

Кравчук І. С.

*к.е.н., доцент, докторант кафедри банківського менеджменту та обліку,
Тернопільський національний економічний університет;
Україна; e-mail: i.kravchuk@tneu.edu.ua*

ОПЕРАЦІОНАЛІЗАЦІЯ НЕПРЯМИХ ІНСТРУМЕНТІВ МАКРОПРУДЕНЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ НА РИНКУ ОБІГОВИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ

Анотація. У статті досліджено холистичну систему макропруденційної політики для ринку обігових фінансових інструментів щодо інструментальної операціоналізації на основі систематизації існуючих та надання пропозицій щодо впровадження нових інструментів для забезпечення створення когерентного комплексу опосередкованого макропруденційного регулювання у цій сфері.

Інструменти макропруденційної політики в межах операціоналізації потребують дослідження можливості дублювання регуляційної дії та ідентифікації можливих конфліктів, оскільки посилений вплив комплексу подібних інструментів може негативно вплинути на ринок та його учасників. Зі значної множини описаних інструментів доцільно використовувати ті, які найбільш прийнятні для конкретних учасників, а також мають найбільшу ефективність щодо досягнення фінансової стабільності як головної цілі макропруденційного регулювання.

Ключові слова: обігові фінансові інструменти, макропруденційна політика, операціоналізація, фінансова стабільність, антициклічний буфер, фінансовий леверидж.

Формул: 0; рис.: 0, табл.: 0, бібл.: 30

Кравчук І. С.

*PhD, associate professor, Department of Banking Management and Accounting,
Ternopil National Economic University;
e-mail: i.kravchuk@tneu.edu.ua*

OPERATIONALIZING THE INDIRECT INSTRUMENTS OF MACROPRUDENTIAL POLICY IN THE NEGOTIABLE FINANCIAL INSTRUMENTS MARKET

Abstract. Holistic system of macroprudential policy for the negotiable financial instruments market in the context of the instrumental operationalization on the basis of systematization of existing and development of proposals for the introduction of new tools are studied in the article for create a coherent indirect macroprudential regulation complex in this area.

Macroprudential tools in the framework of the operationalization require research of regulatory action duplication and identification possible conflicts, because the enhanced effect of a such instruments combination may affect adversely in the market and its participants.

The implementation of new or use of existing macroprudential instruments in the context of non-bankig financial institutions (investment funds, insurance companies, pension funds, investment firms) are explored concerning their activities in the negotiable financial instruments market.

Keywords: negotiable financial instruments, macroprudential policy operationalizing, financial stability, countercyclical buffer, financial leverage.

JEL classification: E44, E58, G18, G28.

Formulas: 0; fig.: 0, tabl.: 0, bibl.: 30

Кравчук І. С.

*к.э.н., доцент, докторант кафедры банковского менеджмента и учета
Тернопольский национальный экономический университет;
Украина; e-mail: i.kravchuk@tneu.edu.ua*

ОПЕРАЦИОНАЛИЗАЦИЯ КОСВЕННЫХ ИНСТРУМЕНТОВ МАКРОПРУДЕНЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ НА РИНКЕ ОБОРОТНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Аннотация. В статье исследована холистическая система макропруденционной политики для рынка оборотных финансовых инструментов в разрезе инструментальной операционализации на основе систематизации существующих и разработки предложений по внедрению новых инструментов для создания когерентного комплекса косвенного макропруденционного регулирования в этой сфере.

Инструменты макропруденционной политики в рамках операционализации требуют исследования возможности дублирования регуляционных действий и идентификации возможных конфликтов, поскольку усиленное влияние комплекса похожих инструментов может негативно повлиять на рынок и его участников. Из значительного множества описанных инструментов целесообразно использовать те, которые наиболее приемлемы для конкретных участников, а также имеют наибольшую эффективность по достижению финансовой стабильности как главной цели макропруденционного регулирования.

Ключевые слова: оборотные финансовые инструменты, макропруденционная политика, операционализация, финансовая стабильность, антициклический буфер, финансовый левэридж.

Формул: 0; рис.: 0, табл.: 0, библ.: 30

Вступ. Ринки обігових фінансових інструментів забезпечують зростання фінансіалізації економіки у глобальному вимірі та відіграють значну роль у виникненні ймовірних потрясінь, що можуть мати системні наслідки. У зв'язку з цим, враховуючи результати останньої світової фінансової кризи, на міжнародному рівні розпочато процес розробки заходів щодо упередження реалізації системного ризику на основі конструювання превентивних інструментів, які встановлюють певні обмеження у функціонуванні основних учасників фінансової системи.

Запропонований інструментарій повинен мати відповідне обґрунтування в рамках холистичної (цілісної) системи макропруденційної політики. Для реалізації її головної цілі щодо забезпечення стабільності фінансової системи в цілому зусилля міжнародних організацій та національних регулятивних органів зосереджені переважно на підтримці стабільності фінансових інституцій (перш за все банків) і в незначній мірі акцентується увага на розробці макропруденційного інструментарію для власне ринків обігових фінансових інструментів. Діяльність фінансових інституцій на цих ринках є важливим джерелом можливих дестабілізаційних процесів, а з іншої сторони надмірний вплив макропруденційних інструментів може призвести до зменшення ефективності ринків під час зростаючої фази ділового циклу. А тому макропруденційна політика має передбачати (1) створення прямих інструментів впливу на ринок, а також (2) здійснення операціоналізації макропруденційних інструментів для фінансових інституцій з врахуванням їх впливу на здатність ринку ефективно виконувати свої функції та одночасне згладжування ринкової циклічності, яка є одним з головних ендогенних джерел нарощення крихкості ринків, що підвищує їх вразливість на негативні шоки.

Аналіз досліджень та постановка завдання. У відповідності з даними праці Клемента (Clement) [1, с. 59] вважається, що перше використання терміну «макропруденційний» у міжнародному контексті, згідно записів Банку міжнародних розрахунків (BIS), було у 1979 році під час засідання Комітету Кука (який надалі трансформовано в Базельський комітет з банківського нагляду). Проте активна фаза досліджень щодо макропруденційної політики у фінансовій сфері розпочалася після Великої рецесії. Сутність політики з підтримки фінансової стабільності розкрито як в дослідницьких роботах Галатті і Мосснера (Galati & Moessner) [2], Нієра (Nier) [3], Шмітца (Schmitz) [4], Шонмейкера (Schoenmaker) [5], так і в рекомендаційних документах Ради з фінансової стабільності при G20, Міжнародного валютного фонду, Банку міжнародних розрахунків [6; 7; 8].

