



УДК 336.71

Шкляр А.І., канд. екон. наук
Інститут економіки і прогнозування НАН України

РОЛЬ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ В ЗАБЕЗПЕЧЕННІ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ: УРОКИ СВІТОВОГО ДОСВІДУ ДЛЯ УКРАЇНИ

Виявлено необхідність забезпечення фінансової стабільності центральними банками (ЦБ). Досліджено класичні функції операційно незалежного ЦБ, поняття фінансової стабільності та сумісність цілей фінансової та цінової стабільності для ЦБ. Розглянуто дилему "протидіяти або приборити" щодо спекулятивного зростання цін на ринках активів, систематизовано теоретичні основи та практичний досвід застосування кожного з підходів. Проаналізовано існуючий інструментарій ЦБ щодо забезпечення фінансової стабільності та існуючі недоліки підходів до регулювання та нагляду. Досліджено використання інструментарію кредитора останньої інстанції ЦБ, виділено критерії та ризики його широкого використання. При систематизації світового досвіду відповідальності ЦБ за забезпечення фінансової стабільності особливо наголошено на необхідності розробки та імплементації механізмів макропруденційного моніторингу та регулювання для забезпечення фінансової стабільності України як однієї з ключових цілей діяльності НБУ¹.

К л ю ч о в і с л о в а: фінансова стабільність, функції центрального банку, цінова стабільність, дилема "протидіяти або приборити", кредитор останньої інстанції, макропруденційна політика.

Світова фінансова криза 2007–2010 рр. виявила недосконалість існуючого підходу центральних банків країн світу до моніторингу та забезпечення фінансової стабільності. Обмежене сфокусування центральних банків на питаннях цінової стабільності через політику таргетування інфляції де-факто означала ігнорування небезпечних тенденцій на фінансових ринках, що не дало змогу вчасно відреагувати на зростаючі фінансові "бульбашки" на ринках активів. Це визначає необхідність перегляду існуючих функцій та відповідальності центральних банків і формування нових цільових установок для моніторингу фінансової системи на більш широкій основі. На основі існуючого зарубіжного досвіду є необхідність розширення функцій НБУ за рахунок відповідальності стосовно появи фінансової стабільності в спектрі цілей ЦБ.

Об'єктивні передумови

Ключовим уроком світової фінансової кризи 2007–2009 рр. стало усвідомлення необхідності виявлення системного фінансового ризику та вироблення макропруденційних механізмів нагляду та регулювання, що здатні ідентифіку-

¹ Публікацію підготовлено за виконання НДР "Монетарний механізм розвитку економіки України в умовах глобальної фінансової нестабільності" (№ держреєстрації 0113U000499).



вати загальносистемні ризики та вжити відповідних дій для підтримки фінансової стабільності. З огляду на глибину економічних процесів і фінансової системи загалом центральні банки розглядаються як найоптимальніші інституції для здійснення моніторингу та забезпечення фінансової стабільності [1, с. 3].

Класичні функції операційно незалежного центрального банку зазвичай зводяться до встановлення рівня короткострокових відсоткових ставок, що має сприяти досягненню одно- або двовимірної цілі макроекономічної стабільності. Часто такою ціллю макроекономічної стабільності є цінова стабільність, що визначається прагненням досягти певного цільового рівня інфляції. Деякі країни визначають подвійні цілі, що містять як цінову стабільність, так і певний показник реального сектора економіки, такий як рівень зайнятості, безробіття або випуску промислової продукції. Федеральна резервна система проголошує потрійну ціль макроекономічної стабільності, що складається з максимальної зайнятості, стабільних цін та помірних довгострокових відсоткових ставок [2, с. 1]. У деяких країнах, до переліку котрих можна віднести і Україну, цінова стабільність як ціль макроекономічної політики часто доповнюється або навіть заміщується цілями стабільності обмінного курсу.

Проте світова фінансова криза посилила усвідомлення важливості саме фінансової стабільності та необхідності макропруденційного інструментарію як елемента фінансового нагляду та регулювання. Вже в розпал світової фінансової кризи аналіз Міжнародного валютного фонду (МВФ) [3] підтвердив, що "макроекономічна політика ...не врахувала виникнення системних ризиків" і що "ключовим провалом під час економічного буму була нездатність побачити глобальну загрозу зростаючої бульбашки цін на активи". Існує достатньо аргументів стосовно думки, що ФРС США недооцінила накопичення фінансових дисбалансів, які породжувалися зростаючою бульбашкою цін на ринку нерухомості, високим борговим навантаженням фінансових установ та взаємозв'язками між різними сегментами фінансового ринку, і таким чином не спромоглася зберегти фінансову стабільність системи. Це додатково підігріло дискусію щодо визначення сутності фінансової стабільності загалом та сумісності цілей щодо її досягнення з більш традиційними для сучасних центральних банків цілями стабільності цін [1, с. 3–4].

