтримується
Нове кейнсіанство (мейнстрім)	Ключова	Екзогенна (усі види шоків)	Несуттєвий	Незначне	Несуттєве	Частково підтримується
Сучасний гетеродоксальний підхід	Важлива, але не достатня	Ендогенна	Суттєвий	Велике	Ключове	Частково підтримується

*Складено автором

Додаток В

Балансова політика провідних центральних банків [172]

Тип балансової політики	Заходи	США	ЄВС	Велика Британія	Японія	Канада	Австралія	Швейцарія
	Вплив на умови міжбанківського ринку							
Кредитна політика	Модифікації можливостей дисконтного вікна	так		так				
	Надзвичайні довгострокові операції	так	так	так	так	так	так	так
	Розширення доступної застави	так	так	так	так	так	так	так
	Розширення контрагентів	так		так	так	так	так	
	Валютні свопи між центробанками	так	так	так	так	так	так	так
	Пом'якшення вимог до позики цінних паперів	так		так	так	так		
	Вплив на небанківський кредитний ринок							
	Фондування комерційних паперів, придбання, доступність застави	так		так	так	так	так	
	Фондування цінних паперів, покритих активами, придбання, доступність застави	так	так	так			так	
	Фондування корпоративних облігацій, придбання, доступність застави			так	так	так		так
Придбання інших цінних паперів	так			так				
Політика квазі-управління державним боргом	Придбання урядових облігацій	так		так				
Політика щодо банківських резервів	Таргетування банківських резервів			так				
Політика щодо валютного курсу (резервів)	Придбання цінних паперів в іноземній валюті							так

Додаток Г

Основні показники діяльності банків України за 2001-2012 рр. (на кінець року)*

Показники	Роки											
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Кількість зареєстрованих банків	189	182	179	181	186	193	198	198	197	194	198	176
Загальні активи, млн. грн.	50785	67774	105539	141497	223024	353066	619004	973322	1001626	1090248	1211540	1267192
Кредитний портфель, млн. грн.	32097	46736	73442	97197	156385	268688	485507	792384	747348	755030	825320	815327
Частка кредитного портфеля в активах, %	63,2	69,0	69,6	68,7	70,1	76,1	78,4	81,5	74,6	69,3	68,1	64,3
Власний капітал, млн. грн.	7915	9983	12882	18421	25451	42566	69578	119263	115175	137725	155487	169320
Зобов'язання банків, млн. грн.	39676	53913	87352	115927	188427	297613	529818	806823	765127	804363	898793	957872
Частка власного капіталу у зобов'язаннях банків, %	19,9	18,5	14,7	15,9	13,5	14,3	13,1	14,8	15,1	17,1	17,3	17,7
Депозити суб'єктів господарювання, млн. грн.	14336	18413	29221	41348	61214	76898	111995	143928	115204	144038	186213	202550
Депозити фізичних осіб, млн. грн.	11338	19302	32339	41611	72542	106078	163482	213219	210006	270733	306205	364003
Частка депозитів суб'єктів господарювання і фізичних осіб у банківських зобов'язаннях, %	64,7	70,0	70,5	71,6	71,0	61,5	52,0	44,3	42,5	51,6	54,8	59,1
Рентабельність активів, %	1,27	1,27	1,04	1,07	1,31	1,61	1,50	1,03	-4,38	-1,45	-0,76	0,45
Рентабельність капіталу, %	7,50	7,97	7,61	8,43	10,39	13,52	12,67	8,51	-32,52	-10,19	-5,27	3,03

*Складено автором на основі даних НБУ

**Пояснення багатфакторної оціночної регресійної моделі
для виявлення залежності впливу певних чинників на динаміку
чистої зовнішньої позиції банківської системи України**

Для аналізу динаміки чистої зовнішньої позиції банківської системи України протягом 2001-2012 рр. та виявлення її залежності від впливу певних чинників нами обрано наступні індикатори: EMBI Global Yield Spreads, у базисних пунктах; різниці між процентними ставками за довгостроковими кредитами і депозитами в іноземній валюті, у %; динаміку обсягів ВВП України, у %; співвідношення кредиту до обсягу ВВП, у %; динаміку валютного курсу, у %.

Загальний характер динаміки вказаних показників представлено на рис. 1-6, з яких можна зробити висновок про нелінійність їх динаміки та стверджувати, що характер динаміки всіх обраних для аналізу показників є різним.

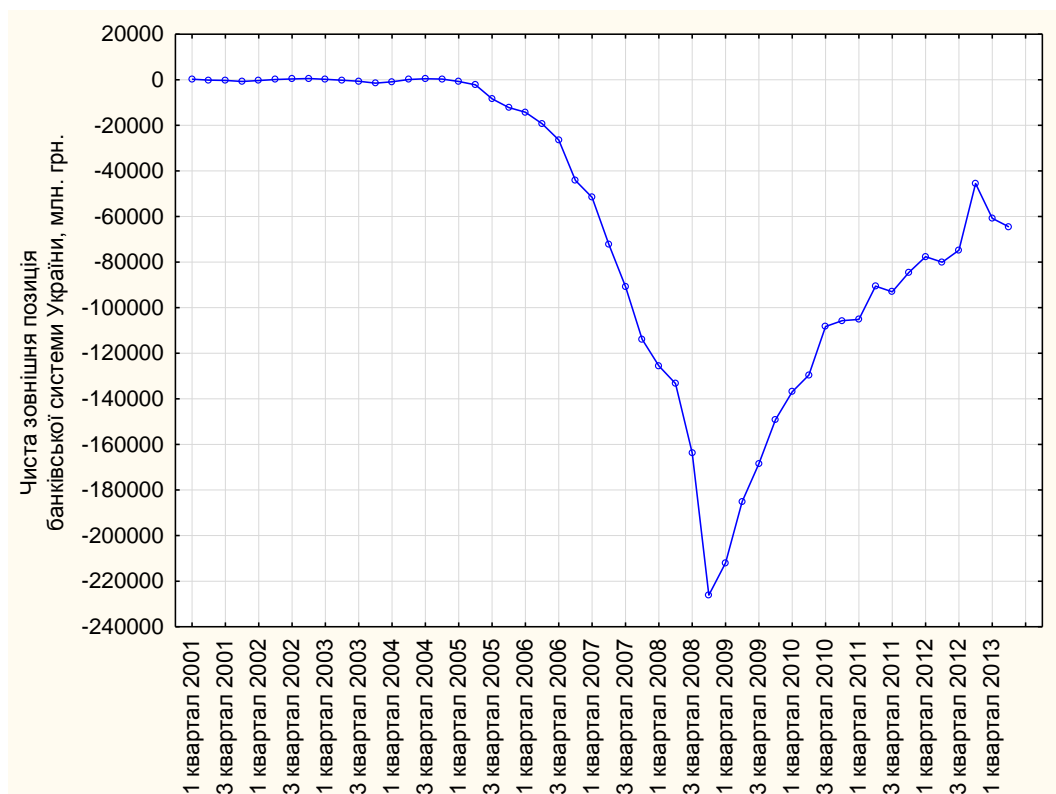


Рис. 1. Динаміка чистої зовнішньої позиції банківської системи України протягом 2001-2012 рр., у млн. грн.

Джерело: побудовано автором за даними НБУ (засобами пакету STATISTICA 10.0)

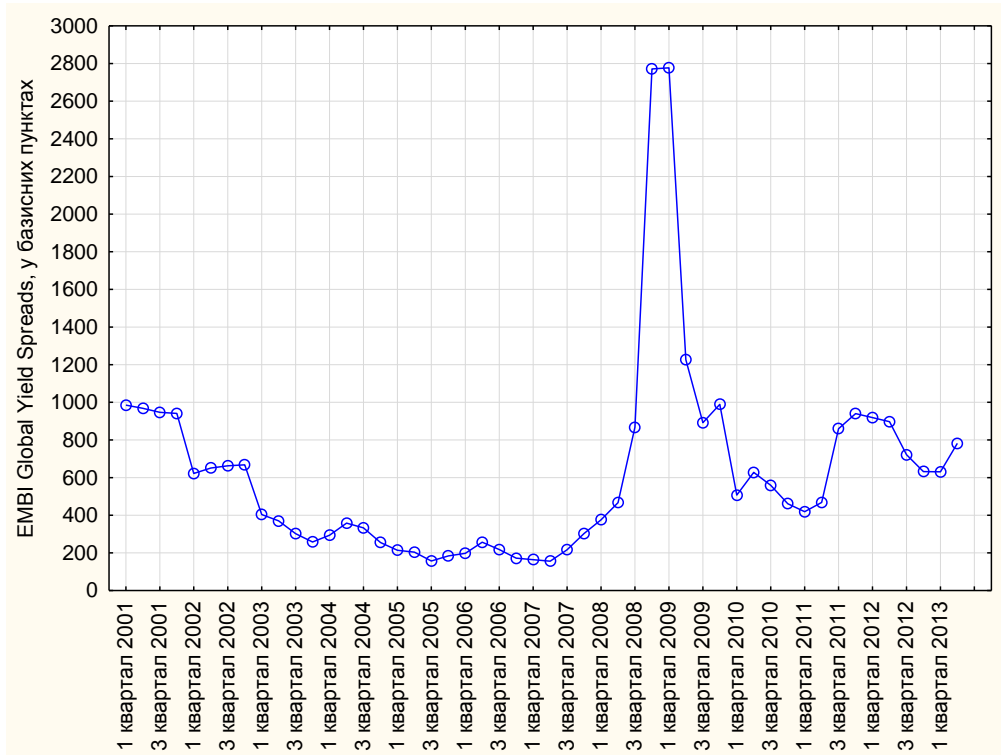


Рис. 2. Динаміка EMBI Global Yield Spreads протягом 2001-2012 рр.