Дослідження впровадження макропруденційних інструментів та їх дієвості здійснено у наукових працях Ліма, Колумби, Кости і Конгсамута та ін. (Lim, Columba, Costa, & Kongsamut) [9], Клессенса (Claessens) [10], Грейс, Хелісці і Вудс (Grace, Hallsisey, & Woods) [11], Церутті, Клессенса і Лаевена (Cerutti, Claessens, & Laeven) [12], Ломбарді і Сіклоса (Lombardi & Siklos) [13]. Рекомендації щодо процедур операціоналізації інструментів макропруденційної політики опрацьовано на рівні Ради фінансової стабільності (FSB) [8], а також Комітетом з глобальної фінансової системи (CGFS) Банку міжнародних розрахунків [14;15].

Однак у дослідженнях різних аспектів реалізації макропруденційної політики незначна увага приділяється її впливу на ринок обігових фінансових інструментів, зважаючи на його важливість в забезпеченні стабільності фінансової системи в цілому.

А тому метою статті є оцінка значення операціоналізації макропруденційних інструментів, направлених на діяльність фінансових інституцій, щодо їх опосередкованого впливу на забезпечення стабільності ринку обігових фінансових інструментів.

Для досягнення поставленої мети використано методи системного та компаративного аналізу, абстрактно-логічний метод, індукції та дедукції тощо.

Результати дослідження. Невід'ємним елементом холистичної системи макропруденційної політики є розробка чіткого механізму операціоналізації інструментів, тобто їх відбору, налаштування та виміру ефективності.

Враховуючи матеріали, розкриті в рекомендаційних документах FSB [8] та CGFS [14;15], інструментальна операціоналізація вимагає реалізації таких заходів: 1) селекція сигнальних індикаторів, 2) розробка і відбір інструментів, 3) калібрація активації та послаблення дії інструментів, 4) *ex-ante* оцінка інструментальних витрат-вигод, 5) ідентифікація регуляційного арбітражу, 6) *ex-post* оцінка ефективності інструментів, 7) вдосконалення інформаційної бази.

Початковим етапом операціоналізації інструментів у макропруденційному вимірі є *селекція індикаторів виміру системного ризику* на ринку обігових фінансових інструментів, значення яких можуть використовуватися в якості сигналів для налаштування інструментів макропруденційної політики. На даний час один з найбільш повних оглядів кількісних вимірників системного ризику здійснено у праці Бісіаса, Флуда, Ло і Валаваніса (Bisias, Flood, Lo, & Valavanis) [16], де описано 31 показник, в т.ч. 6 стосуються макропруденційної площини. З врахуванням цього дослідження, а також на основі вивчення матеріалів щодо оцінки системного ризику в макропруденційних цілях [4; 6] можна виокремити наступні підходи для оцінки системного ризику на ринку обігових фінансових інструментів:

(1) агреговані індикатори дисбалансів на ринку, які розраховуються як на підставі ринкових даних, так і з допомогою балансових показників діяльності учасників ринку. Такими індикаторами на основі ринкових даних можуть бути композитні індекси стресу на ринку та показники крихкості ринку. Вони як правило є «термометром» ринку, тобто оцінюють поточний стан ринку. Показниками на основі балансових показників учасників ринку є рівень їх ліквідності, левериджу, обсяг інвестицій в окремі види обігових фінансових інструментів (в т.ч. іноземних емітентів) тощо. Для таких цілей можуть використовуватися показники фінансової стійкості учасників ринку запропоновані МВФ [17]. Однак балансові показники базуються переважно на історичних даних, а тому обмежують можливості прогнозування макропруденційними органами ймовірної нестабільності ринку;

(2) попереджувальні індикатори (early warning indictors) дозволяють прогнозувати зміну ринку, зокрема на основі дослідження циклічності ринку. Такими індикаторами можуть бути гепи (відхилення від довгострокових трендів) цін обігових фінансових інструментів, обсяги їх емісії, відкритий інтерес за похідними контрактами тощо;

(3) метрики для визначення системної важливості ринків та учасників (зокрема рівень їх концентрації), мережевий аналіз, аналіз умовних вимог, а також векторні авторегресійні моделі, які дозволяють визначити рівень розвитку мультиринкового, крос-секторного та транскордонного зараження ринків при матеріалізації системного ризику на ринках обігових фінансових інструментів;

(4) макро стрес-тести, зокрема симуляція сценаріїв макроекономічних шоків та їх вплив на стабільність ринків обігових фінансових інструментів та їх учасників. Корисним

для таких цілей може бути досвід МВФ з методик проведення стрес-тестування в рамках програми оцінки фінансової стабільності (Financial System Assessment Program, FSAP) [18];

(5) інтегровані системи моніторингу, які комбінують вище описані підходи та дозволяють отримати когерентну картину про стан ринку. Центральні банки деяких країн використовують системи моніторингу системного ризику для всієї фінансової системи – Монітор Системного ризику (Національний банк Австрії), RAMSI (Банк Англії) [19, с. 18].

Вибір прийнятних індикаторів можна здійснювати на підставі трьох-крокового підходу, запропонованого CGFS [14]: (1) відповідність критеріям щодо (а) релевантності макропруденційним інструментам; (б) легкої доступності даних для розрахунку індикатора; (в) простоти, тобто здатності до легкого пояснення та реплікації; (2) ригористична оцінка емпіричної надійності індикатора щодо виявлення точок активації інструмента, наприклад, ідентифікація початку розвитку ринкового буму; (3) оцінка здатності індикатора подавати сигнали щодо моментів послаблення дії макропруденційного інструмента, наприклад, настання спадаючої фази ринку.

Для використання індикаторів в якості сигнальних важливим є встановлення межі значень, при перевищенні якої інструмент макропруденційної політики доцільно активувати. На даний час найбільш відомим прикладом такої межі, рекомендованої Банком міжнародних розрахунків (а саме Базельським комітетом з банківського нагляду) для використання антициклічного буфера є 10% відхилення значення показника кредит/ВВП від довгострокового тренду [20]. Більш сильним підтвердженням необхідності активації інструментів макропруденційної політики є наявність гомогенних сигналів від різних індикаторів.