Поняття фінансової стабільності: актуальні погляди

У науковій думці наразі відсутнє загальноприйняте визначення фінансової стабільності, оскільки фінансові системи є досить складними та містять в собі багато вимірів, установ, продуктів та ринків. Саме тому багато авторів частіше описують фінансову нестабільність, аніж фінансову стабільність.

Європейський центральний банк на власному сайті визначає фінансову стабільність як: "...стан, за якого фінансова система, – яку становлять фінансові посередники, ринки і ринкова інфраструктура, здатна витримувати шоки, тим самим знижуючи імовірність збоїв у процесах фінансового посередництва, що є достатньо вагомими, аби суттєво погіршити розміщення заощаджень у напрямі вигідних інвестиційних можливостей" [4].



Важливо, що ЄЦБ визначає три умови, пов'язані з фінансовою стабільністю.

(I) Фінансова система повинна бути спроможною ефективно і безперешкодно передавати фінансові ресурси від тих, хто заощаджує, до інвесторів.

(II) Фінансові ризики мають бути розумно зважені та оцінені, а також добре управлятися.

(III) Фінансова система повинна бути в такому стані, що дозволяє без проблем поглинати фінансові шоки та реальні економічні потрясіння.

Варто відзначити, що третя умова є чи не найбільш важливою, адже нездатність поглинати фінансові та економічні шоки може спричинити їхнє самопосилення та поширення системою, що може призвести до загальної фінансової кризи та порушити механізм фінансового посередництва [1, с. 3–4].

На більш теоретичному рівні поняття фінансової стабільності дає Г.Шинасі: "Фінансова система перебуває в діапазоні стабільності, коли вона здатна сприяти (а не перешкоджати) економічній динаміці, та розсіювати фінансові дисбаланси, які виникають ендогенно або в результаті значних несприятливих та непередбачуваних подій" [5]. Знову ж основний наголос робиться на стійкості до потрясінь і спроможності продовження ефективної реалізації системою своєї основної функції щодо посередництва між заощадженнями та інвестиціями в реальній економіці.

У тому ж дусі ключовими загрозами фінансовій стабільності вважаються системні ризики. Комітет з глобальної фінансової системи (Committee on the Global Financial System) визначає системний ризик як "ризик збоїв у наданні фінансових послуг, що викликане повним або частковим розладом фінансової системи та має потенціал серйозних негативних наслідків для реальної економіки" [1, с. 3–4].

Це визначення доповнює класичний погляд на системні ризики, сформульований Міжнародною організацією комісій з цінних паперів (IOSCO), згідно з яким системним ризиком є ризик втрат, пов'язаних із несприятливими змінами на ринку загалом, що може бути викликане ефектом доміно на фінансовому ринку або кризою довіри серед інвесторів, що створюють ситуацію загальної неліквідності на ринку [6].

Фінансова та/чи цінова стабільність: сумісність цілей

Одна з найгостріших суперечок у розрізі забезпечення центральними банками фінансової стабільності стосується потенційного конфлікту подібних заходів із традиційними цілями забезпечення цінової стабільності.

Центральний банк Китаю, що має фінансову стабільність серед переліку законодавчо встановлених цілей, відзначає, що цінова стабільність загалом сприяє фінансовій стабільності, тоді як фінансова стабільність доповнюється ціновою. Грошово-кредитна політика ефективна тільки тоді, коли фінансова система є стабільною, і саме тому збереження фінансової стабільності є спільною метою центральних банків світу [7].



Ця проблема відображається в дискусії, відомій як "**протидіяти або прибрати**" ("lean vs. clean") між BIS на чолі з В.Вайлом і більшістю економістів на чолі з А.Грінспеном, Б.Бернанке та М.Гертлером. BIS виступає за використання відсоткових ставок аби "дути проти вітру" на ринках активів, та "проколювати бульбашки", піднімаючи ставки, коли бум загрожує стабільності, навіть тоді, коли загальний рівень цін і економічної активності відповідає цільовим. Школа Грінспена-Бернанке наполягає на необхідності дозволяти кредитним бумагам та "бульбашкам" на ринках активів розвиватися безперешкодно, і лише після їхнього "лопання" агресивно застосовувати грошово-кредитну політику, аби прибрати наслідки буму та мінімізувати збиток від цих фінансових потрясінь [2, с. 1].

Деякі дослідження вказують, що пряме встановлення цільових цін на активи як частина розширеного правила Тейлора може бути потенційно дестабілізуючим (правило Тейлора визначає, наскільки необхідно змінити відсоткову ставку у випадку зміни показників ВВП, інфляції та інших економічних умов) [8]. Так, Бернанке і Гертлер стверджують, що після відзначення стабілізації очікуваної інфляції пріоритетним завданням монетарній владі немає необхідності і навіть небажано реагувати на зміни цін на активи, окрім як тією мірою, що може допомогти спрогнозувати інфляційний або дефляційний тиск [9].

