

УДК 336:336.1

О.А. Лактіонова, к.е.н., докторант кафедри фінансів і банківської справи Донецького національного університету

БУФЕРІЗАЦІЯ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ НА ОСНОВІ ФОРМУВАННЯ МЕХАНІЗМУ МАКРОПРУДЕНЦІЙНОГО РЕГУЛЮВАННЯ

В статті досліджено принципи та основні елементи механізму макропруденційного регулювання, впровадження якого розпочато в Україні задля зниження системних фінансових ризиків та підтримання загальносистемної фінансової стабільності. Особливу увагу приділено антициклічному макропруденційному регулюванню, спрямованому на ризики накопичення фінансових дисбалансів, що сприяють посиленню циклічних проявів. Відзначено актуальність питання розширення периметру макропруденційної політики, яке вирішується на основі вибору масштабів покриття ним фінансових інститутів, а також фінансової інфраструктури в Україні. Розглянуто моделі організації та розподілу функцій із макропруденційного регулювання та визначено тенденції формування такої моделі в Україні. Відповідно до принципів побудови ефективної моделі зниження системних фінансових ризиків визначено найбільш оптимальні варіанти організаційної архітектури пруденційного регулювання для вітчизняного фінансового сектору.

Ключові слова: фінансова стабільність, системні фінансові ризики, фінансова гнучкість, макропруденційне регулювання.

А.А. Лактионова

БУФЕРИЗАЦИЯ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ НА ОСНОВЕ ФОРМИРОВАНИЯ МЕХАНИЗМА МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНЫХ РЕГУЛИРОВАНИЯ

В статье исследованы принципы и основные элементы механизма макропруденциального регулирования, внедрение которого начато в Украине для снижения системных финансовых рисков и поддержания общесистемной финансовой стабильности. Особое внимание уделено антициклическому макропруденциальному регулированию, направленному на риски накопления финансовых дисбалансов, которые способствуют усилению циклических проявлений. Обозначена актуальность вопроса расширения периметра макропруденциальной политики, решаемая на основе выбора масштабов покрытия им финансовых институтов, а также финансовой инфраструктуры в Украине. Рассмотрены модели организации и распределения функций макропруденциального регулирования и определены тенденции формирования такой модели в Украине. В соответствии с принципами построения эффективной модели снижения системных финансовых рисков определены наиболее оптимальные варианты организационной архитектуры пруденциального регулирования для отечественного финансового сектора.

Ключевые слова: финансовая стабильность, системные финансовые риски, финансовая гибкость, макропруденциальное регулирование.

O.A. Laktinonova

MAKING BUFFER OF FINANCIAL STABILITY ON THE BASIS OF MACROPRUDENTIAL REGULATION MECHANISM

The basic principles and elements of macroprudential regulatory framework that began to be implemented in Ukraine in order to reduce systemic financial risks and maintain a system-wide financial stability have observed the article. Particular attention is paid to the countercyclical macroprudential regulation, aimed at the accumulation of financial

imbalances risks that strengthening cyclical movement of financial system. The urgency of expansion of the macro-prudential policies perimeter on the basis of the extent of coverage they select financial institutions and financial infrastructure in Ukraine have analyzed. The models of organization and functions of macroprudential regulation and trends in the formation of such a model in Ukraine have identified. In accordance with the principles of building an efficient model for reduction of systemic financial risk the most optimal variants of the organizational architecture for the prudential regulation of domestic financial sector have identified.

Key words: financial stability, systemic financial risks, financial flexibility and macroprudential regulation.

Постановка проблеми. Проходження інститутів і фінансового ринку крізь стадії економічного і фінансового циклів потребує відповідного регулювання в частині формування резервів їх адаптації із намаганням подолання їх «наделастичності» та «надзорсткості» з метою належного виконання ними функцій фінансового забезпечення економічних агентів, зниження фінансових ризиків.

Посткризова регуляторна фінансова політика, як на глобальному, так і національному рівнях, зазнала суттєвої модерації. Відповідно до резолюції країн Великої двадцятки, прийнятої у Пітсбургу у 2009 р., було затверджено Модель для сильного, стійкого та збалансованого зростання [1]. Зазначена модель передбачає реформування фіскальної, монетарної, структурної політики з метою їх більшої відповідності стійкої та збалансованої траєкторії розвитку, побудови більш надійної та гнучкої фінансової системи та зниження дисбалансів розвитку. Незважаючи на досягнутий суттєвий прогрес у покращенні управління ризиками, посиленні прозорості та міжнародної кооперації, ще багато зусиль є необхідними для збільшення захисту споживачів, вкладників та інвесторів від прямих наслідків та негативних екстерналій фінансових криз. В якості одного з основних завдань цим документом було передбачено визнання відповідальності за формування таких правил та мотиваційного механізму, що дозволили б забезпечити ефективність розподілу фінансових ресурсів задля стійкого економічного розвитку на основі посилення нагляду, прозорості та підзвітності фінансових інституцій. При цьому посилення фінансового нагляду повинно здійснюватися через запобігання виникненню у фінансовій системі надмірного зростання кредитування та левериджу на основі макропруденційної політики, яку спрямовано на попередження дестабілізуючого впливу кредитного циклу та циклу цін на активи. Отже, саме макропруденційну політику фактично визнано одним з основних інструментів контрциклічного впливу на процеси фінансового ринку.