Наступним етапом інструментальної операціоналізації є *розробка і/або відбір інструментів* макропруденційної політики, які мають бути в чіткому нерозривному зв'язку з сигнальними індикаторами. На даний час розроблено ряд макропруденційних інструментів, але майже всі вони стосуються банківської діяльності, хоча деякі з них опосередковано впливають на ринок обігових фінансових інструментів. А тому важливим дослідницьким завданням є розробка прямих (безпосередніх) макропруденційних інструментів для ринку та його учасників. Звичайно, ці інструменти мають бути сконструйовані для досягнення визначених цілей макропруденційної політики.

Надалі доцільно здійснити *калібрацію інструментів*, тобто перевірку розроблених алгоритмів щодо трансляції змін сигнальних індикаторів у зміни роботи інструментів, тобто їх активації чи послаблення на підставі чітких критеріїв. Проведення калібрації є доволі складним процесом у випадку макропруденційної політики, оскільки вимагає перевірки дієвості використання інструментів та їх трансмісії на основі різних критеріїв, однак на даний час така інформація обмежена, зважаючи на доволі короткий термін застосування ряду інструментів. Побудова алгоритму активації-послаблення інструментів, зважаючи на дані [7; 9], передбачає різні варіанти вибору дій в наступних вимірах:

(1) поступовий vs посилений підхід – застосування одразу інструментів щодо значних макропруденційних обмежень при гомогенному мультисигналі від різних індикаторів;

(2) широкі дії vs обмежені цільові – використання групи інструментів при значному наростанні системного ризику, наприклад, при потужному ринковому бумі на всіх сегментах ринку обігових фінансових інструментів або використання окремих інструментів для обмеження накопичення системного ризику на певному сегменті, наприклад в діяльності інвестиційних фондів на ринку боргових цінних паперів;

(3) одиничні інструменти vs мультиінструментарій – гранична вигода від використання одного інструмента з часом зменшується через впровадження учасниками ринку різних схем для уникнення обмеження, тому доцільно впроваджувати доповнювальні інструменти;

(4) правила vs дискреційні рішення – застосування незмінних правил для макропруденційних інструментів має ряд недоліків, зокрема регуляційний арбітраж і, перш за все, наявність циклічності на ринку, а тому доцільним є застосування переважно дискреційного підходу, який передбачає зміну рівня макропруденційних обмежень залежно від фази циклу.

При калібрації інструментів важливим є дослідження механізму трансмісії їх дії (наприклад, схематичних карт трансмісії) з допомогою ринків та їх учасників. Чітке уявлення про роль окремих каналів трансмісії дозволяє більш «тонко» налаштовувати рівень активації чи послаблення інструментів, а також їх субституцію чи доповнення.

Попередня оцінка інструментальних витрат–вигод є наступним етапом операціоналізації, який є доволі важким для квантифікації. У спільному звіті FSB, МВФ та BIS [8] визначено наступні види витрат у цій площині: (1) коригуючі витрати – швидке впровадження вимог учасниками ринку щодо певного макропруденційного інструменту (наприклад, антициклічного буфера) призводить до додаткових витрат, а тому доцільно встановлювати перехідний період для дотримання відповідних макропруденційних вимог; (2) витрати ефективності пов’язані з пріоритетністю впровадження різних інструментів, що стосуються ринків і їх учасників; (3) витрати випуску – впровадження макропруденційних інструментів призводить у короткостроковому періоді до зменшення темпів економічного зростання, але в довгостроковому періоді це призводить до відсутності витрат, які б виникли при настанні фінансової кризи тощо.

Згідно дослідження CGFS [15] можна виокремити такі методології *ex-ante* оцінки макропруденційних інструментів на ринку обігових фінансових інструментів:

1. Методи оцінки політики щодо цілей встановлених у термінах макроекономічних змінних:

(а) структурні макроекономічні моделі, найбільш популярною версією яких на сучасному етапі є моделі динамічної стохастичної загальної рівноваги (DSGE), що дозволяють оцінити реакцію основних економічних агентів (фінансові інститути, нефінансові корпорації, домогосподарства тощо) та ринків на використання макропруденційних інструментів;

(б) редуковані форми макроекономічних моделей, які описують взаємозв’язки лише вибраних складових (наприклад, діяльності фінансових інститутів на ринку обігових фінансових інструментів та рівня ВВП);

(в) методи на основі індикаторів – пов’язують агреговані показники з епізодами стабільності/стресу на ринках обігових фінансових інструментів та їх зміну при використанні макропруденційних інструментів.

2. Методи оцінки політики щодо цілей встановлених у термінах гранульованих змінних (мікро–рівень щодо експозицій чи інституцій):

(а) стрес–тести – симуляція сценаріїв реакції ринків обігових фінансових інструментів та учасників, а також суб’єктів реальної економіки від впровадження макропруденційних інструментів;

(б) панельні економетричні регресійні моделі – аналіз реакції на мікрорівні (окремих ринків чи учасників) на дію макропруденційних інструментів;

(в) мережеві моделі – оцінка зміни структури та рівня взаємопов’язаності між ринками обігових фінансових інструментів та їх учасниками після реалізації макропруденційних заходів.

Застосування макропруденційних інструментів може призвести до появи та розвитку *регуляційного арбітражу*, тобто міграції інвесторів та інших учасників до менш регульованих секторів ринку або транскордонної зміни інвестиційної діяльності, а також зміни форм функціонування учасників ринку (наприклад, розвиток *shadow banking*). Тому доцільно ідентифікувати ймовірні міграційні рухи та координувати свої дії у межах інституційного дизайну макропруденційної політики.