Тим не менше, існує значна **кількість прихильників забезпечення фінансової стабільності через фактичний таргетинг цін на активи**, які пропонують брати до уваги динаміку цін на активи як ризик-фактора при визначенні грошово-кредитної політики на тривалій період часу. М.Кавалі та П.Морган звертають увагу на низку праць С.Чечетті, Х.Генберга, Дж.Ліпскі та С.Вадхвані, які стверджують, що: "Стабілізуючи рівень інфляції на певному цільовому рівні, центральний банк може досягнути значного успіху, якщо застосовуватиме наявний інструментарій з огляду не лише на прогнози інфляції та виробництва, але й ціни на активи". Схожу точку зору мають К.Боріо та Ф.Лове, відзначаючи, що модифікований режим монетарної політики, за якого центральний банк реагуватиме не лише на короткострокові інфляційні сплески, але й – принаймні іноді – на фінансові дисбаланси, в кінцевому підсумку може забезпечити кращу комбінацію монетарної та фінансової стабільності. Боріо та Лове також акцентували увагу на закономірності, що була виведена Х.Мінскі ще у 1990-х роках. У ній йдеться про те, що середовище з низькою і **стабільною інфляцією може сприяти розвитку фінансових дисбалансів**, адже низькі відсоткові ставки та вигідні інвестиційні можливості сприяють зростанню апетиту до ризику. Це означає, що в період низької інфляції системні дисбаланси, ймовірно, виникатимуть спочатку у фінансовому секторі, а потім – з певним відставанням – проявлятимуться у реальному секторі. Це також вказує на необхідність розширення часового горизонту для формування грошово-кредитної політики [1, с. 7–9].

Альтернативну точку зору відстоював один з очільників школи "прибирання" – колишній голова Федеральної резервної системи США Алан Грінс-



пен, який сформулював чотири основні аргументи проти "проколювання" бульбашок на ринках активів [10].

1) "Бульбашки" важко виявити. Щоб виправдати "протидію" розвитку фінансової "бульбашки", центральний банк повинен припустити, що він може визначити, коли ціни на активи відхилилися від фундаментальних значень, що практично неможливо.

2) Підвищення відсоткових ставок може виявитися неефективним у стримуванні "бульбашок", адже учасники ринку очікують більш високого рівня доходності інвестицій на зростаючому ринку.

3) Існує безліч цін на активи, і в певний момент часу цінова "бульбашка" може розвиватися лише в певному сегменті активів, тоді як грошово-кредитна політика очевидно вплине на всі ціни на активи.

4) Деякі теоретичні моделі вказують на те, що підвищення відсоткових ставок може призвести до складного "лопання" "бульбашки", що може негативно вплинути на економічні процеси.

На підтримку "прибирання" важливе значення має переконання, що за умов своєчасної реакції монетарна влада володіє інструментами, щоб утримувати негативний вплив "бульбашки, що здулася", на керованому рівні. Проте величезні втрати та тривалий період відновлення після світової фінансової кризи через процеси делевериджу ставлять цей аргумент під сумнів. Поточний досвід радше підкреслює потенційні ризики кредитно-керованої "бульбашки" та підтримує аргумент на користь протидії розростання "бульбашок".

Успіх Резервного банку Австралії (РБА) у боротьбі зі зростаючою "бульбашкою" цін на ринку житлової нерухомості в 2002–2004 роках забезпечував підтримку "школи проколювання". Стурбованість РБА щодо надмірного кредитування ринку житлової нерухомості у 2002–2003 роках зростала, що призвело до поступового підвищення відсоткової ставки попри примарні перспективи зростання інфляції. Хоча РБА виправдовував посилення грошово-кредитної політики міркуваннями інфляційного таргетування, значне місце в коментарях відводилося занепокоєності з приводу зростання обсягів кредитування. РБА також виходив з частими публічними заявами щодо своєї занепокоєності, аби впливати на очікування гравців ринку.

Група авторів (Блоксам, Кент та Робсон) відзначають, що підхід РБА жодним чином не суперечив цілям інфляційного таргетування, котрі цілком допускають можливість врахування потенційних ризиків у довгостроковій перспективі навіть за умови, що в короткостроковій перспективі інфляційний тиск контрольований. Хоча існують методологічні труднощі у виявленні чіткого взаємозв'язку між політикою центрального банку та формуванням цін на житло, вже той факт, що ціни на житло в Австралії досягли свого піку в грудні 2003 р, тоді як роздування "бульбашок" в інших країнах лише набирало обертів, є вагомим доказом на користь позитивного ефекту подібної політики.

