

Ольга С. Поликарпова
**МАКРОПРУДЕНЦІЙНА ПОЛІТИКА: МЕТА, ІНСТРУМЕНТИ
ТА МОЖЛИВОСТІ ДЛЯ УКРАЇНИ**

У статті розглянуто макроруденційну політику центральних банків, висвітлено алгоритм прийняття рішень щодо застосування макроруденційних інструментів та їх класифікацію, пов'язаних із забезпеченням фінансової стабільності системи та окремих її елементів. Проаналізовано ефективність використання основних макроруденційних інструментів в екстрополіції на пом'якшення проявів системного ризику. Визначено напрями взаємодії макроруденційної та грошово-кредитної політики.

Ключові слова: макроруденційна політика; макрофінансова стабільність; системний ризик; контрициклічність.

Рис. 2. Табл. 1. Літ. 19.

Ольга С. Поликарпова
**МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНАЯ ПОЛИТИКА: ЦЕЛЬ,
ИНСТРУМЕНТЫ И ВОЗМОЖНОСТИ ДЛЯ УКРАИНЫ**

В статье рассмотрена макроруденциальная политика центральных банков, описан алгоритм принятия решений относительно применения макроруденциальных инструментов и их классификация, связанная с обеспечением финансовой стабильности системы и отдельных ее элементов. Проанализирована эффективность использования основных макроруденциальных инструментов в экстрополіції по смягчению проявлений системного риска. Определены направления взаимодействия макроруденциальной и денежно-кредитной политик.

Ключевые слова: макроруденциальная политика; макрофінансовая стабільність; системный риск; контрициклічність.

Olga S. Polikarpova¹
**MACROPRUDENTIAL POLICY: AIM, TOOLS AND
OPPORTUNITIES FOR UKRAINE**

The article analyzes macroprudential policies of central banks, the algorithm of decision-making regarding the application of macroprudential tools and their classification as related to ensuring financial stability of the system and its particular elements. The efficiency of using key macroprudential tools in extrapolation to alleviate the manifestations of systemic risk is analyzed. Directions in interaction of macroprudential and monetary policies are outlined.

Keywords: macroprudential policy; macrofinancial stability; systemic risk; countercyclicity.
JEL classification: E44; E58; E61; G28.

Постановка проблеми. Стабільність фінансової системи має велике значення для функціонування економіки. Стрімкий розвиток глобальної фінансової кризи обумовив інтерес до макроруденціальної політики, оскільки саме центральні банки зобов'язані забезпечувати фінансову стабільність в умовах взаємозалежності фінансової та монетарної політик. Макроруденціальною політикою — це комплекс превентивних заходів, спрямованих на мінімізацію ризиків системної фінансової кризи, за якої значна частина фінансового сектору стає неплатоспроможною або неліквідною, в результаті чого учасники ринку не можуть діяти без підтримки органу грошово-кредитного регулювання або пруденціонального нагляду. Інтерес до макроруденційної політики,

¹ Ternopil National Economic University, Ukraine.

інституціонального забезпечення макрофінансової стабільності, узгодженості цілей макро- та мікропруденційної й грошово-кредитної політик досліджували експерти Міжнародного валютного фонду, Європейського Центрального банку, Банку Англії [6; 8; 15–17].

Аналіз останніх досліджень. В Україні інтерес до даної проблематики тільки зароджується. Природу виникнення системних ризиків та вплив заходів макропруденційної політики розглядала Т. Унковська [3], методологічними засадами макропруденційного нагляду займалися В. Міщенко та А. Крилова [1], а також О. Петрик [2]. В даному дослідженні зроблено спробу заповнити існуючі у вітчизняній економічній науці прогалини та систематизувати знання в області макропруденційної політики. Акцент зроблено на встановленні взаємозв'язку між джерелами системного фінансового ризику та існуючими макропруденційними інструментами, на аналізі прийняття макропруденційних рішень, характеристиках макропруденційного нагляду.