Джерело: побудовано автором за даними НБУ (засобами пакету STATISTICA 10.0)

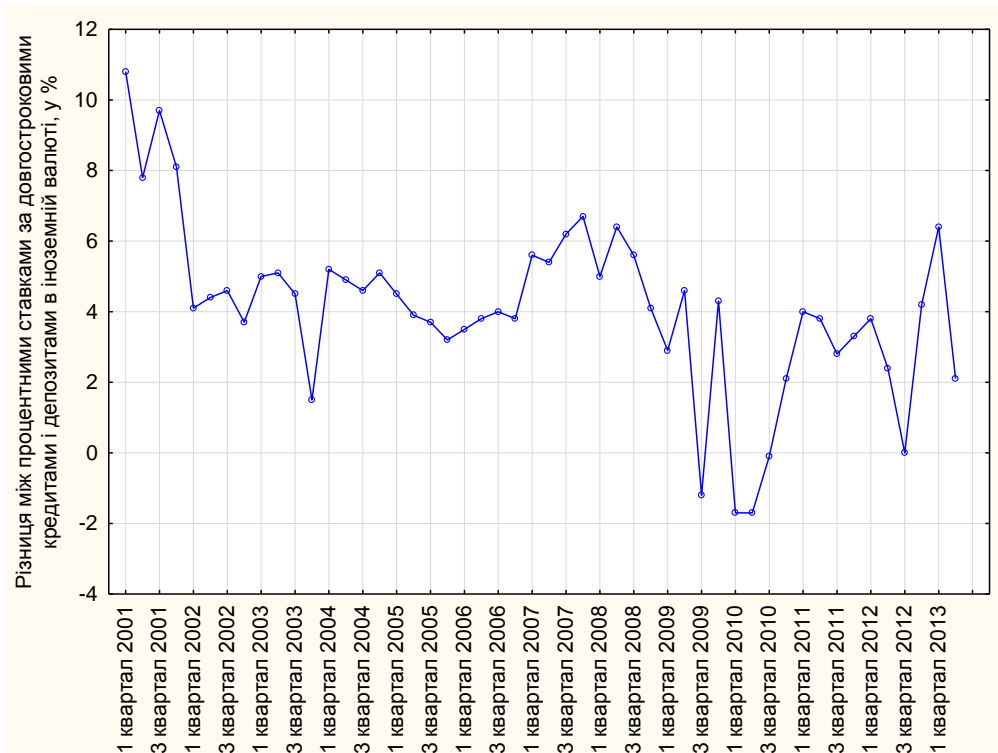


Рис. 3. Динаміка різниці між процентними ставками

за довгостроковими кредитами і депозитами в іноземній валюті протягом

2001-2012 рр., у %

Джерело: побудовано автором за даними НБУ (засобами пакету STATISTICA 10.0)

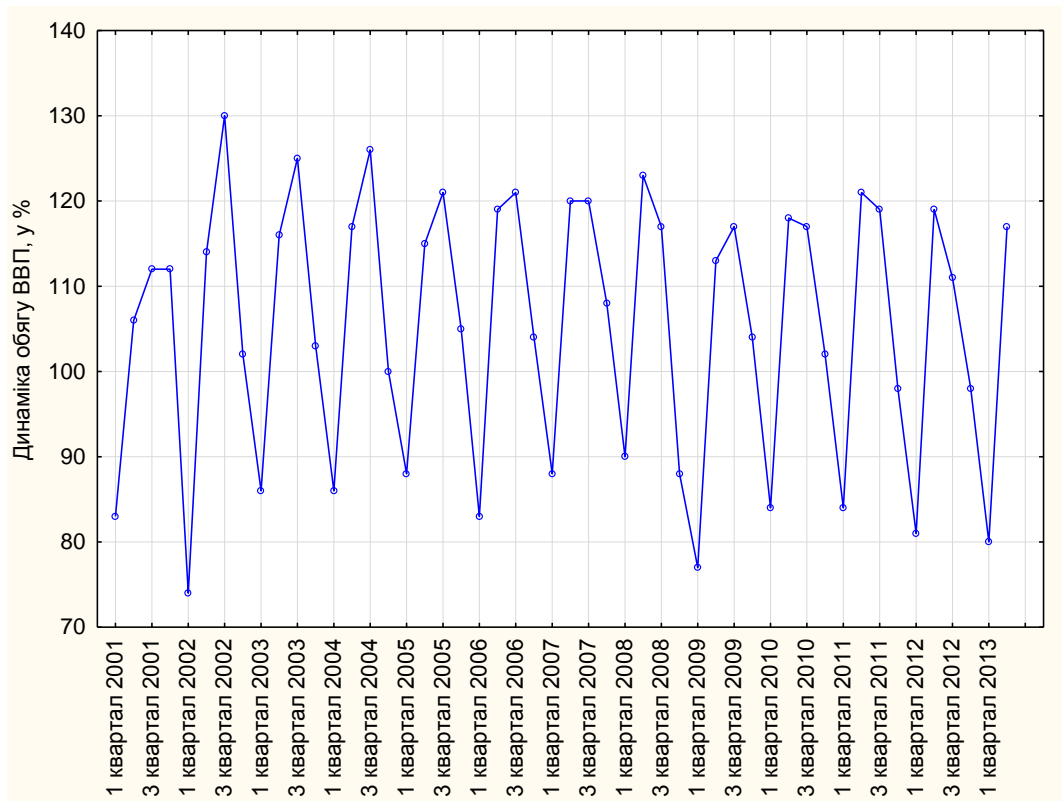


Рис. 4. Динаміка обсягів ВВП України протягом 2001-2012 рр., у %

Джерело: побудовано автором за даними НБУ (засобами пакету STATISTICA 10.0)

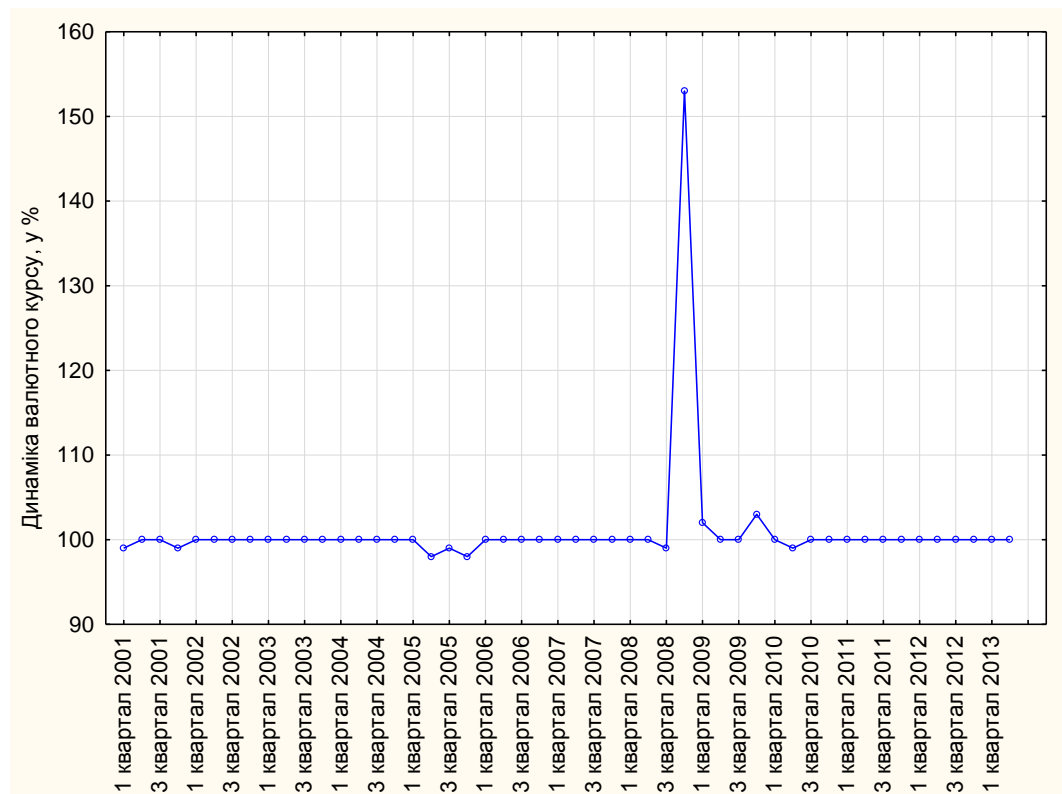


Рис. 5. Динаміка валютного курсу протягом 2001-2012 рр., у %

Джерело: побудовано автором за даними НБУ (засобами пакету STATISTICA 10.0)

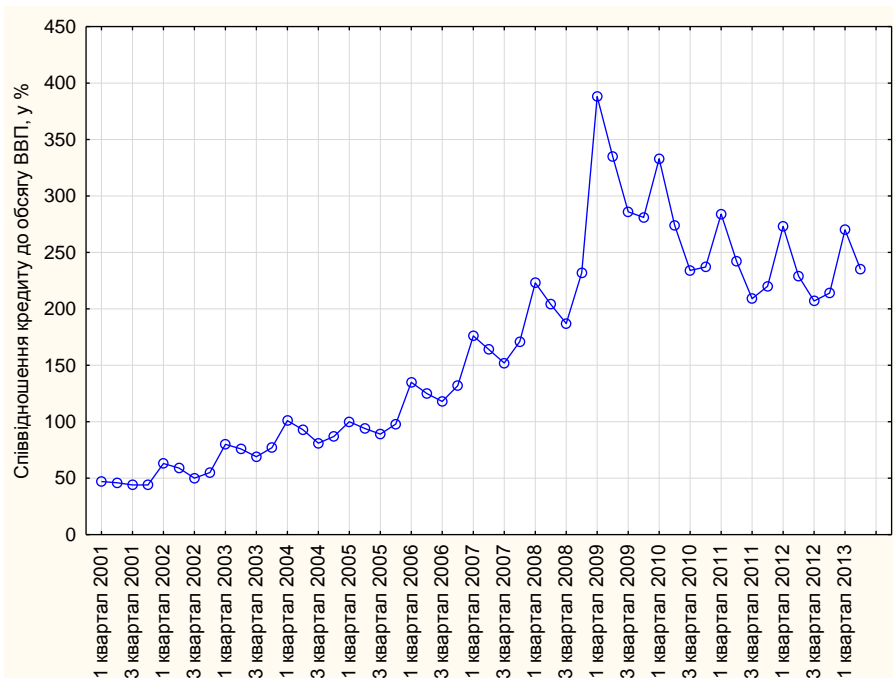


Рис. 6. Динаміка співвідношення кредиту до обсягів ВВП
протягом 2001-2012 рр., у %

Джерело: побудовано автором за даними НБУ (засобами пакету STATISTICA 10.0)

Для детального економетричного моделювання зроблено оцінку розподілу обраних індикаторів на предмет їх відповідності нормальному розподілу (Гауса) з тим, щоб визначити можливі адекватні методи подальшого аналізу взаємозв'язків між цими показниками. Для цього було введено наступні позначення:

X_1 - EMBI Global Yield Spreads, у базисних пунктах;

X_2 - різниця між процентними ставками за довгостроковими кредитами і депозитами в іноземній валюті, у %;

X_3 - динаміка обсягу ВВП України, у %;

X_4 - співвідношення кредиту до обсягу ВВП, у %;

X_5 - динаміка валютного курсу, у %;

U - чиста зовнішня позиція банківської системи України, млн. грн.

На основі отриманих наближень розподілів розглядуваних показників до нормального розподілу, представлених на рис. 7-13, здійснюємо попередню оцінку асиметрії та ексцесу розподілів цих показників.

Зокрема, гістограма розподілу змінної X_1 (див. рис. 7) має невелику

правосторонню асиметрію, що свідчить про наявність певних великих викидів у вихідному ряді даних.