У результаті консенсус сильно похитнувся на користь приділення центральним банком значної уваги фінансовій стабільності і протидії "бульбашкам",



навіть якщо це не зазначено серед офіційних задач регулятора. Підтвердження сказаного вище можна знайти у виступах управляючих найбільшими центральними банками світу протягом 2009–2011 рр., серед яких: Бен Бернанке (ФРС США), Жан-Клод Тріше (ЄЦБ), Масаакі Сіракава (Банк Японії), Мервін Кінг (Банк Англії) [1, с. 7–9].

Інструментарій ЦБ щодо забезпечення фінансової стабільності

З огляду на функціональні цілі центральні банки країн мають для забезпечення фінансової стабільності широкі можливості моніторингу та ефективний практичний інструментарій. У розпорядженні центральних банків перебувають як інструменти грошової політики, управління обмінним курсом, так і механізми макропруденційного регулювання. Інструменти грошово-кредитної політики зазвичай орієнтовані на управління грошовою масою через канали попиту та пропозиції; первинні операції на відкритому ринку та формування нормативів резервування. В умовах кризи функція центрального банку як кредитора останньої надії може розглядатися як крайній варіант операції на відкритому ринку. Макропруденційні інструменти спрямовані на зниження системного фінансового ризику, найбільш типово – через обмеження зростання банківського кредиту. Назагал цей інструментарій може використовуватися як для упередження кризових ситуацій, так і для пом'якшення криз, що настали [1, с. 7–11].

Досить чітко діяльність центральних банків щодо забезпечення фінансової стабільності систематизував Е.Н'єр. На його думку, вона може здійснюватися такими засобами: 1) реалізація грошово-кредитної політики; 2) надання системної ліквідності; 3) виконання функції кредитора останньої інстанції та порятунку інститутів, що банкрутують; 4) нагляд за платіжними і розрахунковими системами [11].

Водночас Кавая та Морган вказують на низку наукових праць щодо проблем фінансового регулювання, де наголошується на недоліках існуючих підходів до регулювання та нагляду, в тому числі стосовно макропруденційної складової. Через схильність до аналізу окремих установ (традиційний "мікропруденційний" підхід) органи нагляду по всьому світу не спромоглися вчасно встановити взаємозв'язки та залежності між фінансовими компаніями, секторами і ринками через відсутність макропруденційного підходу. Регулятори були зосереджені лише на своїй частині великого пазлу, не помічаючи макропроблему [1, с. 3–4].

Ключова роль центральних банків у підтримці фінансової стабільності забезпечується їх **унікальною здатністю створювати практично необмежену ліквідність** на ринку та в межах повноважень кредитора останньої інстанції (КОІ) спрямовувати цю ліквідність в конкретні фінансові установи. Поєднання цих можливостей дає центральним банкам змогу задовольняти тимчасові сплески попиту приватних інституцій на фінансові ресурси ще до того, як вони спричинять хвилю неплатежів. Проте важливо відзначити, що самі по собі інструменти створення ліквідності та кредитора останньої



інстанції є надзвичайно потужними важелями впливу на економічні процеси, адже дають центральному банку можливість ризикувати коштами платників податків та в ручному режимі спрямовувати ресурси в конкретні сектори економіки, що зазвичай перебуває у межах відповідальності фіскальних органів [12, с. 3–5].

Використання інструментарію кредитора останньої інстанції центральними банками, що полягає в наданні фінансових ресурсів платоспроможним, але неліквідним контрагентам, історично було регламентовано низкою нормативних обмежень та безліччю "м'яких" умов. Згідно з класичним підходом Бейджгота, сформульованого ще у 1873 р., кредитор останньої інстанції прагне кредитувати лише: (а) платоспроможні банки під (б) якісну заставу та (в) підвищену, порівняно з ринковою, ставку [13]. Цей підхід є досить жорстким, особливо враховуючи, що неліквідність майже завжди є продуктом страху контрагентів щодо неплатоспроможності компанії.

Критерій, що кредитор останньої інстанції кредитує лише платоспроможні банки, обмежує можливості центрального банку щодо перерозподілу ресурсів. Якщо центральний банк надає позику неплатоспроможному позичальнику, це впливає на пріоритет вимог інших кредиторів. Короткострокові кредитори неплатоспроможної інституції можуть отримати виплати за рахунок надходжень від кредитора останньої інстанції, тоді як заставні гарантії забезпечення позики кредитора останньої інстанції знизять пріоритетність вимог довгострокових позичальників.

Крім того, кошти кредитора останньої інстанції можуть пролонгувати економічно неефективну діяльність неплатоспроможних компаній, перетворюючи їх на "зомбі". Інвестиційні рішення "зомбі" спотворюються борговими проблемами, змушуючи їх лонгувати власні кредити неплатоспроможним позичальникам, а також зміщувати профіль власних інвестицій до більш високого ризику. Більше того, активи "зомбі", швидше за все, залишатимуться під контролем керівництва, чий рішення призвели до неспроможності компанії. Зрештою, зменшуючи кредитуванням останньої інстанції втрати неплатоспроможних банків, центральний банк заохочуватиме здорові банки свідомо йти на більший ризик [12, с. 3–5].