Визначення рівня досягнення поставлених цілей від імплементації заходів макропруденційної політики є завданням *ex-post* оцінки ефективності інструментів, зокрема на основі дослідження зміни стійкості учасників ринку до шоків різного походження, інвестиційної поведінки при операціях з обіговими фінансовими інструментами, а також динаміки основних показників ринків (цін, їх волатильності, обсягів торгів, нових емісій, ліквідності ринку тощо). Зокрема Церутті, Клессенс і Лаевен [12]

проаналізували на основі регресійних моделей ефективність застосування макропруденційного індексу (включає 12 макропруденційних інструментів) для 119 країн світу. Ломбарді і Сікелос [13] розробили композитний індикатор макропруденційних можливостей та розрахували на основі регресії його вплив на фінансову стабільність, використовуючи дані 46 країн.

Ефективне застосування макропруденційних інструментів можливе тільки при значному масиві даних, який на даний час доволі обмежений. Для вдосконалення інформаційної бази доцільно максимально ефективно використовувати повноваження відповідного органу в межах інституційного дизайну макропруденційної політики. На міжнародному рівні активно вживаються заходи щодо покращення інформаційного забезпечення у цій сфері, зокрема реалізується проект Data Gaps Initiative. Крім того, впроваджується технологія присвоєння єдиних міжнародних кодів LEI (Legal Entity Identifier) для учасників ринку.

Деталізуємо холістичну систему макропруденційної політики для ринку обігових фінансових інструментів щодо інструментальної операціоналізації на основі систематизації існуючих та надання пропозицій щодо впровадження нових інструментів для забезпечення створення когерентного комплексу опосередкованого макропруденційного регулювання у цій сфері.

Макропруденційні інструменти для ринку обігових фінансових інструментів можна поділити на дві групи: (1) прямі, які стосуються безпосередньо ринку та (2) опосередковані, які відносяться до регулювання діяльності ринкових учасників шляхом встановлення обмежувальних норм, формування додаткових запасів капіталу тощо. Крім того, інструменти поділяються за цільовим направленням їх дії: (1) часового виміру – для згладжування циклічності ринків та підвищення стійкості учасників до ймовірних накопичених дисбалансів; (2) крос-секторного виміру – для зменшення дестабілізуючої ролі високої (надлишкової) взаємопов'язаності ринків та їх учасників.

Інструменти для банківської сфери.

Антициклічний буфер є макропруденційним інструментом, який призначений для досягнення проміжних цілей макропруденційної політики щодо підвищення стійкості банківських установ на циклічні дисбаланси та згладжування боргових циклів. Буфер формується як частка від банківських активів, зважених на ризик і може досягати значення до 2,5% в періоди зростаючої фази боргового циклу, а саме при більше ніж 10% позитивному відхиленні показника кредит/ВВП від довгострокового тренду. При розрахунку цього сигнального індикатора кредит розглядається як сукупний борг, до якого має включатися також обсяг емітованих боргових цінних паперів [20], зміна якого впливає на розвиток сукупного боргового циклу.

Вимоги щодо мінімального рівня левериджу для банків (розраховується з 2015 року і стане обов'язковим щодо дотримання з 2018 року) є інструментом, який має двосторонній вплив – як сприяє підвищенню стійкості банків, так і коригує їх активність на ринках обігових фінансових інструментів, тим самим зменшуючи амплітуду коливань цін та інших показників ринків. Базельський комітет з банківського нагляду презентував на початку 2014 року документ [21] щодо особливостей розрахунку коефіцієнта левериджу, який передбачає врахування діяльності банків на ринку обігових фінансових інструментів. Зокрема коефіцієнт левериджу може обчислюватися як відношення капіталу банку (СЕТ1) до його загальної експозиції, яка включає балансову експозицію (в тому числі щодо цінних паперів, але крім деривативів), експозицію за деривативами, експозицію за трансакціями фінансування цінних паперів, позабалансову експозицію. Значення коефіцієнта калібрується і на даний час рекомендується на рівні 3%. У США мінімальний коефіцієнт левериджу використовувався ще від 1991 року [9, с. 17].

Макропруденційні інструменти ліквідності передбачають встановлення мінімальних вимог щодо наявності ліквідних активів у банків для стабільного виконання своїх зобов'язань, тобто вони використовуються для досягнення цілі макропруденційної політики

із підвищення стійкості фінансових інституцій у цілому, в тому числі при стресах на ринках обігових фінансових інструментів, а також і для мікропруденційних цілей. На міжнародному рівні в рамках Базель III запропоновано впровадити мінімальні вимоги щодо таких синтетичних показників як коефіцієнт ліквідного покриття (Liquidity Coverage Ratio, LCR) та коефіцієнт чистого стабільного фондування (Net Stable Funding Ratio, NSFR). Розрахунок обох коефіцієнтів у значній мірі пов'язаний з діяльністю банків на ринку обігових фінансових інструментів. Так, LCR розраховується як відношення суми високоякісних ліквідних активів (HQLA) до загального обсягу чистих грошових відтоків у наступні 30 днів. Високоліквідні активи поділяються на 3 рівні, які враховуються при розрахунках з різними вагами, і їх до складу включено й цінні папери: Рівень 1 – кваліфіковані суверенні боргові цінні папери, боргові обігові фінансові інструменти центральних банків та держаних органів; Рівень 2A – корпоративні боргові цінні папери та покриті облігації з кредитним рейтингом не менше AA–; Рівень 2B – кваліфіковані іпотечні цінні папери, корпоративні боргові цінні папери з рейтингом від A+ до BBB–; кваліфіковані прості акції. Мінімальні вимоги щодо цього показника впроваджуються поступово з 2015 року (60%) і на початок 2019 року значення має складати не менше 100% у період фінансової стабільності. Однак, передбачено можливість відхилення від норми в період фінансових стресів [22].

NSFR (з 2018 року) передбачає застосування вимог щодо обов'язковості перевищення наявного стабільного фондування над обсягом стабільного фондування, який вимагається. Наявне стабільне фондування (ASF) складається з п'яти категорій, в залежності від вагових коефіцієнтів до складу яких включається в т.ч. власний капітал (зокрема акумульований на основі емісії акцій) та боргові цінні папери переважно з строками погашення більше 1 року [23].

Крім того, можуть встановлюватися вимоги щодо формування додаткових ліквідних буферів (liquidity surcharge) при виникненні дисбалансів щодо термінів погашення активів та пасивів банків.