Основні результати дослідження. Остання фінансова криза підкреслила роль центрального банку в забезпеченні фінансової стабільності та взаємозалежності монетарної політики та фінансової системи в цілому. Криза в банківському секторі хвилеподібно перейшла на економічний сектор. Однією з найбільших проблем глобальної економіки є небезпека поглиблення макрофінансової нестабільності одночасно з загостренням глобальної конкуренції. Переростання глобальної фінансової кризи в кризу суверенного боргу та гальмування довгострокової стабілізації уможливило існування та нагромадження системного ризику. Міжнародні фінансові організації визначають системний ризик як «ризик зриву надання фінансових послуг, який викликається погіршенням стану всієї фінансової системи або її частини і має потенційні серйозні негативні наслідки для реальної економіки» [13]. Починаючи з 2009 р. МВФ рекомендує центральним банкам використовувати макропруденційні інструменти для зниження макрофінансових ризиків та дисбалансів в структурі фінансової системи [19]. Макропруденційний нагляд та застосування макропруденційних інструментів є пріоритетом в Європейському Союзі, як на національному, так і на рівні Союзу. Європейська Рада з системних ризиків (ESRB) була створена 1 січня 2011 р., з метою забезпечення попередження макропруденційних ризиків і сприяння застосуванню макропруденційних інструментів [11].

Макропруденційний нагляд доповнює існуючі механізми мікропруденційного нагляду, враховує інтереси системоутворюючих учасників та взаємозв'язок між ними. Він розглядає систему в цілому, зосередивши увагу на взаємодії компонентів фінансової системи (тобто, між фінансовими інститутами, ринками, інфраструктурою) і економіки. Макропруденційний нагляд охоплює аналітичну складову (спрямовану на виявлення системних ризиків) і компонент політики (спрямовану на пом'якшення системного ризику). Центральний банк, здебільшого, є провідним органом, відповідальним за макропруденційний аналіз, який узагальнює та аналізує інформацію вигляді періодичної звітності про фінансову стабільність.

Ефективне і своєчасне пом'якшення системного ризику починається з ретельного аналізу системних ризиків, інформування системи, коли і як діяти.

Незважаючи на зростаючий академічний інтерес до цієї теми, серйозною проблемою залишається збір та аналіз індикаторів, які характеризують прояви системного ризику. У країнах, які розвиваються, ці проблеми часто посилюються обмеженнями в технічних можливостях та прогалинах у даних.

Глобальна фінансова криза змістила акцент на системну стабільність. Кризу слід розглядати на зростаючому тлі соціальних витрат й також через обмеження ринкової дисципліни при пом'якшенні системних ризиків. Пом'якшення системного ризику в даний час широко застосовується в якості базової концепції дизайну посткризового нормативної порядку.

Необхідно розрізняти макропруденційний аналіз, політику та нагляд. Макропруденційний аналіз призначений для виявлення системних ризиків та зон ризику, макропруденційна політика являє собою комплекс превентивних мір з подолання загроз фінансовій стабільності. Макропруденційний нагляд зосереджує увагу на ідентифікації ризиків для збереження фінансової стабільності всієї фінансової системи, а не на стійкості окремих фінансових установ.