В.Байтер також особливо наголошує на важливості функціоналу ЦБ як КОІ для фінансової стабільності не лише стосовно приватного сектора, але й для урядів. Як і банки, уряди займаються покриттям розривів в дюрації та ліквідності між власними активами та зобов'язаннями. Суверени зі стабільними фінансовими дефіцитами і значними обсягами державного боргу з різними строками погашення регулярно потребують фінансування. Основні активи урядів є досить неліквідними та дорівнюють чистій приведеній дисконтованій вартості (NPV) майбутніх податкових платежів та майбутніх скорочень державних витрат. Тобто якщо суверен є платоспроможним, він може розраховувати на залучення ресурсу з ринку під доходність, яка відображатиме впевненість ринкових суб'єктів у його платоспроможності. Так само уряд може потрапити в пастку неможливості залучення ресурсу з рин-



ку, щойно на ньому запанує "рівновага страху" суверенної неплатоспроможності. Таким чином, кредитор останньої інстанції, що має змогу генерувати ліквідність, повинен відстежувати ринкові ситуації "рівноваги страху" та "втечі з державного боргу", що зазвичай загрожують урядам, ідентично як кредитор останньої інстанції допомагає платоспроможним, але неліквідним банкам уникати набігів вкладників. Справедливість цього твердження неодноразово обговорювалась після 2010 р. у розрізі єврозони з багатьма суверенами [2, с. 1].

Фактично Байтер виділяє чотири напрями політики центральних банків, що сприяють фінансовій стабільності:

1) **Запобігання та/або пом'якшення кредитних бумів та "бульбашок" на ринках активів** (дискусія "протидіяти або прибирати" ("lean vs. clean")).

2) **Запобігання та/або пом'якшення криз ліквідності для системно важливих фінансових інститутів (СВФІ) та урядів** (роль кредитора останньої інстанції).

3) **Запобігання та/або пом'якшення криз ліквідності ринків**, включаючи ринки системно важливих фінансових інструментів. Автор називає це роллю маркетмейкера останньої інстанції (Market Maker of Last Resort).

4) **Запобігання та/або пом'якшення криз платоспроможності системно важливих фінансових інститутів (СВФІ).**

Останній пункт включає рекапіталізацію СВФІ за допомогою різних механізмів: через залучення капіталу на ринках, за рахунок продажу активів, різних форм делевериджу, за допомогою коштів платників податків або одного з їх агентів (що може призвести до продажу мажоритарної участі державі або повної націоналізації), конверсію незабезпечених боргів у акціонерну участь, тощо. Важливо зазначити, що розриви платоспроможності можуть бути покриті лише за рахунок безоплатної передачі фінансових ресурсів [2, с. 1].

Стосовно регулювання фінансових інститутів. Окрім інструментарію грошово-кредитної політики, інструменти, доступні для регулювання фінансового сектора, можуть бути згруповані в чотири групи.

1) **Пруденційне регулювання.** Традиційно полягає у регулюванні капіталу та ліквідності на рівні окремих інституцій. У межах регулювання застосовуються пруденційні інструменти, серед яких особливий нагляд та ранні заходи щодо виправлення становища ослаблених інститутів.

2) **Розв'язання проблем.** Традиційний набір інструментів щодо розв'язання проблем включає в себе надання КОІ центральними банками і схеми обов'язкового страхування депозитів та інших роздрібних продуктів. Спеціальні інструменти щодо розв'язання проблем є важливим доповненням до основного набору інструментів.

3) **Нагляд за кліринговими та розрахунковими системами.** Полягає у регулюванні процесами та системами, що використовуються для управління постторговельними відносинами між сторонами фінансових контрактів.



4) **Правила регулювання бізнесу.** Стосується діапазону інтервенційних заходів, спрямованих на регулювання діяльності учасників фінансового ринку, з метою виправлення асиметрії інформації на фінансових ринках.

Кожен з цих інструментів може сприяти досягненню цілей фінансового регулювання, в тому числі пом'якшення (макро- та мікро-) системних ризиків [11, с. 26–27].

Необхідність підвищення ефективності та якості пруденційного регулювання та нагляду центральними банками також відзначалася в дослідженнях "Групи тридцяти". Автори наголошують на необхідності визнання ролі центральних банків у забезпеченні фінансової стійкості, що означатиме набуття достатніх повноважень та інструментів, необхідних для виконання цієї місії. Для центральних банків проблема забезпечення фінансової стабільності не повинна актуалізуватися лише в періоди фінансових криз, а залишатися актуальною і в часи швидкого зростання кредитування та левериджу, що можуть призвести до криз [14].