Динамічні резерви за експозиціями з кредитними ризиками в тому числі стосуються і вкладень у боргові цінні папери. Особливість формування резервів (на відміну від української практики) полягає у змінності частки відрахувань у резерви в залежності від фази борговому циклу. Такий інструмент, наприклад, в Іспанії було ще запроваджено у 2000 році [9, с. 42].

Обмеження або заборона на власні торгові операції з цінними паперами та деривативами для великих банків розглядається для впровадження в США (правило Волкера), Великій Британії (звіт Віккерса) та у зоні євро (звіт Лііканена). Цей інструмент спрямований на досягнення проміжних цілей макропруденційної політики – збільшення стійкості банків до ринкових коливань, згладжування циклів через зменшення оборотів на ринку зі сторони великих банків, зменшення ймовірного негативного впливу системно важливих банків, зокрема через послаблення взаємопов'язаності з іншими учасниками ринками на основі заборони купувати їх пайові цінні папери тощо. Існують приклади і ширшого використання цих обмежень – в 2010 році у Пд. Кореї впроваджено обмеження позицій для всіх банків щодо валютних деривативів для зменшення короткотермінового зовнішнього боргу і ця «стеля» встановлена у відношенні до банківського капіталу на рівні 50% для банків-резидентів та 250% для філій іноземних банків (в 2011 році зменшено до 40% і 200% відповідно) [9, с. 48]. Цей інструмент може бути видозмінено у вигляді циклічних вимог до торговельного портфеля, зокрема підвищуючи обмеження щодо обсягу операцій з цінними паперами при зростаючій фазі циклу та послаблюючи їх в період рецесії.

Стосуються ринку обігових фінансових інструментів й обмеження на міжбанківські експозиції, оскільки частина операцій на міжбанківському ринку здійснюється з використанням короткострокових боргових цінних паперів (деPOSITНИХ сертифікатів, комерційних паперів), а також реалізуються операції міжбанківського РЕПО. Цей інструмент сприяє досягненню всіх трьох проміжних цілей макропруденційної політики, зокрема цілі щодо зменшення взаємопов'язаності банків, яка може при реалізації системного ризику

призвести до ефекту зараження значних масштабів; цілі підвищення стійкості банків через зменшення частки короткострокового нестабільного фондування; цілі згладжування циклічності на боргових ринках через зменшення та вирівнювання їх обсягів.

Обмеження на фінансові інвестиції нерезидентів (банків та інших фінансових інституцій), а також на інвестиції резидентів в інструменти закордонних ринків є важливим інструментом регулювання потоку спекулятивного капіталу на ринках країн, що розвиваються, оскільки при настанні фінансової нестабільності перенаправлення цього капіталу в менш ризикові інструменти на розвинутих ринках може призвести до значних обвалів на ринку та спровокувати розвиток фінансової кризи. Такі обмеження, наприклад, впроваджено в Індії, Угорщині.

Обмеження розподілу прибутку для банківських установ, перш за все, служить для накопичення додаткового капіталу при зростаючій фазі та посилення стійкості банків при низхідній фазі фінансового циклу, в тому числі і на ринках обігових фінансових інструментів. Цей інструмент впливає також на зменшення ймовірності розвитку бумів на ринку банківських акцій через знижувальний вплив на їх ринкову ціну обмежень щодо виплати дивідендів.

У крос-секторному вимірі основними інструментами є вимоги щодо створення додаткових буферів капіталу (1–3,5% від активів зважених на ризик) для системно важливих банків на різних рівнях (глобальному, регіональному, національному).

Інструменти для парабанківської сфери.

На даний час у площині міжнародних рекомендацій щодо впровадження макропруденційних інструментів у парабанківських системі досягнуто значно меншого прогресу, ніж для банківського сектору. Такі документи опубліковані зокрема щодо визначення глобальних системно важливих страховиків [24], Рада фінансової стабільності при G20 розробила ряд пропозицій щодо вдосконалення *shadow banking* (деякі види інвестиційних фондів, інвестиційні фірми, сек'юритизаційні структури), а у липні 2016 році Європейська рада системного ризику (ESRB) опублікувала комплексний стратегічний документ щодо макропруденційної політики поза банківським сектором [25], в якому окреслено напрями можливого впровадження макропруденційних інструментів для різних учасників фінансового ринку (крім банків).

На нашу думку, доцільним є розширення дослідження питання про впровадження нових або використання існуючих наступних макропруденційних інструментів у розрізі парабанківських фінансових інституцій щодо їх діяльності на ринку обігових фінансових інструментів:

1. Інвестиційні фонди як одні з найбільш активних учасників ринку обігових фінансових інструментів потребують регулювання на основі формування антициклічного буферу за аналогією зі схожим інструментом у банківській сфері, однак сигнальним індикатором для активації інструмента має бути геп (відхилення від довгострокового тренду) цін акцій та/або обсягу боргових цінних паперів залежно від типу фондів (акцій, облігацій, грошового ринку, змішаних фондів). Іншими важливими інструментами можуть стати вимоги щодо усунення негативного впливу дисбалансів ліквідності (формування буферів ліквідності) та строкості (*redemption fees and redemption gates*) активів і пасивів, а також вимоги стосовно максимального рівня левериджу, особливо для хедж-фондів. У крос-секторному вимірі слід визначити додаткові обмеження щодо значних експозицій, допомоги банків для фондів грошового ринку, що зменшить ризик поширення системних ризиків, а також додаткові буфери для системно важливих інвестиційних фондів (NBNI G-SIFI), розробивши відповідну методику їх ідентифікації [26].

2. Страхові компанії також значну частку активів формують на ринку обігових фінансових інструментів і це має враховуватись при розробці макропруденційної політики щодо їх діяльності. Так, у крос-секторному вимірі Міжнародна асоціація наглядових органів у страхуванні (International Association of Insurance Supervisors, IAIS) у 2013 році розробила методику визначення системно важливих страхових компаній у глобальному вимірі (G-SIIs).

Для ідентифікованих G-SIIs встановлюються вимоги щодо дотримання показника вищої абсорбції втрат (Higher Loss Absorbency, HLA) [27], розрахунок якого базується на основі базових капітальних вимог [28]. Для вирішення проміжних цілей макропруденційної політики доцільним є встановлення для страхового сектору обмежень щодо обсягу нетрадиційної нестрахової діяльності (Non-traditional Non-insurance Activities, NTNI), яка в більшості пов'язана з обіговими фінансовими інструментами [29].