Хоча макропруденційна політика на інструментальному рівні і заснована на мікропруденційному регулюванні, необхідно пам'ятати, що макропруденційне регулювання поєднано зі стійкістю фінансової системи та зі зниженням ризиків у реальному секторі економіки, тобто інтенсифікація макроекономічної стійкості на противагу розповсюдження ендегенних та екзогенних шоків. Ідея макропруденційної політики полягає в тому, щоб розробити набір принципів та правил, які можуть зменшити внесок кожної установи в загальний системний ризик таким чином згладити фінансовий цикл (тобто зниження системних ризиків, які накопичуються та можуть мати руйнівні наслідки). Мета макропруденційного регулювання полягає в зменшенні амплітуди фінансового циклу і сполученого з ним системного ризику [9]. Макропруденційні правила, зменшуючи проціклічність ризику, гарантують, що фінансова система працює з меншою амплітудою системного ризику, що може підвищити стійкість системи на фазі спаду та пом'якшити дисбаланси на ринках фінансових активів [14]. Пошук балансу між фінансовою стабільністю та постійною потребою в зростанні показано в табл. 1. Інструменти впливу бухгалтерського балансу фінансових інститутів та інструменти впливу умов кредитування повинні мати контрциклічну динаміку (приймати «жорсткі» значення на фазі росту економічного циклу та більш «м'які» – в період рецесії).

Такі інструменти макропруденційної політики як LTI, LTV, DTI можуть бути адаптовані до ризиків окремих секторів або кредитних портфелів, не викликаючи загального зниження економічної активності, тим самим обмежуючи вартість втручання пруденційної політики.

DTI (debt-to-income limit) – ліміти на співвідношення суми боргу та доходу позичальника. Використовується як міра контрциклічного регулювання для стримування міжчасового прояву системного ризику, відноситься до пруденційного регулювання якості банківських активів.

LTI (loan-to-income limit) – ліміти на доходи або темпи росту. Ліміти застосовуються на активи та використовуються для пом'якшення циклу кредитування, для стримання інфляції, для регулювання між секторального прояву системного ризику.

Таблиця 1. Основні макропруденційні інструменти, які впливають на фінансову стабільність [10]

	Обмеження, пов'язані з позичальником, інструментом або діяльністю DPI, LTI, LTV	Обмеження балансу фінансового сектора (активи, зобов'язання)	Вимоги до капіталу та резервів	Оподаткування	Інше (в т.ч. інституційна інфраструктура)
Стимулююча фаза		Резервні вимоги (здійснюють прямий вплив на темпи зростання кредиту, тому пом'якшують цикл кредитування/ціни на активи, тобто тимчасовий прояв системного ризику). Обмеження на розподілення прибутку (здійснюють контрциклічний вплив на банківське кредитування)	Антициклічні капітальні вимоги (приймає форму підвищення нормативу достатності капіталу або терезів ризику під час підйому, обмежуючи кредитну експансію. Або навпаки – під час економічного спаду дозволяє банкам не скорочувати активи)	Податок на конкоретні активи та/або зобов'язання	Зміни в управлінні та ринковій дисципліні. Зміна в стандартах бухгалтерського обліку (гуччіші звіти)
Стримуюча фаза (кредитна криза)	Ліміти на валютні кредити (регулюють системний ризик, пов'язаний зі зміною валютного курсу). Ліміти на розриви в терміновості активів та пасивів	Ліміти ліквідності (наприклад, показник чистого стабільного фінансування, коефіцієнт ліквідності)	Антициклічні капітальні вимоги	Збори та податки (непрофільні зобов'язання)	Будівництво макропруденційного надзору з державним захистом
Розповсюдження шоків	Різні обмеження на види діяльності або на склад активів	Встановлення конкретних (вибіркових) обмежень на фінансові ризики	Капітальні вимоги, пов'язані з системним ризиком	Зовнішні податки	Вимоги щодо розкриття інформації (відносно присутності конкретних ризиків)
		інструменти для підвищення стійкості			
		інструменти для приглушення циклу			
		інструменти для розсіювання циклу			

LTV (loan-to-value limit) – ліміти на співвідношення суми кредиту та вартості його забезпечення. Цей показник стримує здатність до займу домогосподарств, знижує проциклічність забезпеченого кредитування, відтак, використовується як інструмент контрциклічної політики.

Макропруденційне регулювання передбачає вищі стандарти для інститутів, ринків та інструментів, які визнаються системно значущими. У разі фінансової нестабільності додаткові вимоги дозволяють системно значущим учасникам мати буфер капіталу і ліквідності та не залежати від допомоги грошових або фіскальних інструментів.