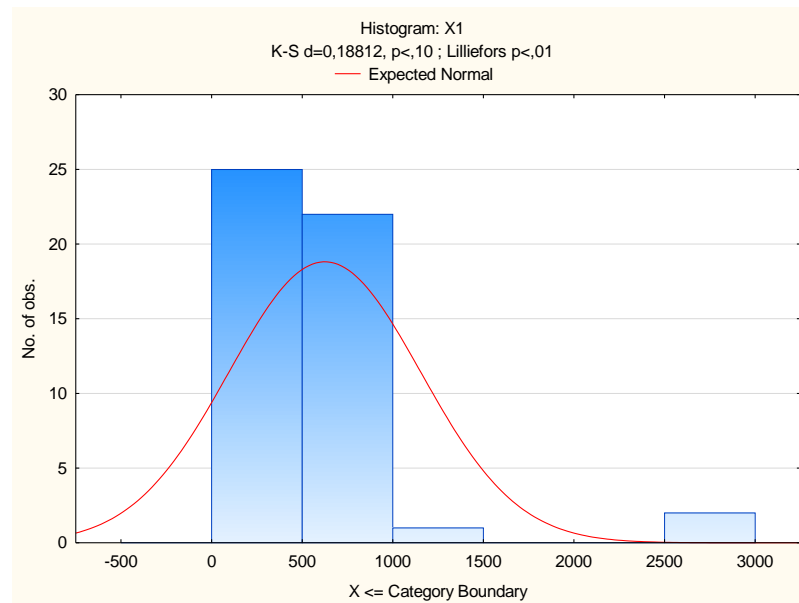


Рис. 7. Гістограма розподілу EMBI Global Yield Spreads

Джерело: побудовано автором за даними НБУ (засобами пакету STATISTICA 10.0)

Гістограма розподілу різниці між процентними ставками за довгостроковими кредитами і депозитами в іноземній валюті, у % (змінна X₂), є близькою до нормального (див. рис. 8).

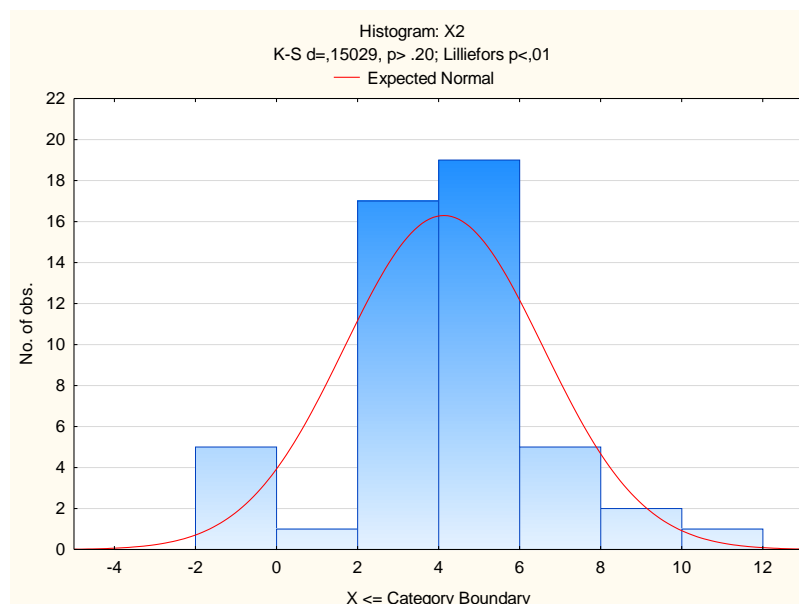


Рис. 8. Гістограма розподілу різниці між процентними ставками за довгостроковими кредитами і депозитами в іноземній валюті, у %

Джерело: побудовано автором за даними НБУ (засобами пакету STATISTICA 10.0)

Розподіл показника динаміки обсягу ВВП України, у % (змінна X3) характерна велика лівобічна асиметрія (див. рис. 9).

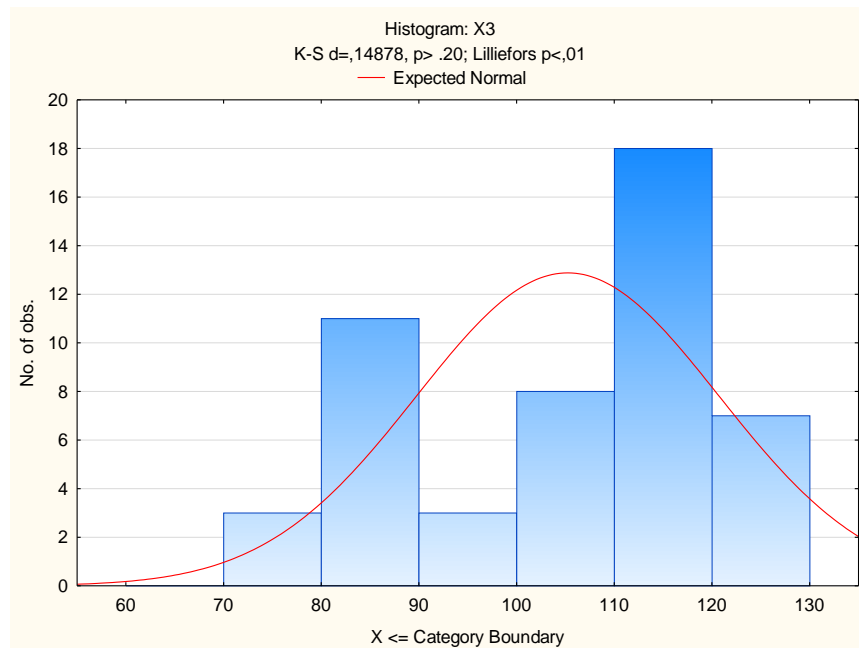


Рис. 9. Гістограма розподілу показника динаміки обсягу ВВП України, у %

Джерело: побудовано автором за даними НБУ (засобами пакету STATISTICA 10.0)

Гістограма розподілу показника співвідношення кредиту до обсягу ВВП (змінна X4) має невелику правобічну асиметрію та сплюснутість (див. рис. 10).

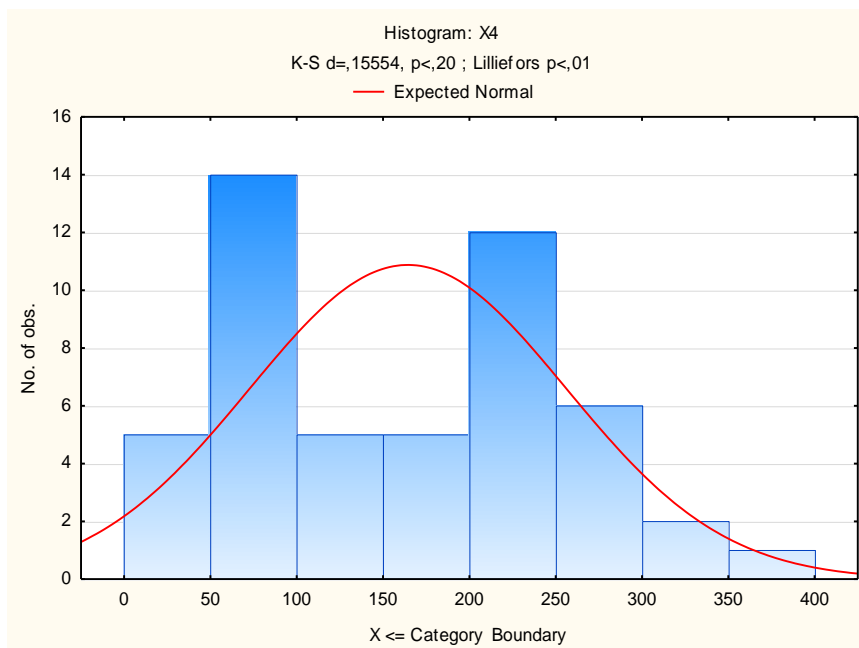


Рис. 10. Гістограма розподілу співвідношення кредиту до обсягу ВВП, у %

Джерело: побудовано автором за даними НБУ (засобами пакету STATISTICA 10.0)

Гістограма розподілу показника валютного курсу у % (змінна X5) характерна велика правобічна асиметрія та витягнутість (рис. 11).

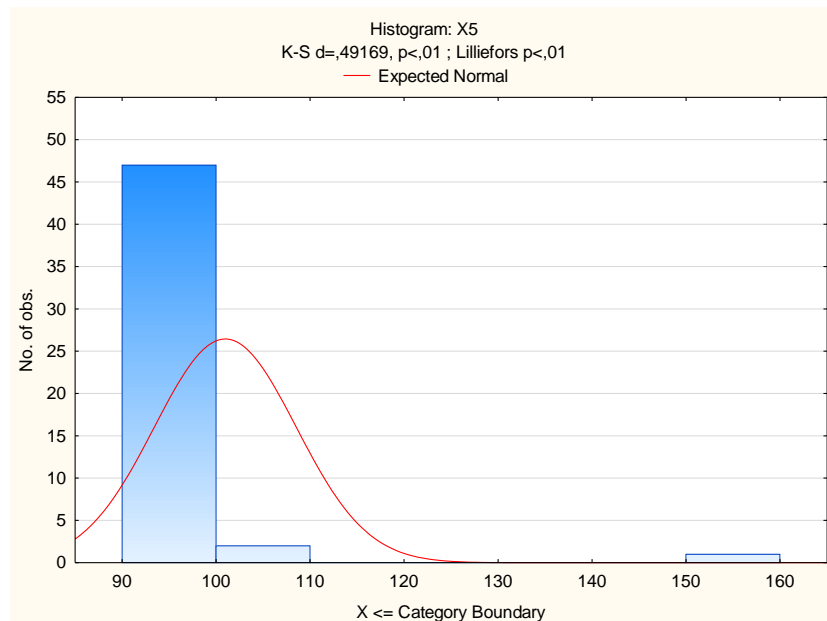


Рис. 11. Гістограма розподілу показника валютного курсу, у %

Джерело: побудовано автором за даними НБУ (засобами пакету STATISTICA 10.0)

Розподілу показника чистої зовнішньої позиції банківської системи України у млн. грн. (змінна Y) характерна дуже велика лівобічна асиметрія.

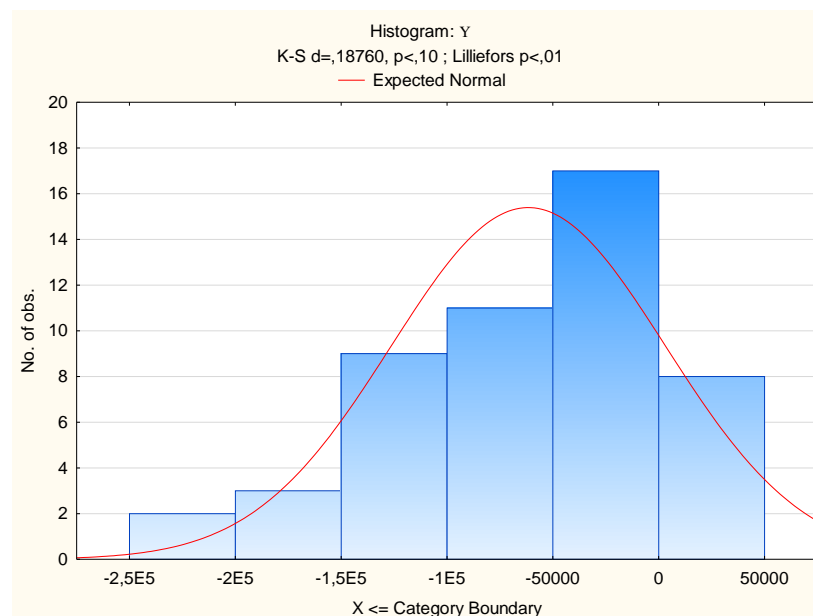


Рис. 12. Гістограма розподілу показника чистої зовнішньої позиції банківської системи України, млн. грн.

Джерело: побудовано автором за даними НБУ (засобами пакету STATISTICA 10.0)

На основі попередньої оцінки асиметрії та ексцесу розподілу показників, вибраних нами для аналізу, ми можемо зробити висновок про те, що жоден з них не розподілений за нормальним законом, що спричиняє певні труднощі для використання класичного апарату регресійного моделювання на основі лінійних моделей регресії.