3. Діяльність пенсійних фондів також повинна бути забезпечена від ймовірних потрясінь на ринку обігових фінансових інструментів, зважаючи ще й на їх важливу соціальну роль в економіці. З цією метою слід використовувати антициклічні буфери як частку від капіталу, при цьому в якості сигнальних індикаторів доцільно використовувати показники коливань цін на ринках акцій, а також доходності та суми в обігу на ринку боргових цінних паперів. Встановлення рівнів буфера можна здійснювати у декілька етапів: 1) у період фінансової стабільності та нижньої частини спадаючої фази на ринку вимоги до значення буфера мають бути нульовими; 2) при зростанні відхилень від довгострокового тренду на одному з ринків більше як на 10% (як для коливань кредит/ВВП, але надалі в процесі використання інструменту цей рівень відхилень доцільно відкалібрувати на основі даних *ex-post*) встановити початковий рівень значення буфера (значення можна брати, використовуючи банківську практику – 2,5%, а надалі скоригувати, зважаючи на дієвість макропруденційного інструмента для пенсійних фондів); 2) при подвійному сигналі (з обох ринків акцій та боргових цінних паперів) – вимоги до обсягу буфера подвоїти. Для досягнення головної цілі макропруденційної політики слід також розробити процедуру визначення системних пенсійних фондів та встановити для них вимоги щодо додаткових системних буферів;

4. Інвестиційні фірми, які займаються брокерсько-дилерською та андеррайтинговою діяльністю є важливими учасниками ринку, підтримуючи ліквідність ринку, зв'язуючи інвесторів з торговельною інфраструктурою та організовуючи продаж обігових фінансових інструментів для інвесторів. Ці інститути класифікуються як складові *shadow banking*, а тому є важливим джерелом системного ризику. У багатьох країнах спостерігається значна концентрація на ринку щодо таких інституцій, а це підвищує ризик дестабілізації ринку, а тому необхідно розробити алгоритм оцінки системності таких учасників (на глобальному, регіональному та місцевому рівнях) та встановити для них вимоги щодо формування додаткових буферів. Пропозиції Ради фінансової стабільності та IOSCO [26] для визначення системно важливих інвестиційних фірм глобального масштабу передбачають, що необхідно аналізувати діяльність такого типу інституцій з активами більше 100 млрд. дол.

З метою підвищення стійкості всіх інвестиційних фірм до можливих ринкових стресів доцільно впровадити макропруденційний інструмент з формування додаткових фондів ліквідності для забезпечення їх перманентної здатності щодо підтримки ліквідності ринків.

5. Серед інших фінансових інституцій особливої уваги потребують установи, діяльність яких пов'язана з сек'юритизацією активів (також відносяться до *shadow banking*), зокрема кондуїти, які акумулюють кредити та інші активи для подальшого перепакуння і цінні папери та продажу на ринку, а також компанії спеціального призначення (SPV, SIV). На міжнародному рівні після світової фінансової кризи докладено зусилля з розробки рекомендацій для вдосконалення процесу трансформації ряду фінансових активів у цінні папери і в липні 2015 році Базельський комітет з банківського нагляду спільно з IOSCO опублікували чотирнадцять критеріїв для ідентифікації простої, транспарентної та порівнювальної сек'юритизації [30], в т.ч. шість критеріїв стосуються сек'юритизаційних структур. У процесі сек'юритизації діяльність спеціальних фінансових інституцій може супроводжуватися зростанням дисбалансів щодо ліквідності, термінів (короткострокове фондування на основі АВСР (asset backed commercial paper) і довгострокові активи) та левериджу, що призводить до ймовірної реалізації системного ризику. Крім того, сек'юритизація посилює взаємопов'язаність на ринках обігових фінансових інструментів, зокрема банків, які надають активи для трансформації, інституцій, що реалізують

сек'юритизацію та інвесторів, які купують сконструйовані цінні папери. А тому доцільно впроваджувати інструменти макропруденційного регулювання (вимоги щодо ліквідності, левериджу, обмеження концентрації щодо експозиції на банки) для зменшення впливу таких джерел системного ризику.

Важливим є й здійснення постійного моніторингу нових видів діяльності на ринках обігових фінансових інструментів, перш за все інноваційних компаній сектору FinTech та їх технологій. При ідентифікації сигналів щодо їх можливості стати джерелом розвитку фінансових потрясінь та системного ризику, необхідно опрацювати сценарії впровадження макропруденційного впливу на їх діяльність на ринках обігових фінансових інструментів.

Висновки. Після світової фінансової кризи на ринках капіталу можна спостерігати значне зростання регуляцій, що може призвести до інфляції регулювання, наслідком якої може стати суттєве зменшення ефективності ринку. А тому описані інструменти макропруденційної політики перед їх застосуванням потребують чіткої операціоналізації, також необхідно здійснити дослідження можливості дублювання регуляційної дії, оскільки посилений вплив комплексу подібних інструментів може негативно вплинути на ринок та його учасників. Крім того, необхідно ідентифікувати можливі конфлікти щодо дії інструментів, що також може призвести до негативних наслідків у функціонування ринку обігових фінансових інструментів. Зі значної множини описаних інструментів доцільно використовувати ті, які найбільш прийнятні для конкретних учасників, а також мають найбільшу ефективність щодо досягнення фінансової стабільності як головної цілі макропруденційного регулювання.