Аналіз останніх досліджень і публікацій з проблем, які розглядаються. Серед вчених, які на сучасному етапі досліджують можливості застосування макропруденційних інструментів в практиці антициклічного макроекономічного регулювання слід відзначити праці Боріо К., Каруна Дж., Ломбарді Д., Крішнамурті Д., Лі Ю., Мосчелло М., Ханнона Х. та ін. Серед вітчизняних вчених на цю проблему звертають увагу Лютий І.[2] Міщенко В., Швець О., Петрик О.[3], Коваленко В.[4], Унковська Т.[5] Юрчук М., та ін. Разом із тим, внаслідок суттєвої новизни цього питання, як у світовій, так і вітчизняній практиці пруденційної політиці, наукові розробки та пропозиції здійснюються дуже інкрементально із застереженням на необхідність врахування національних особливостей та умов впровадження відповідних інструментів, що потребує дослідження потенціалу та ефективності застосування макропруденційної політики в Україні.

Формулювання мети статті. Отже, метою статті є визначення елементів механізму макропруденційного регулювання, основних принципів його побудови та

організаційного забезпечення підвищення гнучкості фінансового сектору задля збереження його фінансової стійкості та загальносистемних фінансових ризиків.

Виклад основного матеріалу. Підтвердженням положення про належність макропруденційної політики до основних інструментів збільшення гнучкості фінансового ринку свідчить аналіз визначених об'єктів її впливу. А саме, системних ризиків, що мають прояв у двох вимірах - часовому (ризик, що виникають внаслідок проциклічності фінансової системи – еволюції фінансових ризиків у часі); внутрісистемному (розповсюдження ризику у визначений період часу в фінансовій системі – вклад ризиків окремих інститутів у загальносистемний ризик). За визначенням головного менеджера Міжнародного банку розрахунків Ханнона Х. макропруденційна політика спрямована на підтримання фінансової стабільності з плином часу, а також стабільності у кожний момент часу [6]. Аналогічним чином визначає об'єкти впливу макропруденційної політики Каруна Дж. [7] – системні ризики, що виникають внаслідок взаємозв'язків та загальних загроз усіх фінансових інститутів, а також проциклічності фінансової системи. Відповідно до визначення Європейського центрального банку – це ризик розповсюдження дисбалансів, що накопичуються у часі, ризик ефекту доміно та ризик того, що макроекономічні шоки викликають одночасні проблеми у фінансовій системі [8]. При цьому перший тип ризику відноситься до спонтанних проциклічних тенденцій у фінансовому секторі, що призводять до підвищення левериджу та сприйняття надмірного ризику у період економічного буму і, навпаки, несприйняття ризику у період рецесії. В якості причин виникнення цих феноменів є інформаційна асиметрія, агентська проблема та неефективна внутрісистемна координація, що визначають ендогенність проблем (системні фінансові ризики розвиваються у часі через кумулятивний самопосилюючий механізм). З іншого боку, це масштаби фінансового сектору та окремих фінансових інститутів, складність взаємозв'язків, високий рівень взаємозамінюваності фінансових послуг. Разом із тим, саме на проциклічність як основний феномен системного ризику звертає увагу Боріо К., який зазначає, що природа фінансової нестабільності не полягає у ефекті доміно, але у еволюції системних ризиків у часі, які безпосередньо взаємопов'язані із діловим циклом [9]. Взаємозв'язок фінансової системи і реального сектору економіки спричиняє надластиність у період економічного та фінансового буму, що є джерелом відповідного падіння в період фінансового стиснення.

У визначенні мети макропруденційної політики також використовується і безпосередньо зниження інформаційної асиметрії, що реалізується у ситуації «клізуї ризику» на основі контрдії природному заниженню у вимірі ризиків під час економічного буму та відповідної переоцінки ризиків під час економічної рецесії [10].

Разом із визначенням об'єктів макропруденційної політики доцільно надати і інші характеристики останньої, що відокремлюють її від інших видів макроекономічної політики. Так, відповідно до тенденції виникнення суттєвих соціальних витрат внаслідок системних фінансових криз із значними витратами платників податків, скороченням кредитування замість збільшення власного капіталу фінансових інститутів, в якості мети макропруденційної політики вказується інтерналізація та контроль соціальних витрат, що асоціюються із скороченням активів фінансових інститутів внаслідок загальних шоків впливів [11]. Як показала остання фінансова криза такі витрати були значно більшими за аналогічні приватні збитки, що покривалися власниками. Отже, макропруденційна політика діє, як у інтересах застрахованих осіб (наприклад, застрахованих фондом гарантування вкладів), так і незастрахованих – стейкхолдерів.