Відповідальність великих гравців зможе знизити рівень системного ризику [9]. Макропруденційні вимоги щодо розкриття інформації впливають на часовий аспект системного ризику. За обмеженості інформації стосовно наявного ризику інвестори можуть посилювати амплітуду кредитного ризику. На стадії піднесення недостатня інформаційна прозорість ринку призводить до збільшення економічних агентів та спонукає недооцінювати ризик, на стадії спаду – призводить до посилення тиску на ринку відносно фінансового стану агентів. Провал одного гравця викликати збільшення ризику в інших гравців та призведе до збільшення сукупного ризику всієї фінансової системи. Відповідальність великих гравців допоможе стабілізувати (регулювати) виникнення системного ризику. Наявність достовірної та своєчасної інформації стосовно наявного ризику є необхідною умовою ринкової дисципліни та ефективного функціонування ринків.

Використання макропруденційної політики буде змінюватись в залежності від впливу конкретної країни до потрясінь і ризиків та її структурних, інституційних та фінансових характеристик ринку, які впливають на посилення фінансових циклів і ефективність обраної політики. Ефективність макропруденційної політики може також варіюватись від ефективної фіскальної, грошово-кредитної і мікропруденційної політики. Наприклад, деякі країни можуть використовувати грошово-кредитну політику, щоб вплинути на фінансовий цикл, але і для тих, які входять до складу валютного союзу й мають жорсткий прив'язаний курс, ця опція не доступна.

Одним із найвразивіших місць при проектуванні структури макропруденційної політики є її взаємодія з грошово-кредитною політикою, оскільки в кінцевому рахунку обидві політики впливають на реальні економічні змінні. Ця взаємодія залежить від ролі фінансових дисбалансів в рамках грошово-кредитної політики. Після світової кризи посилились дебати щодо використання грошово-кредитної політики для коректування накопичених фінансових дисбалансів. Б. Бернанке зазначив: «у виняткових обставинах монетарній політиці, можливо, доведеться вийти за рамки макроекономічної стабільності» [5].

Ефективне пом'якшення системного ризику вимагає від фінансової системи, зокрема від центральних банків, добре розвинутої аналітичної методології моніторингу системного ризику. Механізм моніторингу систем раннього попередження криз (в основному макроекономічних, на базі випереджальних індикаторів) і оцінок банківського сектора за різними економетричними моделями, а також їх використання залежить від умов функціонування фінансового ринку та фаз економічного циклу.

Макропруденційні інструменти здатні пом'якшити системний ризик, пов'язаний з кредитом, ліквідністю та капіталом. Результати аналізу даних 49 країн щодо підтвердили ефективність використання макропруденційних інструментів (рис. 1) за такими напрямками [16]:

- наглядова практика центральних банків – емпірично підтверджено, що частина центральних банків досягли цільових критеріїв фінансової стабільності завдяки макропруденційним інструментам або завдяки синтезу з іншими інструментами економічної політики;

- визначення динаміки системного ризику до та після застосування макропруденційних інструментів. Ефективність макропруденційних інструментів визначається зниженням кореляції між зростанням кредитування та динамікою ВВП. В тих країнах, які використовували LTV, DTI та резервні вимоги, ця кореляція була значно менше;

- визначення впливу макропруденційних інструментів на фактори системного ризику (темпи зростання кредиту, системну ліквідність, леверидж та потоки капіталу). Інструменти обмежують проциклічність розвитку фінансової системи та рівень фінансового левериджу.