Проте Н'єр наголошує, що у країнах, де центральний банк не є пруденційним регулятором, повинні бути забезпечені:

- 1) важлива роль центрального банку в управлінні пруденційними та ринковими регуляторами;
- 2) формалізація ролі центрального банку щодо затвердження змін у ключових пруденційних політиках, особливо стосовно капіталу та ліквідності;
- 3) наглядова функція щодо найбільших системно важливих компаній, платіжної та клірингової систем [11, с. 23–24].

Відповідальність ЦБ щодо забезпечення фінансової стабільності: сучасні тенденції

У різних країнах конкретні обов'язки центральних банків щодо забезпечення фінансової стабільності суттєво відрізняються. Банк міжнародних розрахунків провів дослідження цього питання, проаналізувавши відповідальність центральних банків у трьох основних сферах: банківському секторі, платіжній системі та фінансовій системі (рис. 1). Темний відтінок на рисунку асоціюється з більшою відповідальністю [15]. Відповідальність щодо банківського сектора значно коливається у різних країнах. Центральні банки країн Європи, як правило, несуть дуже помірну відповідальність за банківський сектор, тоді як країни, що розвиваються, з Латинської Америки та Азії мають сильні мандати, а Японія та США перебувають десь посередині.

Відповідальність щодо стабільності платіжної системи є досить сильною у всіх країнах, що відображає традиційну відповідальність центральних банків у цій галузі. Для фінансової системи загалом відносно сильна відповідальність центральних банків закріплена у сфері нагляду, проте досить мало центральних банків повноцінно відповідають за підтримку фінансової стабільності засобами грошово-кредитної політики. Цікавим є той факт, що всі

центральні банки з такою відповідальністю знаходяться в Азії. Глобальна фінансова криза чітко виявила, що сильніша відповідальність центральних банків щодо забезпечення фінансової стабільності безпосередньо посилювала стійкість фінансових систем [1, с. 9].

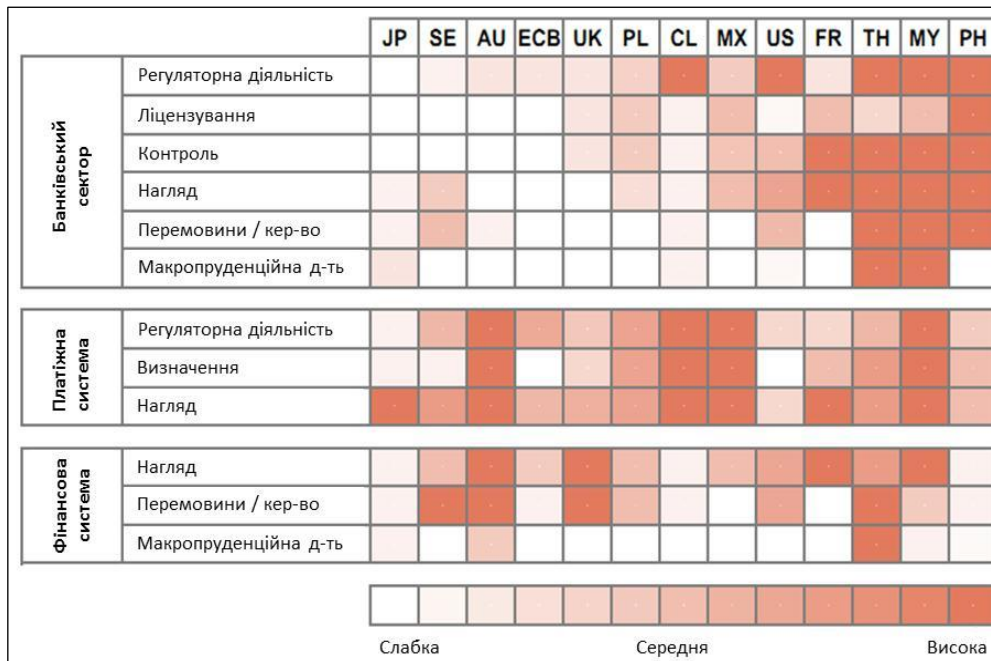


Рис. 1. Відповідальність центральних банків світу щодо забезпечення фінансової стабільності

Примітка: скорочення стосуються центральних банків наступних країн: JP – Японія, SE – Швеція, AU – Австралія, ECB – ЄС, UK – Велика Британія, PL – Польща, CL – Чилі, MX – Мексика, US – США, FR – Франція, TH – Таїланд, MY – Малайзія, PH – Філіппіни.

Джерело: Central bank governance and financial stability. BIS. A report by a Study Group [Електронний ресурс] / Chair: Stefan Ingves, Governor, Sveriges Riksbank. – May 2011. – Доступний з : <<http://www.bis.org/publ/othp14.pdf>>.