Розглянемо описові статистики досліджуваних показників для оцінки значимості ексцесів та асиметрії змінних (табл. 1).

Таблиця 1

Описові статистики змінних

	Середнє	Медіана	Minimum	Maximum	Стандартне відхилення	Асиметрія	Стандартна похибка асиметрії	Ексцес	Стандартна похибка ексцесу
X₁	625,1	487,5	156	2777	530,12	2,738154	0,336	9,475	0,662
X₂	4,1	4,2	-2	10	2,45	-0,138617	0,336	1,514	0,662
X₃	105,2	109,5	74	130	15,48	-0,462	0,336	-1,108	0,662
X₄	164,5	158,0	44	388	91,70	0,406	0,336	-0,848	0,662
X₅	101,0	100,0	98	153	7,54	6,970	0,336	49,026	0,662
Y	-61559	-48557	-226116	581	64789,91	-0,777	0,336	-0,347	0,662

Джерело: побудовано автором за даними НБУ (засобами пакету STATISTICA 10.0)

Значення коефіцієнтів асиметрії змінних X₂, X₃, X₄ (див. табл. 1) не перевищують подвійних, відповідних їм, середньоквадратичних похибок асиметрії (0,672), значення коефіцієнтів ексцесу X₂, X₃, X₄, Y не перевищують подвійних, відповідних їм, середньоквадратичних похибок ексцесу (1,324) а це вказує на відсутність критичних: скосу і ексцесу фактичного розподілу даних по значенням кожної змінної, що обрані для аналізу порівняно з нормальним розподілом і на можливість використання для аналізу цих змінних класичних методів регресійного аналізу.

У той же час змінні X_1 , X_5 та Y мають значиму асиметрію та ексцес, що ставить під сумнів адекватність використання для аналізу зв'язків цих змінних лише лінійної попарної регресійної моделі.

Оцінимо тісноту зв'язку між змінними X_1 - X_5 , Y за коефіцієнтом попарної кореляції (табл. 2).

Таблиця 2

Коефіцієнти попарних кореляцій між змінними*

	X1	X2	X3	X4	X5	Y
X1	1	-0,003546	-0,252227	<i>0,425762</i>	<i>0,614594</i>	<i>-0,587007</i>
X2	-0,003546	1	-0,080948	<i>-0,503863</i>	-0,007815	<i>0,350960</i>
X3	-0,252227	-0,080948	1	-0,204010	-0,177859	0,079871
X4	<i>0,425762</i>	<i>-0,503863</i>	-0,204010	1	0,142575	<i>-0,871687</i>
X5	<i>0,614594</i>	-0,007815	-0,177859	0,142575	1	<i>-0,397128</i>
Y	<i>-0,587007</i>	<i>0,350960</i>	0,079871	<i>-0,871687</i>	<i>-0,397128</i>	1

*курсивом виділено значимі кореляції на рівні ймовірності $p > 0,05$

Джерело: розраховано автором засобами STATISTICA 8.0.

Представлені лінійні кореляційні залежності між чинниками, обраними для аналізу, свідчать про існування слабких лінійних попарних кореляційних зв'язків між більшістю змінних обраних для аналізу, зокрема: більше 0,5 значення кореляції спостерігається лише між змінними X_1 та X_5 , X_1 та Y , X_4 та Y , X_5 та X_1 .

Проведене засобами пакету STATISTICA 8. оцінювання лінійної багатофакторної регресії з незалежними змінними X_1 - X_5 та залежною змінною Y дало нам змогу отримати наступні параметри моделі (табл. 3).

Для оцінки значимості отриманих результатів регресійної моделі використано t -критерій Стюдента. Значення t -критерію (tp) визначається відношенням модуля коефіцієнта регресії до його стандартної похибки. Як видно з таблиці 3, не всі параметри моделі значимі та надійні за цим критерієм, а тому характер зв'язку між результуючою та деякими аналізованими змінними мають ймовірнісний характер. Це стосується змінних: X_1 - EMBI Global Yield Spreads, у базисних пунктах, та X_2 - різниці між процентними ставками за довгостроковими кредитами і депозитами в іноземній валюті, у %, які не можуть включатися у

результуюче рівняння, оскільки розраховані ймовірності випадковості зв'язку для цих змінних перевищують допустимий рівень точності моделі $p < 0,0005$.

Таблиця 3

Результати регресійного аналізу

	Нормований b^*	Стандартна помилка b^*	b	Стандартна помилка b	$t(44)$	p -value
Вільний член рівняння			344381,906	68233	5,0470	0,000008
X1 - EMBI Global Yield Spreads, у базисних пунктах;	-0,1124	0,0782	-13,748	9,557	-1,4384	0,15736
X2 - різниця між процентними ставками за довгостроковими кредитами і депозитами в іноземній валюті, у %;	-0,1104	0,0655	-2923,4	1734,73	-1,685	0,099
X3 - динаміка обсягу ВВП України, у %;	-0,1792	0,0563	-750	235,696	-3,182	0,002
X4 - співвідношення кредиту до обсягу ВВП, у %;	-0,8825	0,0736	-623	52,07	-11,972	1,952469 18E-15
X5 - динаміка валютного курсу, у %;	-0,2349	0,069	-2018	593,4	-3,400	0,0014

*При рівні значимості $p < 0,005$

Джерело: розраховано автором засобами пакету STATISTICA 8.

Але, як видно з табл. 2, змінна X1 має значимий кореляційний зв'язок з змінною - X5, а змінна X2 з змінною X4, а тому змінні X4 та X5 відображатимуть вплив цих змінних на результуючу.

На основі табл. 3 ми можемо записати отримане рівняння регресії:

$$Y = 344381,906 - 750 X3 - 623 X4 - 2018 X5 \quad (1)$$

Коефіцієнт при X1 вказує на те, що збільшення показника динаміки ВВП України на 1 % приводить до зменшення чистої зовнішньої позиції банківської системи України на 750 млн. грн., і навпаки.

Збільшення співвідношення кредиту до обсягу ВВП на 1 % буде приводити до зменшення чистої зовнішньої позиції банківської системи України на 623 млн. грн., і навпаки.

У свою чергу, збільшення показника динаміки валютного курсу на 1 % приведе до зменшення чистої зовнішньої позиції банківської системи України, на 2018 млн. грн і навпаки.

Множинна багатofакторна лінійна регресія дає змогу порівняти вплив на досліджуваний процес різних чинників. У загальному випадку змінні репрезентують чинники, що мають різні одиниці виміру (відсотки, гривні, пункти, тощо). Отже, для того щоб порівняти і з'ясувати відносну вагомість кожного з чинників, використовуємо так звані нормовані коефіцієнти регресії – нормовані в табл. 3, що дає змогу ранжувати чинники по силі впливу на результуючу змінну.

Перейдемо до розгляду характеристик адекватності отриманої моделі (табл. 4).

Таблиця 4

Характеристики адекватності регресійної моделі

Показник	Значення
<i>Коефіцієнт множинної кореляції R</i>	0,93
<i>Коефіцієнт детермінації R²</i>	0,87
<i>Скоригований R²</i>	0,86
<i>F(5,44)</i>	61,89
<i>p</i>	8,61E-19
<i>Стандартна похибка оцінювання</i>	24122,17

Джерело: побудовано автором за даними НБУ (засобами пакету STATISTICA 10.0)

Коефіцієнти лінійної множинної кореляції (детермінації) представлені у табл. 4 свідчать про тісний зв'язок між визначеними змінними на рівні 0,92. Не

скоригований коефіцієнт детермінації R^2 , що оцінює частку варіації результуючої змінної за рахунок варіації змінних X_3, X_4, X_5 дорівнює 0,87.

Таким чином, можна констатувати той факт, що існує висока ступінь обумовленості варіації чистої зовнішньої позиції банківської системи України від – динаміки обсягу ВВП України, у %; співвідношення кредиту до обсягу ВВП, у % та динаміки валютного курсу, у %.

Скоригований коефіцієнт множинної детермінації $Adj.R^2=0,86$ оцінює тісноту зв'язку з врахуванням ступенів свободи, що дозволяє використовувати його в моделях з великою кількістю факторів для оцінки тісноти зв'язку. Його значення свідчить про великий ступінь детермінованості результуючої змінної від параметрів рівняння. Таким чином, ці чинники можуть бути використані для визначення варіації чистої зовнішньої позиції банківської системи України.

Оцінимо статистичну надійність отриманого рівняння регресії за допомогою загального F -критерію, що перевіряє нульову гіпотезу про статистичну незначимість параметрів отриманого рівняння показника тісноти зв'язку ($H_0: b_0 = b_1 = 0, R = 0$). Фактичне значення F -критерію Фішера – 61, 89 з ступенями свободи (5,44) (див. табл. 4).

Порівняємо його з табличним значенням F -критерію, по заданим рівню значимості ($p=0,005$) і числу ступенів свободи (в пакеті STATISTICA $d.f._1=m=5$ дорівнює кількості змінних в рівнянні і $d.f._2 = n-m-1 = 44$ де n – кількість спостережень) $F_m = 18,59$. Оскільки $F_p > F_m$, то гіпотеза H_0 спростовується і відхиляється. Так як імовірність випадкового значення F_p значно менша 0,5% ($p < 8,61E-19$, див. табл. 4), то з ймовірністю більше 93% приймаємо альтернативну гіпотезу – визнаємо, що отримане регресійне рівняння (1) статистично значиме і значимі його параметри-оцінки тісноти зв'язку. А тому його можна використовувати для оцінювання чистої зовнішньої позиції банківської системи України.

Адекватність моделі підтверджується нормальним розподілом залишків моделі (рис. 13-14).