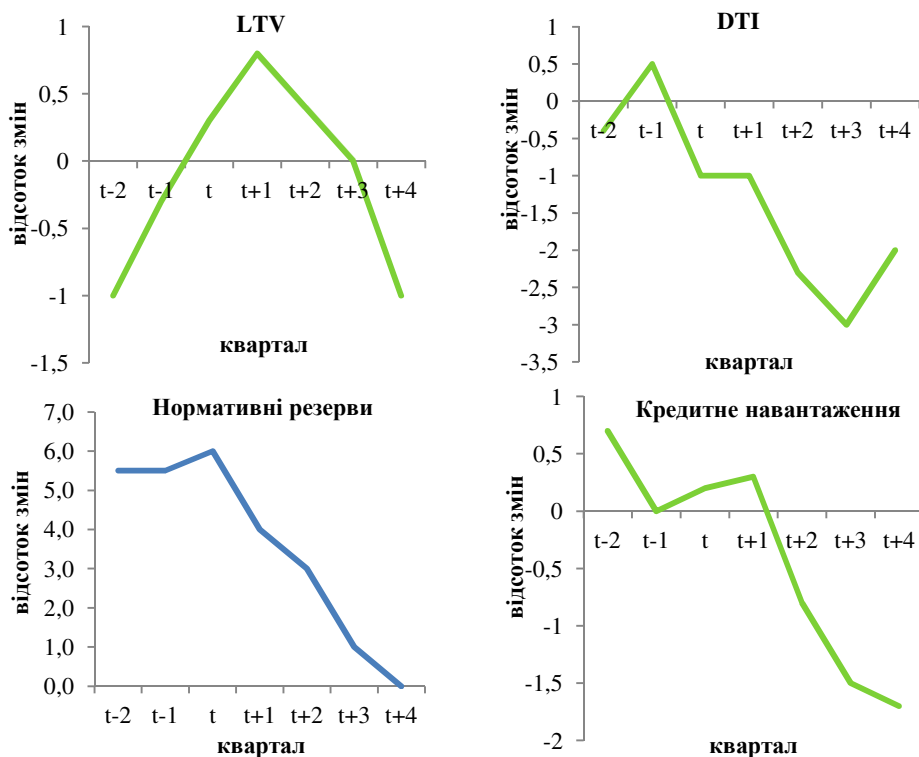


Рис. 1. Зміна сукупного ризику після застосування макропруденційних інструментів [16]

Ступінь ефективності макропруденційних інструментів необхідно розглядати з позицій розміру витрат на застосування таких інструментів, а також

з побічними ефектами та наслідками. Алгоритм прийняття рішень на застосування відповідних інструментів представлено на рис. 2.