Перед світовою фінансовою кризою 2007–2010 рр., що виникла з низки причин, серед яких: широке використання складних похідних фінансових інструментів для переміщення ризиків у системі; розвиток нерегульованого тіньового банківського сектора; надмірна залежність банків від крупного фондування; недокапіталізація банківських установ; відсутність розуміння реальної ризикованості інноваційних фінансових продуктів, системні ризики у **розвинених країнах** залишилися непоміченими.

Попри те, що лише частина згаданих вище проблем властива **Україні та іншим країнам, що розвиваються**, усвідомленим є розуміння необхідності зміцнення власної макропруденційної політики з низки причин.

Одним із найважливіших факторів є значні та волатильні потоки міжнародного капіталу, котрі прямують на ринки, що розвиваються. Приплив капіталу забезпечує ці країни фінансовими ресурсами для економічного розвитку



та зростання, дозволяючи робити необхідні інвестиції, вирівнювати споживання, диверсифікувати ризики та розширити економічні можливості.

Однак великі потоки капіталу, не контрольовані відповідним чином, можуть наразити країни – реципієнтів капіталу принаймні на три типи ризиків [1, с. 5–6]:

(I) **Макроекономічні ризики.** Приплив капіталу може прискорити зростання внутрішнього кредиту, спричинити перегрівання економіки та зростання інфляції, викликати зміцнення реального обмінного курсу, загрожуючи таким чином стійкому економічному зростанню та стабільності цін.

(II) **Ризик фінансової дестабілізації.** Приплив капіталу може створити невідповідності в балансах позичальників приватного сектора (зокрема, банків та корпорацій) щодо строків і валют запозичень, розіграти ринки акцій та активів, та, потенційно, знизити якість активів, тим самим сприяючи послабленню фінансової системи.

(III) **Раптові зупинки і/або розворот потоків капіталу.** Приплив капіталу може раптово зупинитися або навіть розвернутися у зворотному напрямі за короткий період, що призводить до швидкого скорочення міжнародних резервів і девальвації національної валюти.

Перебіг світової фінансової кризи у багатьох країнах, що розвиваються, виділив системні ризики, пов'язані з так званою "подвійною невідповідністю", що формується при запозиченнях на короткий строк в іноземній валюті та кредитуванні на більш тривалий строк у національній валюті.

С.Шадлер відзначає, що близько 15% епізодів припливу крупного капіталу протягом останніх 20 років призвели до кризи, а понад половину епізодів закінчилися девальвацією на 20% та більше, при цьому переважно супроводжуючись падінням промислового виробництва [16, с. 9]. Саме тому монетарна влада повинна постійно вдосконалювати ефективність регулювання та нагляду за фінансовими інститутами для забезпечення сталого розвитку і фінансової стабільності.

Оновлення завдань і повноважень центробанків стосовно забезпечення фінансової стабільності відбувалося на основі концепцій, розроблених ще у докризовий період з урахуванням практичного досвіду (уроків) кризи. Відповідні зміни до закріплених статутами та законодавчими актами функцій і організаційних структур здійснюються як у розвинених державах, так і в країнах із новими ринковими економіками.

В Україні у 2010 р. було схвалено нову редакцію Закону України "Про Національний банк України" [17], якою визначено ієрархічну систему взаємопов'язаних цілей, спрямованих на виконання основної функції НБУ, – забезпечення стабільності грошової одиниці України.

На виконання своєї основної функції НБУ має забезпечувати:

- досягнення та підтримку цінової стабільності в державі;
- сприяння стабільності банківської системи за умови, що це не перешкоджає досягненню першої цілі;



- сприяння додержанню стійких темпів економічного зростання та підтримці економічної політики Кабінету Міністрів України за умови, що це не перешкоджає досягненню двох попередніх цілей.

Оскільки відповідно до Конституції основною функцією НБУ залишається забезпечення стабільності грошової одиниці України, а забезпечення стабільності банківської системи є однією з цілей у цій системі, яка пов'язана з іншими, така конструкція цілей потребує адекватної оцінки фінансової стабільності та пошуку (забезпечення) балансу між заявленими цілями.

Утім, враховуючи, що іншими безпосередніми функціями НБУ є методологічне забезпечення системи грошово-кредитної та банківської статистичної інформації, а також банківське регулювання та нагляд на індивідуальній і консолідованій основі, імплементація всебічної системи моніторингу фінансової стабільності (перші спроби створення якої були зроблені нещодавно [18]) саме в межах інструментарію НБУ виглядає найбільш ефективною та обґрунтованою.

Висновки

Світова економічна думка та центральні банки провідних розвинених країн і країн, що розвиваються, визнали важливість забезпечення фінансової стабільності як одну з ключових цілей своєї діяльності. Причому, як свідчать емпіричні спостереження, забезпечення фінансової стабільності не суперечить цінovій стабільності і навіть є її невід'ємною умовою.