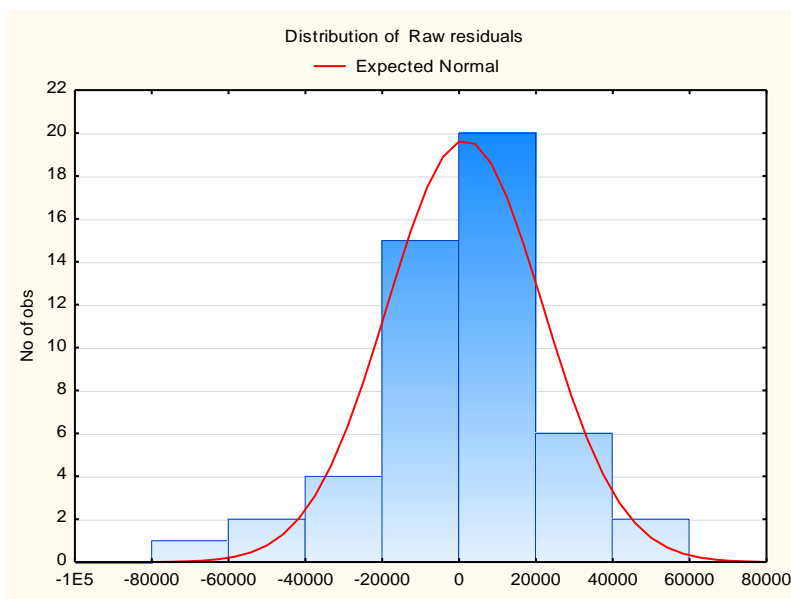


Рис. 13. Апроксимація залишків моделі нормальним розподілом

Джерело: побудовано автором засобами пакету STATISTICA 8

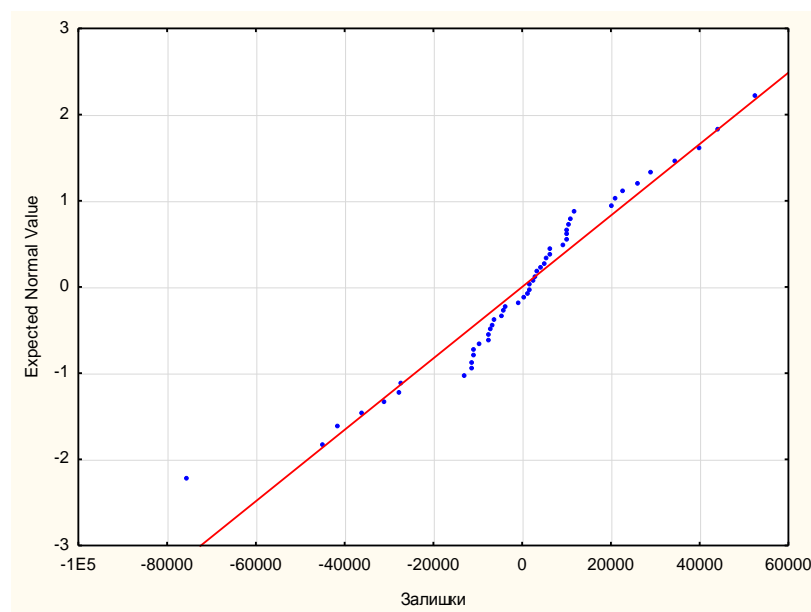


Рис. 14. Апроксимація залишків моделі нормаллю

Джерело: розраховано автором засобами пакету STATISTICA 8

Таким чином на основі економетричного моделювання отримана оціночна модель чистої зовнішньої позиції банківської системи України.

У подальшому можливо також оцінювання чистої зовнішньої позиції банківської системи України на основі нелінійних економетричних моделей, факторного аналізу та непараметричних моделей.

Додаток Е

**Коефіцієнти динаміки індикаторів фінансової стійкості та коефіцієнт
фінансової стійкості банківського сектору України за період 2006-2012 рр.***

Показники	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
I1	0,949	0,981	1,006	1,291	1,152	0,907	0,956
I2	0,939	0,931	1,105	1,276	1,062	0,926	0,984
I3	-	-	-	3,490	0,912	0,883	1,399
I4	1,031	0,805	0,081	3,531	1,115	0,965	1,346
I5	0,997	0,992	0,993	0,997	0,997	1,020	1,002
I6	1,023	0,910	0,721	4,977	0,320	0,471	1,595
I7	1,097	0,924	0,693	5,429	0,302	0,485	1,583
I8	1,127	1,018	0,923	1,305	0,988	0,945	1,017
I9	0,906	1,017	0,871	1,154	1,013	1,103	0,900
I10	0,792	0,812	0,806	1,225	0,893	1,041	1,188
I11	0,942	1,056	0,826	1,088	2,542	1,039	0,953
I12	7,482	1,268	2,474	0,861	0,758	0,389	0,297
I13	1,048	0,929	1,111	1,019	1,117	1,009	1,019
I14	0,945	0,894	1,095	0,903	0,953	1,051	1,051
I15	0,998	0,992	0,993	0,997	0,997	1,020	1,002
I18	1,144	0,903	2,209	0,270	0,724	1,590	0,725
I19	1,091	1,041	0,980	0,845	1,001	0,955	1,062
I20	0,958	0,835	1,495	0,718	1,230	0,786	0,855
I21	0,364	1,131	2,932	0,907	0,716	1,620	1,550
I22	0,788	0,866	0,746	0,936	1,237	1,092	1,141
I23	1,132	1,019	1,172	0,872	0,917	0,874	0,894
I24	1,157	0,989	1,186	0,946	0,918	0,912	0,989
КФС	1,281	0,967	1,163	1,547	0,994	0,956	1,069

*Складено автором на основі власних розрахунків за даними НБУ [8, с. 207-208].

Додаток Є

**Індикатори фінансової стійкості фінансової системи України
за період 2001-2013 рр. (поквартальні дані)***

Показники	2001	2002				2003				2004			
	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
1. Співвідношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП	0,037	0,091	0,076	0,075	0,077	0,119	0,092	0,075	0,058	0,143	0,155	0,131	0,106
2. Доларизація кредитів	0,446	0,436	0,436	0,431	0,418	0,405	0,401	0,408	0,417	0,416	0,407	0,409	0,422
3. Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів	0,067	0,048	0,049	0,056	0,050	0,049	0,045	0,057	0,037	0,035	0,037	0,035	0,036
4. Спреди (EMBI Global Yield Spreads), базисні пункти	941	622	651	663	668	404	370	302	258	294	358	333	255
5. Грошова маса М2 (млн. грн.)	44997	46793	50772	57283	64321	69552	78477	85849	94885	100956	113599	130019	125483
6. Співвідношення кредитів до депозитів	1,08	1,09	1,11	1,08	1,11	1,06	1,07	1,10	1,10	1,10	1,06	0,99	1,07
7. Чиста зовнішня позиція банківського сектору	-720	-330	120	360	581	200	-160	-610	-1450	-850	120	450	303
8. Зростання обсягів кредитів (млн. грн.)	27,792	29,669	32,653	36,349	42,035	46,021	52,656	60,491	67,835	73,430	80,970	87,128	88,579
9. Співвідношення зовнішнього боргу до валютних резервів	6,800	6,300	5,720	5,125	4,900	4,450	3,918	3,640	3,432	3,370	3,210	3,050	3,218
10. Співвідношення загальних пасивів до капіталу банків	6,059	6,436	6,831	6,846	6,402	6,972	7,773	8,103	7,781	8,069	7,902	8,355	7,294

(Продовження таблиці)

Показники	2005				2006				2007			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
1. Співвідношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП	0,114	0,068	0,037	0,029	-0,036	-0,017	-0,017	-0,043	-0,040	-0,019	-0,008	-0,077
2. Доларизація кредитів	0,424	0,415	0,413	0,433	0,443	0,457	0,474	0,495	0,509	0,514	0,516	0,499
3. Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів	0,033	0,030	0,026	0,024	0,023	0,021	0,020	0,018	0,019	0,018	0,017	0,015
4. Спреди (EMBI Global Yield Spreads), базисні пункти	214	204	157	184	198	257	218	172	164	156	217	303
5. Грошова маса М2 (млн. грн.)	139718	156102	170719	193145	194422	213151	233412	259413	269524	299910	344894	391273
6. Співвідношення кредитів до депозитів	0,99	1,04	1,10	1,08	1,16	1,21	1,27	1,33	1,40	1,47	1,48	1,52
7. Чиста зовнішня позиція банківського сектору	-700	-2200	-8300	-12175	-14200	-19300	-26400	-44199	-51571	-72167	-90741	-113882
8. Зростання обсягів кредитів (млн. грн.)	95,667	108,742	126,272	143,418	157,794	179,735	209,689	245,226	273,064	315,692	367,160	426,837
9. Співвідношення зовнішнього боргу до валютних резервів	2,665	2,594	2,585	2,041	2,498	2,519	2,695	2,478	2,598	2,611	2,394	2,460
10. Співвідношення загальних пасивів до капіталу банків	7,074	8,063	8,326	11,611	8,360	8,648	8,653	7,999	8,299	8,691	8,745	8,621

(Продовження таблиці)

Показники	2008				2009				2010			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
1. Співвідношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП	-0,099	-0,070	-0,037	-0,091	-0,026	-0,006	-0,002	-0,027	0,002	0,015	-0,028	-0,062
2. Доларизація кредитів	0,495	0,494	0,514	0,591	0,567	0,532	0,528	0,508	0,499	0,485	0,474	0,460
3. Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів	0,015	0,017	0,019	0,025	0,039	0,057	0,075	0,097	0,102	0,110	0,119	0,116
4. Спреди (EMBI Global Yield Spreads), базисні пункти	376	467	868	2771	2777	1226	892	989	507	628	559	461
5. Грошова маса M2 (млн. грн.)	411446	446320	473721	512527	460962	469989	466971	484772	492963	532127	567747	596841
6. Співвідношення кредитів до депозитів	1,60	1,61	1,67	2,04	2,26	2,22	2,23	2,16	2,08	1,92	1,83	1,76
7. Чиста зовнішня позиція банківського сектору	-125523	-133280	-163711	-226116	-211994	-185022	-168452	-149120	-136889	-129571	-108244	-105680
8. Зростання обсягів кредитів (млн. грн.)	481,035	518,087	565,924	734,022	716,545	715,815	729,456	723,295	703,105	703,546	728,625	732,823
9. Співвідношення зовнішнього боргу до валютних резервів	2,661	2,665	2,732	3,279	3,980	3,599	3,614	3,977	4,117	3,709	3,171	3,353
10. Співвідношення загальних пасивів до капіталу банків	8,230	8,349	8,199	7,765	7,436	7,680	7,544	7,643	6,906	6,964	6,909	6,840

(Продовження таблиці)

Показники	2011				2012				2013	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
1. Співвідношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП	-0,048	-0,043	-0,055	-0,095	-0,056	-0,087	-0,083	-0,103	-0,077	-0,051
2. Доларизація кредитів	0,457	0,444	0,421	0,403	0,398	0,382	0,375	0,367	0,370	0,365
3. Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів	0,114	0,112	0,103	0,099	0,100	0,094	0,094	0,089	0,092	0,094
4. Спреди (EMBI Global Yield Spreads), базисні пункти	419	468	860	940	919	897	722	632	631	782
5. Грошова маса M2 (млн. грн.)	618731	648990	658843	681801	688146	707298	729083	771126	798364	834253
6. Співвідношення кредитів до депозитів	1,70	1,66	1,69	1,63	1,57	1,56	1,51	1,42	1,38	1,35
7. Чиста зовнішня позиція банківського сектору	-105121	-90547	-93035	-84528	-77574	-80020	-74781	-45543	-60769	-64553
8. Зростання обсягів кредитів (млн. грн.)	752,057	773,692	801,628	801,809	799,232	802,302	810,462	815,142	826,596	837,761
9. Співвідношення зовнішнього боргу до валютних резервів	3,289	3,282	3,519	3,970	4,076	4,399	4,527	5,513	5,510	5,781
10. Співвідношення загальних пасивів до капіталу банків	7,188	6,899	6,777	6,781	6,857	6,816	6,796	6,657	6,573	6,580

*Складено автором на основі власних розрахунків

Додаток Ж

**Коефіцієнти динаміки індикаторів фінансової стійкості фінансової системи України
за період 2002-2013 рр. (поквартальні дані)***