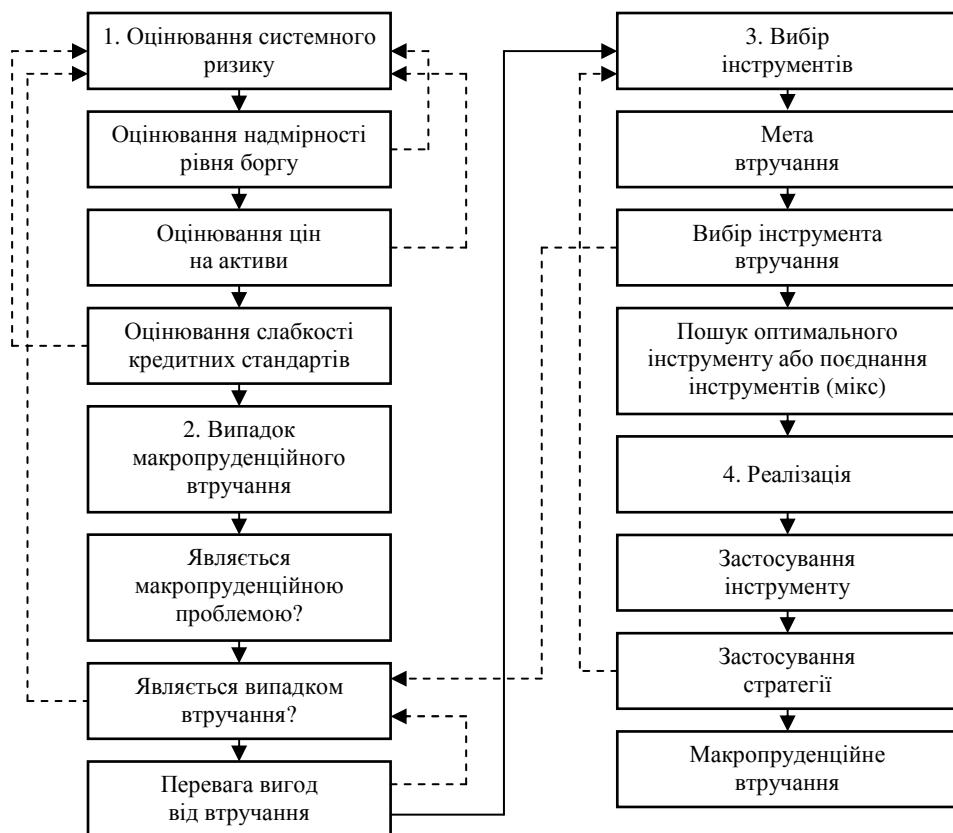


Рис. 2. Алгоритм прийняття рішень стосовно макропруденційного втручання, авторська розробка

Центральний банк відіграє важливу роль у зменшенні системних ризиків. Ступінь його незалежності впливає на настройку макропруденційного надзору при створенні регулюючого органу та інших системних інститутів, координує грошово-кредитну політику, яка встановлює загальні умови, що визначають попит і пропозицію кредиту. Розширення мандату центральних банків є предметом дискусії [4], наразі відсутня єдина позиція щодо співіснування нових розширених форм незалежності центральних банків в умовах нової фінансової стабільності.

Висновки та перспективи подальших досліджень. Міжнародна криза виявила слабкі місця фінансового регулювання. До кризи основна увага регулятора приділялася платоспроможності і стійкості окремих банків. Криза продемонструвала необхідність системної роботи з фінансовим сектором в цілому. Такий підхід вимагає належного регулювання ринків і операцій, які відображають взаємозв'язки між банками, а також їх взаємозв'язок з іншими учасниками фінансової системи. Макропруденційна політика – відносно нове явище

в практиці державного регулювання, вона допомагає знизити накопичення загроз та пом'якшити наслідки несприятливих циклів шляхом заохочення накопичення буферів. Національному банку України належить змістити стратегічний акцент до нової політики фінансової стабільності. Кінцева мета такої політики – забезпечення стабільності всієї фінансової системи, виявлення та зниження системного ризику. При цьому підході особлива увага приділяється системоутворюючим інститутам і взаємозв'язкам у фінансовому секторі. Ризик системної стабільності залежить від колективної поведінки учасників фінансових ринків, тому ризики для регулятора приймають ендегенний характер. Дії регулятора стосовно окремих банків можуть мати невисоку ефективність на рівні фінансового сектора.

Дискусія щодо мандату центрального банку з позицій взаємодії макропруденційної та грошово-кредитної політики залишається відкритою. З одного боку, центральний банк регулює директивну процентну ставку, а з іншого – встановлює максимальний розмір суми кредиту до вартості його забезпечення та розмір сукупного боргу до доходу; володіючи широкими повноваженнями, центральний банк встановлює розмір ліміту на темпи зростання на фазі підйому. Прикладом розв'язання цієї дилеми є Сполучене Королівство з його двома паралельними комітетами в центральному банку, один з яких займається грошово-кредитною політикою, а інший – фінансовою політикою з обмеженим набором макропруденційних інструментів.

Практична ефективність макропруденційних інструментів залежить від якості їх налаштування, що повинне враховувати особливості національної економіки та фінансової системи. Впровадження нової системи індикаторів для швидкого зниження ризиків в проблемних секторах для підтримання макрофінансової стабільності повинне стати пріоритетом НБУ.