Враховуючи практичний досвід стабілізації фінансових систем у період світової фінансової кризи, фахівці стали схилитися до протидії розвитку фінансових "бульбашок" та кредитних бумів через упереджуючи заходи центральних банків. Порівняно незначні фінансові можливості урядів країн, що розвиваються, у післякризовій монетарній активізації економіки роблять очевидною необхідність застосування пруденційних заходів для мінімізації кризових втрат.

У таких умовах Національний банк України повинен врахувати світовий досвід та системні слабкості України як країни, що розвивається, а також, зваживши на індивідуальні прогалини національної фінансової системи, розробити та імплементувати механізми макропруденційного моніторингу та регулювання для забезпечення фінансової стабільності України як однієї з ключових цілей діяльності центрального банку.

Список використаних джерел

1. *Kawai, M. and P. J. Morgan.* 2012. Central Banking for Financial Stability in Asia [Електронний ресурс] // ADBI Working Paper 377. – Tokyo : Asian Development Bank Institute. – Доступний з : <<http://www.adbi.org/working-paper/2012/08/28/5221.central.banking.financial.stability.asia/>>.
2. *Willem H. Buiter.* The role of central banks in financial stability: how has it changed? [Електронний ресурс] // London School of Economics and CEPR. Discussion Paper No. 8780. – January 2012. – Доступний з : <<http://www.cepr.org/pubs/dps/DP8780.asp>>.



3. Initial Lessons of the Crisis for the Global Architecture and the IMF. Prepared by the Strategy, Policy, and Review Department IMF. Approved by Reza Moghadam, February 18, 2009 [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/021809.pdf>>.
4. ECB website [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.ecb.europa.eu/pub/fsr/html/index.en.html>>.
5. *Schinasi, G.* 2004. Defining Financial Stability [Електронний ресурс] // IMF Working Paper WP/04/187. – Washington, DC : International Monetary Fund. – Доступний з : <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04187.pdf>>.
6. Risk Management And Control Guidance For Securities Firms And Their Supervisors. – IOSCO, 1998.
7. Central Bank of China [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=859&CtNode=485&mp=2>>.
8. Taylor rule. Investopedia [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.investopedia.com/terms/t/taylorsrule.asp>>.
9. *Bernanke, B. and M. Gertler.* 2000. Monetary Policy and Asset Price Volatility // NBER Working Paper 7559. – Cambridge, MA : National Bureau of Economic Research.
10. *Greenspan, A.* 2002. Opening Remarks. In Rethinking Stabilization Policy [Електронний ресурс] / A Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City. – Kansas City, US. 1–10. – Доступний з : <<http://kansascityfed.org/publicat/sympos/2002/pdf/S02Greenspan.pdf>>.
11. IMF Working Paper. Monetary and Capital Markets Department. Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons From the Crisis / Prepared by Erlend W. Nier. – April 2009.
12. *Wall, L. D.* 2012. Central Banking for Financial Stability: Some Lessons from the Recent Instability in the United States and Euro Area [Електронний ресурс] // ADBI Working Paper 379. – Tokyo : Asian Development Bank Institute.– Доступний з : <<http://www.adbi.org/working-paper/2012/08/31/5224.central.banking.financial.stability/>>.
13. *Vives, X.* Vagehot, central banking, and the financial crisis [Електронний ресурс] / VoxEU. – Доступний з : <<http://www.voxeu.org/article/subprime-crises-and-bagehot-s-wisdom>>.
14. Financial Reform: A Framework for Financial Stability [Електронний ресурс] / Group of Thirty. – January 2009. – Доступний з : <http://www.group30.org/images/PDF/Financial_Reform-A_Framework_for_Financial_Stability.pdf>.
15. Central bank governance and financial stability. BIS. A report by a Study Group [Електронний ресурс] / Chair: Stefan Ingves, Governor, Sveriges Riksbank. – May 2011. – Доступний з : <<http://www.bis.org/publ/othp14.pdf>>.
16. *Schadler, Susan.* Managing Large Capital Inflows: Taking Stock of International Experiences. 2008 [Електронний ресурс] // ADBI Discussion Paper 97. – Tokyo : Asian Development Bank Institute. – Доступний з : <<http://www.adbi.org/discussion-paper/2008/03/11/2504.managing.large.capital.inflows/>>.
17. Закон України "Про Національний банк України" від 20.05.1999 р. № 679-XIV (зі змінами і доповненнями) [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/679-14>>.
18. *Шкляр А.І.* Фінансові кризи на ринках, що розвиваються : монографія / Андрій Ігорович Шкляр ; НАН України, Ін-т екон. та прогноз. – К., 2012. – 260 с. : табл., рис.

Надійшла до редакції 04.12.2013 р.