Показники	2002				2003				2004			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
1. Співвідношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП	2,459	0,835	0,987	1,027	1,272	0,773	0,815	0,773	2,466	1,084	0,845	0,809
2. Доларизація кредитів	0,978	1,000	0,989	0,970	0,969	0,990	1,017	1,022	0,998	0,978	1,005	1,032
3. Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів	0,716	1,021	1,143	0,893	0,980	0,918	1,267	0,649	0,946	1,057	0,946	1,029
4. Спред (EMBI Global Yield Spreads), базисні пункти	0,661	1,047	1,018	1,008	0,605	0,916	0,816	0,854	1,167	1,218	0,930	0,766
5. Грошова маса M2 (млн. грн.)	1,040	1,085	1,128	1,123	1,081	1,128	1,094	1,105	1,064	1,125	1,145	0,965
6. Співвідношення кредитів до депозитів	1,009	1,018	0,973	1,028	0,955	1,009	1,028	1,000	1,000	0,964	0,934	1,081
7. Чиста зовнішня позиція банківського сектору	0,458	1,364	3,000	1,614	0,344	1,800	3,813	2,378	0,586	1,141	3,750	0,673
8. Зростання обсягів кредитів (млн. грн.)	1,068	1,101	1,113	1,156	1,095	1,145	1,149	1,121	1,082	1,103	1,076	1,017
9. Співвідношення зовнішнього боргу до валютних резервів	0,926	0,908	0,896	0,956	0,908	0,880	0,929	0,943	0,982	0,953	0,950	1,055
10. Співвідношення загальних пасивів до капіталу банків	1,063	1,061	1,002	0,935	1,090	1,115	1,042	0,960	1,037	0,979	1,057	0,873

(Продовження таблиці)

Показники	2005				2006				2007			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
1. Співвідношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП	1,075	0,596	0,544	0,784	2,241	0,472	1,000	2,529	0,930	0,475	0,421	9,625
2. Доларизація кредитів	1,004	0,979	0,995	1,048	1,000	1,032	1,037	1,044	1,028	1,010	1,004	0,967
3. Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів	0,917	0,909	0,866	0,923	0,958	0,913	0,952	0,900	1,056	0,947	0,944	0,882
4. Спред (EMBI Global Yield Spreads), базисні пункти	0,839	0,953	0,770	1,172	1,076	1,298	0,848	0,789	0,953	0,951	1,391	1,396
5. Грошова маса M2 (млн. грн.)	1,113	1,117	1,094	1,131	1,007	1,096	1,095	1,111	1,039	1,113	1,150	1,134
6. Співвідношення кредитів до депозитів	0,925	1,051	1,057	0,982	1,074	1,043	1,050	1,047	1,053	1,050	1,009	1,027
7. Чиста зовнішня позиція банківського сектору	3,300	3,143	3,773	1,467	1,166	1,359	1,368	1,674	1,167	1,400	1,257	1,255
8. Зростання обсягів кредитів (млн. грн.)	1,080	1,137	1,161	1,136	1,100	1,139	1,167	1,169	1,114	1,156	1,163	1,163
9. Співвідношення зовнішнього боргу до валютних резервів	0,828	0,973	0,997	0,790	1,224	1,008	1,070	0,919	1,048	1,005	0,917	1,028
10. Співвідношення загальних пасивів до капіталу банків	0,970	1,140	1,029	1,395	0,720	1,034	1,001	0,924	1,038	1,047	1,006	0,986

(Продовження таблиці)

Показники	2008				2009				2010			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
1. Співвідношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП	0,909	1,000	0,529	2,459	0,286	0,231	0,333	13,500	1,074	7,500	2,867	2,214
2. Доларизація кредитів	0,992	0,998	1,040	1,150	0,959	0,938	0,992	0,960	0,982	0,972	0,977	0,970
3. Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів	1,000	1,133	1,118	1,316	1,560	1,462	1,316	1,293	1,052	1,078	1,082	0,975
4. Спред (EMBI Global Yield Spreads), базисні пункти	1,241	1,242	1,859	3,192	1,002	0,441	0,728	1,109	0,513	1,239	0,890	0,825
5. Грошова маса M2 (млн. грн.)	1,052	1,085	1,061	1,082	0,899	1,020	0,994	1,038	1,017	1,079	1,067	1,051
6. Співвідношення кредитів до депозитів	1,053	1,006	1,037	1,222	1,108	0,982	1,005	0,969	0,963	0,923	0,953	0,962
7. Чиста зовнішня позиція банківського сектору	1,102	1,062	1,228	1,381	0,932	0,873	0,910	0,885	0,918	0,947	0,835	0,976
8. Зростання обсягів кредитів (млн. грн.)	1,127	1,077	1,092	1,297	0,976	0,999	1,019	0,992	0,972	1,001	1,036	1,006
9. Співвідношення зовнішнього боргу до валютних резервів	1,082	1,002	1,025	1,200	1,213	0,904	1,004	1,100	1,035	0,901	0,855	1,057
10. Співвідношення загальних пасивів до капіталу банків	0,955	1,014	0,928	0,947	0,958	1,033	0,982	1,013	0,904	1,008	0,992	0,990

(Продовження таблиці)

Показники	2011				2012				2013	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
1. Співвідношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП	0,774	0,896	1,279	1,727	0,589	1,554	0,954	1,241	0,748	0,662
2. Доларизація кредитів	0,993	0,972	0,948	0,957	0,988	0,960	0,982	0,979	1,008	0,986
3. Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів	0,983	0,983	0,920	0,961	1,010	0,940	1,000	0,947	1,034	1,022
4. Спред (EMBI Global Yield Spreads), базисні пункти	0,909	1,117	1,834	1,093	0,978	0,967	0,805	0,875	0,998	1,239
5. Грошова маса M2 (млн. грн.)	1,037	1,049	1,015	1,035	1,009	1,028	1,031	1,058	1,035	1,045
6. Співвідношення кредитів до депозитів	0,966	0,976	1,018	0,964	0,963	0,994	0,968	0,940	0,972	0,978
7. Чиста зовнішня позиція банківського сектору	0,995	0,861	1,027	0,909	0,918	1,032	0,935	0,609	1,334	1,062
8. Зростання обсягів кредитів (млн. грн.)	1,026	1,029	1,036	1,000	0,997	1,004	1,010	1,006	1,014	1,014
9. Співвідношення зовнішнього боргу до валютних резервів	0,981	0,998	1,072	1,128	1,026	1,079	1,029	1,218	0,999	1,049
10. Співвідношення загальних пасивів до капіталу банків	1,051	0,960	0,982	1,001	1,011	0,994	0,997	0,980	0,987	1,001

*Складено автором на основі власних розрахунків

Додаток З

**Величини коефіцієнтів динаміки індикаторів та інтегрального коефіцієнту фінансової стійкості
фінансової системи України за період 2002-2013 рр.***

Показники	2002				2003				2004			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
1. Співвідношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП	0,246	0,084	0,099	0,103	0,127	0,077	0,082	0,077	0,247	0,108	0,085	0,081
2. Доларизація кредитів	0,147	0,150	0,148	0,146	0,146	0,148	0,153	0,153	0,150	0,147	0,151	0,155
3. Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів	0,072	0,102	0,114	0,089	0,098	0,092	0,127	0,065	0,095	0,106	0,095	0,103
4. Спред	0,033	0,052	0,051	0,050	0,030	0,046	0,041	0,043	0,058	0,061	0,047	0,038
5. Грошова маса М2	0,104	0,109	0,113	0,112	0,108	0,113	0,109	0,111	0,106	0,113	0,115	0,097
6. Співвідношення кредитів до депозитів	0,101	0,109	0,097	0,103	0,096	0,101	0,103	0,100	0,100	0,096	0,093	0,108
7. Чиста зовнішня позиція банківського сектору	0,069	0,204	0,450	0,242	0,052	0,270	0,571	0,357	0,088	0,171	0,563	0,101
8. Зростання обсягів кредитів	0,053	0,055	0,056	0,058	0,055	0,058	0,058	0,056	0,054	0,055	0,054	0,051
9. Співвідношення зовнішнього боргу до валютних резервів	0,139	0,136	0,134	0,143	0,136	0,132	0,139	0,141	0,147	0,143	0,143	0,158
10. Співвідношення загальних пасивів до капіталу банків	0,053	0,053	0,050	0,047	0,055	0,056	0,052	0,048	0,052	0,049	0,053	0,044
Інтегральний коефіцієнт фінансової стійкості фінансової системи	1,017	1,054	1,312	1,093	0,903	1,093	1,435	1,151	1,097	1,049	1,399	0,896

(Продовження таблиці)

Індикатори	2005				2006				2007			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
1. Співвідношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП	0,108	0,060	0,054	0,078	0,224	0,047	0,010	0,253	0,093	0,048	0,042	0,963
2. Доларизація кредитів	0,151	0,149	0,149	0,157	0,150	0,155	0,156	0,157	0,154	0,152	0,151	0,145
3. Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів	0,092	0,091	0,087	0,092	0,096	0,091	0,095	0,090	0,106	0,095	0,094	0,088
4. Спред	0,042	0,048	0,039	0,059	0,054	0,065	0,042	0,039	0,048	0,048	0,070	0,070
5. Грошова маса M2	0,111	0,111	0,109	0,113	0,101	0,101	0,101	0,111	0,104	0,111	0,115	0,113
6. Співвідношення кредитів до депозитів	0,093	0,105	0,106	0,098	0,107	0,104	0,105	0,105	0,105	0,105	0,101	0,103
7. Чиста зовнішня позиція банківського сектору	0,495	0,471	0,566	0,220	0,175	0,204	0,205	0,251	0,175	0,210	0,189	0,189
8. Зростання обсягів кредитів	0,054	0,057	0,058	0,057	0,055	0,057	0,058	0,058	0,056	0,058	0,058	0,058
9. Співвідношення зовнішнього боргу до валютних резервів	0,124	0,146	0,150	0,119	0,184	0,151	0,161	0,138	0,157	0,151	0,138	0,154
10. Співвідношення загальних пасивів до капіталу банків	0,049	0,057	0,051	0,070	0,036	0,052	0,050	0,046	0,052	0,052	0,050	0,049
Інтегральний коефіцієнт фінансової стійкості фінансової системи	1,319	1,295	1,369	1,063	1,182	1,027	0,983	1,248	1,050	1,030	1,008	1,932

(Продовження таблиці)

Індикатори	2008				2009				2010			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
1. Співвідношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП	0,091	0,010	0,053	0,246	0,029	0,023	0,033	1,350	0,107	0,750	0,287	0,221
2. Доларизації кредитів	0,149	0,150	0,156	0,173	0,144	0,141	0,149	0,144	0,147	0,146	0,146	0,145
3. Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів	0,010	0,113	0,118	0,132	0,156	0,146	0,132	0,129	0,105	0,108	0,108	0,098
4. Спред	0,062	0,062	0,093	0,160	0,050	0,022	0,036	0,055	0,026	0,062	0,045	0,041
5. Грошова маса M2	0,105	0,109	0,106	0,108	0,090	0,102	0,099	0,104	0,102	0,108	0,107	0,105
6. Співвідношення кредитів до депозитів	0,105	0,101	0,104	0,122	0,111	0,098	0,101	0,097	0,096	0,092	0,095	0,096
7. Чиста зовнішня позиція банківського сектору	0,165	0,159	0,184	0,207	0,140	0,131	0,137	0,133	0,138	0,142	0,125	0,146
8. Зростання обсягів кредитів	0,056	0,054	0,055	0,065	0,049	0,050	0,051	0,050	0,049	0,050	0,052	0,050
9. Співвідношення зовнішнього боргу до валютних резервів	0,162	0,150	0,154	0,180	0,182	0,136	0,151	0,165	0,155	0,135	0,128	0,159
10. Співвідношення загальних пасивів до капіталу банків	0,048	0,051	0,046	0,047	0,048	0,052	0,049	0,051	0,045	0,050	0,050	0,049
Інтегральний коефіцієнт фінансової стійкості фінансової системи	0,953	0,959	1,069	1,440	0,999	0,901	0,938	2,278	0,970	1,643	1,143	1,110