Література

1. Clement, P. The term "macroprudential": origins and evolution [Electronic resource] / P. Clement // BIS Quarterly Review. – 2010. – March. – P. 59–67. – Available at: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1003h.htm.
2. Galati, G. Macroprudential policy – a literature review [Electronic resource] / G. Galati, R. Moessner // BIS Working Papers. – 2011. – № 337. – 40 p. – Available at: <http://www.bis.org/publ/work337.pdf>.
3. Nier, E. Macroprudential policy – taxonomy and challenges [Electronic resource] / E. Nier // National Institute Economic Review. – 2011. – Vol. 216, Issue 1. – 16 p. – Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1904627.
4. Schmitz, B. Macroprudential financial market regulation. Aims, implementation, and implications for developing and emerging economies [Electronic resource] : Discussion Paper 20/2013 / B. Schmitz. – Bonn : German Development Institute, 2013. – 47 p. – Available at: https://www.die-gdi.de/uploads/media/DP_20.2013.pdf.
5. Schoenmaker, D. Macroprudentialism [Electronic resource] / D. Schoenmaker. – London : CEPR Press, 2014. – 185 p. – Available at: http://voxeu.org/sites/default/files/file/macprudentialism_VoxEU_0.pdf.
6. Macroprudential policy tools and frameworks. Progress report to G20 [Electronic resource] // FSB, IMF, BIS. – 2011. – 20 p. – Available at: <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102711.pdf>.
7. Macroprudential policy tools and frameworks. Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors [Electronic resource] // FSB, IMF, BIS. – 2011. – 13 p. – Available at: <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/021411.pdf>.
8. IMF–FSB–BIS. Elements of effective macroprudential policies. Lessons from international experience [Electronic resource]. – 2016. – 22 p. – Available at: <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/2016/083116.pdf>.
9. Lim, C. Macroprudential policy: what instruments and how to use them? Lessons from country experiences [Electronic resource] / C. Lim et al. // IMF Working Paper. – 2011. – № 238. – 85 p. – Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11238.pdf>.
10. Claessens, S. An overview of macroprudential policy tools [Electronic resource] / S. Claessens // IMF Working Paper. – 2014. – № 214. – 38 p. – Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14214.pdf>.
11. Grace, T. The instruments of macro-prudential policy [Electronic resource] / T. Grace, N. Hallissey, M. Woods // Central Bank Quarterly Bulletin. – 2015. – № 1. – P. 90–105. – Available at: <https://www.centralbank.ie/docs/default-source/financial-system/macprudential-policy/gns-2-1-1-the-instruments-of-mpru.pdf?sfvrsn=2>.
12. Cerutti, E. The use and effectiveness of macroprudential policies: new evidence [Electronic resource] / E. Cerutti, S. Claessens, L. Laeven // IMF Working Paper. – 2015. – № 61. – 43 p. – Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1561.pdf>.
13. Lombardi, D. Benchmarking macroprudential policies: an initial assessment [Electronic resource] / D. Lombardi, P. Siklos // Journal of Financial Stability. – 2016. – Vol. 27. – P. 35–49. – Available at: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1572308916300924>.
14. Operationalising the selection and application of macroprudential instruments [Electronic resource] // CGFS Papers. – 2012. – № 48. – 75 p. – Available at: <http://www.bis.org/publ/cgfs48.pdf>.
15. Experiences with the ex ante appraisal of macroprudential instruments [Electronic resource] // CGFS Papers. – 2016. – № 56. – 52 p. – Available at: <http://www.bis.org/publ/cgfs56.pdf>.
16. Bisias, D. A survey of systemic risk analytics [Electronic resource] / D. Bisias, M. Flood, A. W. Lo, S. Valavanis // Office of Financial Research Working Paper. – 2012. – № 0001. – 165 p. – Available at: http://bigdata.csail.mit.edu/sites/bigdata/files/sites/Lo%20abstract%20and%20paper%20-%20Systemic_OFRI_final.pdf.
17. Modifications to the current list of financial soundness indicators [Electronic resource] // International Monetary Fund. – 2013. – 13 November. – 23 p. – Available at: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/111313.pdf>.

18. Review of the financial sector assessment program: further adaptation to the post crisis era [Electronic resource] // International Monetary Fund. – 2014. – September. – 48 p. – Available at: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/081814.pdf>.
19. Kahou, M. Macroprudential policy: a review [Electronic resource] / M. Kahou, A. Lehar // SPP Research Papers. – 2015. – Vol. 8, № 34. – 37 p. – Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2693662.
20. Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer [Electronic resource] // BIS Basel Committee on Banking Supervision. – 2010. – December. – 32 p. – Available at: <http://www.bis.org/publ/bcbs187.htm>.
21. Basel III leverage ratio framework and disclosure requirements [Electronic resource] // BIS Basel Committee on Banking Supervision. – 2014. – January. – 23 p. – Available at: <http://www.bis.org/publ/bcbs270.htm>.
22. Basel III: the liquidity coverage ratio and liquidity risk monitoring tools [Electronic resource] / BIS Basel Committee on Banking Supervision. – 2013. – January. – 75 p. – Available at: <http://www.bis.org/publ/bcbs238.htm>.
23. Basel III: the net stable funding ratio [Electronic resource] / BIS Basel Committee on Banking Supervision. – 2014. – October. – 17 p. – Available at: <http://www.bis.org/bcbs/publ/d295.htm>.
24. Global systemically important insurers: policy measures [Electronic resource] // International Association of Insurance Supervisors. – 2013. – July. – 32 p. – Available at: [FinalGSIIspolicymeasures18July2013 \(5\).pdf](http://www.iaais.org/iaais/PDF/2013/07/20130705.pdf).
25. Macroprudential policy beyond banking: an ESRB strategy paper [Electronic resource] // European Systemic Risk Board. – 2016. – July. – 36 p. – Available at: https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/20160718_strategy_paper_beyond_banking.en.pdf
26. Assessment methodologies for identifying non-bank non-insurer global systemically important financial institutions. Proposed High-Level Framework and Specific Methodologies [Electronic resource] : Consultative Document (2nd) / Financial Stability Board ; International Organization of Securities Commissions. – 2015. – March. – 62 p. – Available at: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD479.pdf>.
27. Higher loss absorbency requirement for global systemically important insurers (G-SIIs) [Electronic resource] // International Association of Insurance Supervisors. – 2015. – October. – 48 p. – Available at: [IAIS Higher Loss Absorbency Requirement for G SIIs.pdf](http://www.iaais.org/iaais/PDF/2015/10/20151001.pdf).
28. Basic capital requirements for global systemically important insurers [Electronic resource] // International Association of Insurance Supervisors. – 2014. – July. – 51 p. – Available at: http://www.actuaries.org/LIBRARY/Submissions/FTP3_2014-ConsultationDoc.pdf.
29. Non-traditional non-insurance activities and products [Electronic resource] : public consultation document // International Association of Insurance Supervisors. – 2015. – November. – 24 p. – Available at: [NTNI Public Consultation Document \(2\).pdf](http://www.iaais.org/iaais/PDF/2015/11/20151101.pdf).
30. Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations [Electronic resource] // BIS Basel Committee on Banking Supervision. – 2015. – July. – 16 p. – Available at: <http://www.bis.org/bcbs/publ/d332.htm>.