Ефективність використання макропруденційних інструментів може також змінюватися в залежності від ступеня складності мети. Макропруденційні інструменти більш ефективні для зниження системного ризику під час підйому фінансового циклу. На фазі спаду більшість інструментів стають менш ефективними, оскільки вони більше підходять для зниження накопичення загроз, ніж для побудови буферу.

Вартість реалізації макропруденційних інструментів – це питання, яке потребує подальшого вивчення. Необхідно враховувати витрати, пов'язані з впровадженням регуляторного тягаря, викривлень або інших непередбачених наслідків при прийнятті макропруденційної політики. Зокрема, макропруденційні інструменти можуть призвести до міграції системного ризику в інші частини фінансової системи, аналіз таких викривлень та розробка індикаторів пом'якшення таких «витоків» є метою наступного дослідження автора.

1. Міщенко В.І., Крилова А.О. Методологічні засади впровадження макропруденційного нагляду // Економіка і держава.– 2010.– №12. – С. 161–163.

2. Петрик О. Основні аспекти макропруденційної політики в сучасних умовах // Вісник НБУ.– 2013.– №19. – С.3–5.

3. Унковська Т. Системні ризики і макропруденційна політика // Економічна теорія.– 2014.– №1. – С. 51–61.

4. Bayoumi, T., Dell'Ariccia, G., Habermeier, K., Mancini-Griffoli, T., Valencia, F. (2014). Monetary Policy in the New Normal. IMF Staff Discussion Note, 14(3): 1–48.

5. *Bernanke, B.* (2010). Monetary Policy and the Housing Bubble. In: Speech at the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, 3 January 2010 // www.federalreserve.gov.
6. *Blinder, A.S.* (2010). It's Broke, Let's Fix It: Rethinking Financial Regulation. *International Journal of Central Banking*, Basel, Dec.: 278–329.
7. *Borio, C.* (2011). Central Banking Post-crisis: What Compass for Uncharted Waters? *BIS Working Papers*, WP/353/2011.
8. *Borio, C.* (2011). Rediscovering the Macroeconomic Roots of Financial Stability Policy: Journey, Challenges and a Way Forward. *BIS Working Papers*, WP/354/2011.
9. *Canuto, O., Cavallari, M.* (2013). Monetary Policy and Macroprudential Regulation. The World Bank Poverty Reduction and Economic Management Network, January 2013, WP/6310.
10. *Claessens, S., Ghosh, S., Mihet, R.* (2014). Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities. *IMF Working Paper*, WP/14/155/2014.
11. European system risk board. Establishment of the ESRB // www.esrb.europa.eu.
12. *Galati, G., Moessner, R.* (2011). Macroprudential Policy – a Literature Review. *BIS Working Paper*, WP/337/2011.
13. Guidance to assess the systemic importance of financial institutions, markeys and instruments: initial considerations. In: International Monetary Fund, Bank for International Settlements. *Financial Stability Board*. November 2009.
14. *Hannoun, H.* (2010). Towards a Global Financial Stability Framework. Speech at the 45th SEA-CEN Governors' Conference, 26–27 February 2010. Siem Reap province. Cambodia.
15. Instruments of Macroprudential Policy. In: Bank of England, Discussion Paper. December 2011. 41 p.
16. *Lim, C., Columba, F., Costa, A., Kongsamut, P., Otani, A., Saiyid, M., Wezel, T., Wu, X.* (2011). Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from County Experiences. *IMF Working Papers*, WP/238/2011.
17. *Monero, M.* (2011). Policymaking from a "Macroprudential" Perspective in Emerging Market Economies. *BIS Working Papers*, WP/336/2011.
18. *Nier, E.W.* (2009). Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis. *IMF Working Paper*, WP/70/2009.
19. *World Economic Outlook. Sustaining the Recovery.* Washington, DC: International Monetary Fund, October 2009 // www.imf.org.

Стаття надійшла до редакції 11.11.2015.