(Продовження таблиці)

Індикатори	2011				2012				2013	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
1. Співвідношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП	0,077	0,090	0,128	0,173	0,059	0,155	0,098	0,124	0,075	0,066
2. Доларизація кредитів	0,149	0,146	0,142	0,144	0,148	0,144	0,147	0,147	0,151	0,148
3. Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів	0,098	0,098	0,092	0,096	0,101	0,094	0,100	0,095	0,103	0,102
4. Спред	0,045	0,056	0,092	0,055	0,049	0,049	0,040	0,044	0,050	0,062
5. Грошова маса M2	0,104	0,105	0,102	0,104	0,101	0,103	0,103	0,106	0,104	0,105
6. Співвідношення кредитів до депозитів	0,097	0,098	0,102	0,096	0,096	0,099	0,097	0,094	0,097	0,098
7. Чиста зовнішня позиція банківського сектору	0,149	0,129	0,154	0,136	0,138	0,155	0,140	0,091	0,200	0,159
8. Зростання обсягів кредитів	0,051	0,051	0,052	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,051	0,051
9. Співвідношення зовнішнього боргу до валютних резервів	0,147	0,150	0,161	0,169	0,154	0,162	0,154	0,183	0,150	0,157
10. Співвідношення загальних пасивів до капіталу банків	0,053	0,048	0,049	0,050	0,051	0,050	0,050	0,049	0,049	0,050
Інтегральний коефіцієнт фінансової стійкості фінансової системи	0,970	0,971	1,074	0,945	0,947	1,061	0,979	0,983	1,030	0,998

*Складено автором на основі власних розрахунків

Додаток І

Операційний механізм грошово-кредитної політики ЄЦБ [7]

Інструменти грошово-кредитної політики	Типи угод		Строк погашення / Періодичність	Коментарі
	Надання ліквідності	Вилучення ліквідності		
Операції на відкритому ринку				
Основні операції з рефінансування (Main Refinancing operations, MRO)	Зворотні угоди		1 тиждень / Щотижневі	Основне джерело ліквідності в банківській системі; ставка рефінансування відповідає мінімальній ставці залучення (minimum bid rate, MBR) на аукціонах з плаваючими ставками або фіксованою ставкою (fixed rate) на аукціонах з фіксованою ставкою
Довгострокові операції з рефінансування (Longer-term refinancing operations, LTRO)	Зворотні угоди		3 місяці / Щомісячні	Забезпечують доступ до більш довгострокового рефінансування
Операції «тонкої настройки» (Fine-tuning operations, FTO)	Зворотні угоди	Валютні свопи	Не стандартизовані / Нерегулярні	Здійснюються на тимчасовій основі з метою впливання додаткових або вилучення надлишкових об'ємів ліквідності; спрямовані на згладжування коливань рівня ліквідності і стабілізацію процентних ставок
	Валютні свопи	Термінові депозити; зворотні угоди		
	Купівля	Продаж		
Структурні операції (Structural operations)	Зворотні угоди	Випуск боргових сертифікатів	Стандартизовані і не стандартизовані / Регулярні і нерегулярні	Спрямовані на коректування об'єму ліквідності на ринку в довгостроковому періоді
	Купівля	Продаж	Нерегулярні	
Інструменти, що діють на постійній основі				
Резервні кредитні лінії (Marginal lending facility)	Зворотні угоди		Overnight / Доступ по ініціативі контрагента	Надання кредитів під забезпечення по ставці, що перевищує відповідну ставку міжбанківського ринку
Депозитні операції (Deposit facility)		Депозити	Overnight / Доступ по ініціативі контрагента	Розміщення депозитів в національних центральних банках по ставці, нижчій за відповідну ставку міжбанківського ринку

Додаток І

Офіційні процентні ставки ЄЦБ [225]

Дата прийняття рішення	Депозитна ставка		Основні операції рефінансування			Операції граничного рефінансування	
	Рівень	Зміна	Рівень фіксованої ставки	Рівень змінної ставки	Зміна	Рівень	Зміна
2006 рік							
8 березня	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 червня	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 серпня	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
14 жовтня	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 грудня	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 рік							
14 березня	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13 червня	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008 рік							
9 липня	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
8 жовтня	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
9 жовтня	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
15 жовтня	3,25	-	3,75	-	-0,50	4,25	-
12 листопада	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
10 грудня	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009 рік							
21 січня	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	-
11 березня	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
8 квітня	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
13 травня	0,25	-	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50
2011 рік							
13 квітня	0,50	0,25	1,25	-	0,25	2,00	0,25
13 липня	0,75	0,25	1,50	-	0,25	2,25	0,25
9 листопада	0,50	-0,25	1,25	-	-0,25	2,00	-0,25
14 грудня	0,25	-0,25	1,00	-	-0,25	1,75	-0,25
2012 рік							
11 липня	0,00	-0,25	0,75	-	-0,25	1,50	-0,25

Додаток К

Операції основного рефінансування ЄЦБ [225]

Дата проведення аукціону	Обсяги пропонованого рефінансування, млн. євро	Кількість учасників	Обсяг розподілених ресурсів, млн. євро	Фіксована процентна ставка, %
2009 рік				
6 травня	234,197	503	234,197	1,25
13 травня	229,565	512	229,565	1,00
20 травня	221,324	558	221,324	1,00
27 травня	276,814	709	276,814	1,00
3 червня	227,576	620	227,576	1,00
10 червня	302,077	604	302,077	1,00
17 червня	309,621	670	309,621	1,00
24 червня	167,902	530	167,902	1,00
1 липня	105,905	405	105,905	1,00
8 липня	106,406	397	106,406	1,00
15 липня	100,294	389	100,294	1,00
22 липня	88,272	396	88,272	1,00
29 липня	94,780	382	94,780	1,00
5 серпня	80,785	348	80,785	1,00
12 серпня	73,596	320	73,596	1,00
19 серпня	76,056	330	76,056	1,00
26 серпня	77,530	325	77,530	1,00
2 вересня	72,086	286	72,086	1,00
2010 рік				
5 травня	90,317	76	90,317	1,00
12 травня	99,570	81	99,570	1,00
19 травня	104,752	81	104,752	1,00
26 травня	106,014	83	106,014	1,00
2 червня	117,727	86	117,727	1,00
9 червня	122,039	96	122,039	1,00
16 червня	126,672	101	126,672	1,00
23 червня	151,511	114	151,511	1,00
30 червня	162,912	157	162,912	1,00
7 липня	229,070	151	229,070	1,00
14 липня	195,661	147	195,661	1,00
21 липня	201,286	163	201,286	1,00
28 липня	189,986	151	189,986	1,00
4 серпня	154,844	125	154,844	1,00
11 серпня	153,747	111	153,747	1,00
18 серпня	155,227	109	155,227	1,00
25 серпня	150,315	112	150,315	1,00
1 вересня	153,060	111	153,060	1,00
29 вересня	166,361	129	166,361	1,00
6 жовтня	197,049	148	197,049	1,00
13 жовтня	185,984	145	185,984	1,00
20 жовтня	184,030	151	184,030	1,00

(Продовження таблиці)

Дата проведення аукціону	Обсяги пропонованого рефінансування, млн. євро	Кількість учасників	Обсяг розподілених ресурсів, млн. євро	Фіксована процентна ставка, %
27 жовтня	183,439	190	183,439	1,00
3 листопада	178,350	144	178,350	1,00
10 листопада	175,035	146	175,035	1,00
17 листопада	186,033	177	186,033	1,00
24 листопада	177,103	165	177,103	1,00
1 грудня	179,694	163	179,694	1,00
8 грудня	197,283	155	197,283	1,00
15 грудня	187,814	159	187,814	1,00
22 грудня	193,470	160	193,470	1,00
29 грудня	227,865	233	227,865	1,00
2011 рік				
5 січня	195,691	179	195,691	1,00
12 січня	180,081	169	180,081	1,00
2012 рік				
25 квітня	46,369	82	46,369	1,00
2 травня	34,420	77	34,420	1,00
9 травня	39,287	80	39,287	1,00
16 травня	42,988	84	42,988	1,00
23 травня	37,852	84	37,852	1,00
30 травня	51,176	87	51,176	1,00
6 червня	119,370	96	119,370	1,00
13 червня	131,747	94	131,747	1,00
20 червня	167,253	101	167,253	1,00
27 червня	180,378	105	180,378	1,00
4 липня	163,629	92	163,629	1,00
11 липня	163,707	90	163,707	0,75
18 липня	156,752	98	156,752	0,75
25 липня	130,669	98	130,669	0,75
1 серпня	132,768	97	132,768	0,75

Додаток Л

Операції довгострокового рефінансування ЄЦБ [225]

Дата проведення аукціону	Обсяги пропонованого рефінансування, млн. євро	Кількість учасників	Обсяг розподілених ресурсів, млн. євро	Фіксована процентна ставка, %	Строк надання, днів
2009 рік					
6 травня	56,780	147	56,780	1	28
13 травня	14,536	44	14,536	1	91
20 травня	18,202	110	18,202	1	182
27 травня	442,241	1,121	442,241	1	371
3 червня	6,432	70	6,432	1	98
10 червня	38,285	86	38,285	1	35
17 червня	2,996	28	2,996	1	91
24 червня	9,067	56	9,067	1	189
1 липня	9,492	68	9,492	1	91
8 липня	30,686	90	30,686	1	28
15 липня	13,027	20	13,027	1	91
22 липня	11,875	53	11,875	1	182
29 липня	8,321	35	8,321	1	91
2010 рік					
1 квітня	17,876	62	17,876	-	182
14 квітня	15,730	12	15,730	1,00	28
29 квітня	4,846	24	4,846	-	91
12 травня	20,480	18	20,480	1,00	35
13 травня	35,668	56	35,668	-	182
27 травня	12,163	35	12,163	1,00	91
16 червня	31,603	23	31,603	1,00	28
1 липня	131,933	171	131,933	1,00	91
14 липня	49,399	34	49,399	1,00	28
29 липня	23,166	70	23,166	1,00	91
11 серпня	39,148	36	39,148	1,00	28
26 серпня	19,083	49	19,083	1,00	91
8 вересня	37,903	27	37,903	1,00	35
30 вересня	104,009	182	104,009	1,00	84
13 жовтня	52,236	34	52,236	1,00	28
28 жовтня	42,475	132	42,475	-	91
10 листопада	63,618	44	63,618	1,00	28
25 листопада	38,211	189	38,211	-	91
8 грудня	68,066	56	68,066	1,00	42
23 грудня	149,466	270	149,466	-	98
2012 рік					
1 березня	6,496	30	6,496	1,00	91
1 березня	529,531	800	529,531	-	1,092
14 березня	9,754	19	9,754	1,00	28
29 березня	25,127	48	25,127	1,00	91
11 квітня	11,389	20	11,389	1,00	28
26 квітня	21,338	39	21,338	-	91
9 травня	12,988	20	12,988	1,00	35
31 травня	8,307	33	8,307	-	91
13 червня	18,905	21	18,905	1,00	28
11 липня	24,398	27	24,398	0,75	28
26 липня	8,450	36	8,450	-	98