Стаття надійшла до редакції 31.01.2017 © Кравчук І. С.

References

1. Clement, P. (2010, March). The term “macroprudential”: origins and evolution. *BIS Quarterly Review*, 59–67. Available at: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1003h.htm
2. Galati, G., & Moessner, R. (2011). Macroprudential policy – a literature review. *BIS Working Papers*, 337. Available at: <http://www.bis.org/publ/work337.pdf>
3. Nier, E. (2011). Macroprudential policy – taxonomy and challenges. *National Institute Economic Review*, 216(1), 16. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1904627
4. Schmitz, B. (2013). *Macroprudential financial market regulation. Aims, implementation, and implications for developing and emerging economies*. Discussion Paper 20/2013. Bonn: German Development Institute. Available at: https://www.die-gdi.de/uploads/media/DP_20.2013.pdf
5. Schoenmaker, D. (2014). *Macroprudentialism*. London: CEPR Press. Available at: http://voxeu.org/sites/default/files/file/macprudentialism_VoxEU_0.pdf
6. Macroprudential policy tools and frameworks. Progress report to G20. (2011). *FSB, IMF, BIS*. Available at: <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102711.pdf>
7. Macroprudential policy tools and frameworks. Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors. (2011). *FSB, IMF, BIS*. Available at: <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/021411.pdf>
8. *IMF-FSB-BIS. Elements of effective macroprudential policies. Lessons from international experience*. (2016). Available at: <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/2016/083116.pdf>
9. Lim, C. (2011). Macroprudential policy: what instruments and how to use them? Lessons from country experiences. *IMF Working Paper*, 238. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11238.pdf>
10. Claessens, S. (2014). An overview of macroprudential policy tools. *IMF Working Paper*, 214. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14214.pdf>
11. Grace, T., Hallissey, N., & Woods, M. (2015). The instruments of macro-prudential policy. *Central Bank Quarterly Bulletin*, 1, 90–105. Available at: <https://www.centralbank.ie/docs/default-source/financial-system/macprudential-policy/gns-2-1-1-the-instruments-of-mpru.pdf?sfvrsn=2>
12. Cerutti, E., Claessens, S., & Laeven, L. (2015). The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence. *IMF Working Paper*, 61. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1561.pdf>
13. Lombardi, D., & Siklos, P. (2016). Benchmarking macroprudential policies: An initial assessment. *Journal of Financial Stability*, 27, 35–49. Available at: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1572308916300924>
14. Operationalising the selection and application of macroprudential instruments. (2012). *CGFS Papers*, 48. Available at: <http://www.bis.org/publ/cgfs48.pdf>
15. Experiences with the ex ante appraisal of macroprudential instruments. (2016). *CGFS Papers*, 56. Available at: <http://www.bis.org/publ/cgfs56.pdf>
16. Bisiyas, D., Flood, M., Lo, A. W., & Valavanis, S. (2012). A Survey of Systemic Risk Analytics. *Office of Financial Research Working Paper*, 0001. Available at: http://bigdata.csail.mit.edu/sites/bigdata/files/sites/Lo%20abstract%20and%20paper%20-%20Systemic_OFRI_final.pdf

17. *Modifications to the current list of financial soundness indicators*. (2013, November). International Monetary Fund. Available at: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/111313.pdf>
18. *Review of the financial sector assessment program: further adaptation to the post crisis era*. (2014, September). International Monetary Fund. Available at: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/081814.pdf>
19. Kahou, M., & Lehar, A. (2015). *SPP Research Papers*, 8(34). Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2693662
20. Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer. (2010, December). *BIS Basel Committee on Banking Supervision*. Available at: <http://www.bis.org/publ/bcbs187.htm>
21. Basel III leverage ratio framework and disclosure requirements. (2014, January). *BIS Basel Committee on Banking Supervision*. Available at: <http://www.bis.org/publ/bcbs270.htm>
22. Basel III: the liquidity coverage ratio and liquidity risk monitoring tools. (2013, January). *BIS Basel Committee on Banking Supervision*. Available at: <http://www.bis.org/publ/bcbs238.htm>
23. Basel III: the net stable funding ratio. (2014, October). *BIS Basel Committee on Banking Supervision*. Available at: <http://www.bis.org/bcbs/publ/d295.htm>
24. Global systemically important insurers: policy measures. (2013, July). *International Association of Insurance Supervisors*. Available at: [FinalGSIIspolicymeasures18July2013 \(5\).pdf](https://www.iaais.org/~/media/Files/Policy%20measures%2018%20July%202013%20(5).pdf)
25. Macroprudential policy beyond banking: an ESRB strategy paper. (2016, July). *European Systemic Risk Board*. Available at: https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/20160718_strategy_paper_beyond_banking.en.pdf
26. *Assessment methodologies for identifying non-bank non-insurer global systemically important financial institutions*. Proposed High-Level Framework and Specific Methodologies. (2015, March). Available at: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD479.pdf>
27. Higher loss absorbency requirement for global systemically important insurers (G-SIIs). (2015, October). *International Association of Insurance Supervisors*. Available at: [IAIS Higher Loss Absorbency Requirement for G SIIs.pdf](https://www.iaais.org/~/media/Files/Higher%20Loss%20Absorbency%20Requirement%20for%20G%20SIIs.pdf)
28. Basic capital requirements for global systemically important insurers. (2014, July). *International Association of Insurance Supervisors*. Available at: http://www.actuaries.org/LIBRARY/Submissions/FTP3_2014-ConsultationDoc.pdf
29. Non-traditional non-insurance activities and products. (2015, November). *International Association of Insurance Supervisors*. Available at: [NTNI Public Consultation Document \(2\).pdf](https://www.iaais.org/~/media/Files/NTNI%20Public%20Consultation%20Document%20(2).pdf)
30. Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations. (2015, July). *BIS Basel Committee on Banking Supervision*. Available at: <http://www.bis.org/bcbs/publ/d332.htm>

Received 31.01.2017

© Kravchuk I. S.