Додаток М

Структури нагляду в країнах – членах ЄС (станом на 01.03.2012 р.) *

Країни-члени ЄС**	Секторна модель	Модель “двох вершин”	Модель єдиного регулятора	Кількість установ, що відповідають за нагляд	Національний центральний банк має завдання або повноваження щодо нагляду за секторами***	Рік створення регуляторів
Бельгія		X	X	1	X (НЦБ – Б,С)	2010
Болгарія	X			2	X (НЦБ - Б)	2003
Чехія			X	1	X (НЦБ - усі)	2006
Данія			X	1		1988
Німеччина			X	1	X (НЦБ - Б)	2002
Естонія			X	1		1999
Греція			X	1	X (НЦБ – Б,С)	2010
Іспанія	X			3	X (НЦБ - Б)	1988; 2008
Франція			X	1	X (НЦБ - усі)	2010
Ірландія			X	1	X (НЦБ - усі)	2010
Італія	X	X		4	X (НЦБ - Б)	2008
Кіпр	X			4	X (НЦБ - Б)	2001; 2002; 2003
Латвія			X	1		1998
Литва			X	1	X (НЦБ - усі)	2010
Люксембург			X	1	X (НЦБ – усі)	1999
Угорщина			X	1		2000
Мальта			X	1		2002
Нідерланди		X		2	X (НЦБ - усі)	2004
Австрія			X	1	X (НЦБ - Б)	2002
Польща			X	1		2006
Португалія		X	X	1	X (НЦБ - усі)	2008
Румунія	X			4	X (НЦБ - Б)	1994; 2000; 2005
Словенія	X			3	X (НЦБ - Б)	1994; 2000
Словаччина			X	1	X (НЦБ - усі)	2006
Фінляндія			X	1		2009
Швеція			X	1		1990
Великобританія		X	X	2	X (НЦБ – Б,С)	2010

*Складено автором на основі сайтів центральних банків і регуляторів фінансового сектору

** Перелік країн наведено відповідно до порядку, прийнятого в ЄС

*** У дужках позначено сектори, нагляд за якими здійснює центральний банк:

Б – банківський; С – страховий; усі – всі категорії



УПРАВЛІННЯ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ В ТЕРНОПІЛЬСЬКІЙ ОБЛАСТІ

вул. Грушевського, 6, м. Тернопіль, 46001, тел.: (0352) 43-36-00, факс (0352) 43-36-54
e-mail: TerNBU@tr.bank.gov.ua, Код за ЄДРПОУ 09338410

13.08.2013 № 14-012/псс-2097 На № _____ від _____

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційної роботи
аспіранта кафедри економічної теорії ТНЕУ Чирак Ірини Миколаївни на
тему: «Монетарна політика за умов фінансової нестабільності
(на прикладі України)»

Управління Національного банку України в Тернопільській області розглянуло аналітичну записку аспіранта кафедри економічної теорії Тернопільського національного економічного університету Чирак Ірини Миколаївни, подану до Управління за результатами дисертаційного дослідження проблематики монетарної політики за умов фінансової нестабільності, і підтверджує актуальність представлених матеріалів. Висновки і пропозиції дисертанта мають теоретичне обґрунтування і практичне значення.

В діяльності Управління Національного банку України в Тернопільській області будуть використовуватися окремі рекомендації автора дисертації, зокрема:

- для оперативного визначення рівня фінансової стійкості банківської системи і спрощення розрахунків - відібрані дисертантом індикатори фінансової стійкості, що найбільш дієво сигналізують про зміну стану фінансової нестабільності у банківській системі країни;
- для отримання більш якісної оцінки стану фінансової нестабільності - запропонована методика її визначення на основі коефіцієнтів динаміки індикаторів фінансової стійкості.

Практичне застосування рекомендацій, запропонованих у дисертації Чирак Ірини Миколаївни, зокрема, методики визначення рівня фінансової нестабільності у банківській системі та рекомендацій з розробки інтегрального коефіцієнта фінансової нестабільності фінансово-економічної системи сприятиме підвищенню якості оцінки зміни рівня фінансової нестабільності та вироблення дієвих заходів впливу монетарними інструментами на її послаблення, а, отже, і на підвищення ефективності

001015

грошово-кредитної політики в Україні.

Довідка видана для пред'явлення у спеціалізовану вчену раду по захисту дисертацій.

Начальник Управління
Національного банку України
в Тернопільській області



Р.Р. Романик

Вик. Атамась А.А.
тел. 43-36-80

007015



УКРАЇНА

ТЕРНОПІЛЬСЬКА ОБЛАСНА ДЕРЖАВНА АДМІНІСТРАЦІЯ
ДЕПАРТАМЕНТ ФІНАНСІВ

вул. М. Грушевського, 8, м. Тернопіль, 46021, тел.: (0352) 52-10-83, факс 23-51-90
E-mail: gfu_ter@tr.ukrtel.net Код ЄДРПОУ 02316032

12.08.2013 № 501/61-1316

на № _____ від _____

Спеціалізованій вченій раді
по захисту дисертації

ДОВІДКА

**про впровадження результатів дисертаційної роботи
Чирак Ірини Миколаївни на тему: „Монетарна політика за умов
фінансової нестабільності (на прикладі України)”**

Департамент фінансів Тернопільської обласної державної адміністрації позитивно оцінює результати дисертації Чирак Ірини Миколаївни, в якій здійснено дослідження монетарної політики за умов фінансової нестабільності, і в своїй діяльності врахувало окремі пропозиції дисертанта, що позитивно впливають на стабілізацію фінансової системи. Особливої уваги заслуговують запропоновані автором рекомендації, спрямовані на забезпечення довгострокової макроекономічної стабільності шляхом:

- здійснення диверсифікації в залученні коштів для покриття дефіциту державного бюджету і переорієнтації боргової політики держави на використання внутрішніх джерел і резервів;

- введення валютного контролю для запобігання надмірним зовнішнім запозиченням і стимулювання зростання питомої ваги довгострокових інвестицій;

- посилення координації монетарної і бюджетно-податкової політик для згладжування коливань фінансових циклів та запобігання поширенню фінансових дисбалансів.

Директор
департаменту фінансів



С.І.Скибиляк

407000



ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО АКЦІОНЕРНИЙ БАНК
„УКРГАЗБАНК”

Тернопільська обласна дирекція

46008 м. Тернопіль, вул. Митрополита Шептицького буд. №1, тел. /факс (0352) 47-60-30

ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО АКЦІОНЕРНИЙ БАНК „УКРГАЗБАНК”	
ВІДДІЛЕННЯ №71/19	
МФО 320478	
Вихідний №	504/548
" 16 "	08 20 13 р.

Голові спеціалізованої вченої ради
по захисту дисертації

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційної роботи
аспіранта кафедри економічної теорії ТНЕУ Чирак Ірини Миколаївни
на тему «Монетарна політика за умов фінансової нестабільності
(на прикладі України)»

Дисертація Чирак І.М. на тему «Монетарна політика за умов фінансової нестабільності (на прикладі України)» містить сукупність рекомендацій, які знайшли практичне застосування у роботі Тернопільської обласної дирекції АБ «Укргазбанк». Серед висновків і пропозицій, які обґрунтовані у дисертаційній роботі і використовуються у банку, є наступні:

- необхідність підвищення частки депозитів, насамперед, у національній валюті в зобов'язаннях банку та збільшення термінів їх зберігання для зниження величини системних ризиків;
- рекомендації з недопущення надмірної кредитної експансії та накопичення валютних і строкових дисбалансів між депозитною базою і кредитними вкладеннями.

Вважаємо, що проведене Чирак І.М. наукове дослідження має наукове і практичне значення.

Директор Тернопільської
обласної дирекції
АБ «Укргазбанк»



С.І. Паламар



Фінансова Ініціатива

Банк № 4-В/08-305
вп 21.08.2013р.

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційної роботи

Чирак Ірини Миколаївни на тему: «Монетарна політика за умов фінансової нестабільності (на прикладі України)»

У дисертаційній роботі Чирак Ірини Миколаївни на тему «Монетарна політика за умов фінансової нестабільності (на прикладі України)» обґрунтовано науково-практичні пропозиції щодо посилення фінансової стійкості банківських установ.

В практичній діяльності Тернопільського регіонального управління ПАТ «КБ «Фінансова ініціатива» використовуються окремі рекомендації, запропоновані в дисертації, зокрема:

- дотримання сталого співвідношення між показниками і динамікою обсягів зобов'язань банку і власного капіталу банку;
- недопущення валютних і строкових дисбалансів між депозитною базою і кредитними вкладеннями.

Довідка видана у спеціалізовану вчену раду по захисту дисертацій.

Директор Тернопільського
регіонального управління
ПАТ «КБ «Фінансова ініціатива»



В.В. Кислов



Тернопільський національний економічний університет
Ternopil National Economic University

Lvivska Str. 11, Ternopil, 46020, Ukraine
 Tel./Fax +380 (352) 47 50 51
 E-mail: academ@tneu.edu.ua
 http://www.tneu.edu.ua

вул. Львівська, 11, Тернопіль, 46020, Україна
 Тел./факс +380 (352) 47 50 51
 E-mail: academ@tneu.edu.ua
 http://www.tneu.edu.ua

№ 126 - 05/2897

20 " 12 2013 р.

На № _____ від _____

«ЗАТВЕРДЖУЮ»

Перший проректор
 Тернопільського національного
 економічного університету
 к. ф.-м.н., доцент

М.І. Шинкарик

ДОВІДКА

про впровадження у навчальний процес
 результатів дисертаційної роботи аспіранта кафедри економічної теорії
 Тернопільського національного економічного університету
 Чирак Ірини Миколаївни

Основні наукові результати дисертаційної роботи Чирак І.М. на тему: «Монетарна політика за умов фінансової нестабільності (на прикладі України)» використовуються в навчальному процесі Тернопільського національного економічного університету та є складовою науково-дослідних робіт кафедри економічної теорії за темами: «Економічне зростання в Україні в контексті реалізації стратегії інноваційно-інвестиційного розвитку» (державний реєстраційний номер 0109U000036) та «Фундаментальні засади реалізації сучасної моделі економічної політики» (державний реєстраційний номер 0112U008452).

Окремі розробки, висновки і рекомендації, сформульовані у кандидатській дисертації, використовуються при формуванні методичного забезпечення кафедри економічної теорії та в процесі викладання навчальних дисциплін «Економічна теорія» та «Макроекономіка».

Довідка видана у спеціалізовану вчену раду по захисту дисертацій Д 58.082.01 Тернопільського національного економічного університету.

Завідувач кафедри економічної теорії
Тернопільського національного
економічного університету
доктор економічних наук, професор

В. В. Козюк

025800