На іншу ключову характеристику макропруденційної політики, пов'язану із попередньою, – отримання ефекту для всієї фінансової системи, звертає увагу Банк міжнародних розрахунків [12]. Дана характеристика є ключовою відмінністю між

макро- і мікропруденційною політиками, які можуть застосовувати одні й ті ж інструменти, але із різним фокусом та відповідно, наслідками дії [13].

Оскільки в якості мети макропруденційної політики офіційно визнано зниження системних ризиків, доречно навести трактування основної функції, яка за висловом Мішкіна Ф. є підтримання фінансової стабільності як ситуації, коли фінансова система спроможна тривало без суттєвих порушень здійснювати ефективний розподіл заощаджень у інвестиційні альтернативи [14]. Говорячи про наслідки фінансової кризи, віце-президент Європейського центрального банку узагальнив функцію макропруденційного нагляду як згладжування функціонування фінансових інститутів та ринків [15]. Відповідно до мети Європейської ради фінансової стабільності метою макропруденційного нагляду є «...попередження та зниження системних фінансових ризиків...», що дозволяє «...згладити функціонування міжнародного ринку та відповідно забезпечити стійкий вплив фінансового сектору на економічне зростання» [16]. Аналогічним чином бачить макропруденційну політику і Банк Англії, мета якої у загальному сенсі - це стабільне забезпечення захисту послуг фінансового посередництва – платіжних, кредитних та страхування від ризику для економіки, уникнення циклічності у пропозиції кредиту та ліквідності [17].

Треба також підкресли нетотожність макропруденційної та антикризової політики. Останню спрямовано на стабілізацію фінансового стану інститутів та ринків, що вже зазнали величезних втрат, маючи на увазі реалізацію накопичених фінансових дисбалансів та подолання структурних деформацій. Макропруденційна політика діє впродовж всього циклу. На це звертається увага у трактуванні фінансової стабільності центральним банком Естонії – «згладжене функціонування фінансового посередництва, як у нормальних умовах, так і в умовах непередбачених негативних обставин» [18]. На відмінність антикризового менеджменту та макропруденційної політики звертає увагу і Світовий банк, спеціалісти якого зазначають, що антикризовий менеджмент має справу із вже наявною фінансовою нестабільністю, макропруденційне регулювання – із буферизацією фінансової стабільності, знижуючи тим самим, як ймовірність нестабільності, так і негативний вплив від такої нестабільності [19].

Отже, мета макропруденційної політики значною мірою збігається із нарощенням гнучкості на рівні фінансового сектору, яке, як було зазначено вище, спрямовано на формування потенціалу системи для самовідновлення, здатності до поглинання шоків впливів. Такий потенціал в залежності від стадії економічного циклу відображає спроможність до врегулювання надмірного зростання (стримування надластичності) в період буму, спроможності до відновлення функціонального потенціалу в період кризи або шоків впливу, а також спроможності до його розширення на стадії економічної рецесії та погравлення. Зростання гнучкості при цьому повинно вплинути на зниження асиметрії тривалості і амплітуди відновлення до кризи, тривалості кризових явищ, скорочення періоду відновлення.

Інформативним є також визначення мети макропруденційної політики і через основні напрями впливу, в якості яких зазначаються: зниження можливостей (протидія) накопичення ризиків та підвищення пружності (гнучкості). При цьому, вважається, що саме останній напрям є найбільш досяжним та ефективним з токи зору зниження системних ризиків. Отже в якості основного завдання спеціалісти Міжнародного банку розрахунків та ФРС бачать посилення пружності системи через контрциклічний менеджмент протишоків буферів [20-21]. Відповідно до постанови Комітету фінансової політики Банку Англії буфер капіталу, в першу чергу, збільшить спроможність системи поглинання збитків та, в другу чергу, може зменшити самі фінансові ризики [22]. Аналогічну думку висловив Базельський комітет банківського нагляду: «Основна мета контрциклічного буферу капіталу – це досягнення більш широкої макропруденційної мети захисту банківського сектору від періодів

надлишкового зростання кредитування, що часто асоціюється із накопиченням системного ризику... Пропозиція також може допомогти у період підйому циклу... Але цей модеруючий ефект може розглядатися тільки як додатковий...» [23]. На противагу цьому, саме монетарна політика спрямована на модерацію циклу (пригнічення розвитку циклічних процесів на стадії економічного підйому), вона не може забезпечити пружність фінансового сектору та відповідно здійснити буферизацію фінансової стабільності. В цьому аспекті впливу на економічні процеси макропруденційна і монетарна політики взаємодоповнюють одна іншу, що робить їх комплементарними та самостійними напрямками регуляторного впливу.

За видами макропруденційної політики в залежності від типу системних ризиків виокремлюють структурну – спрямовану на ризики, що виникають внаслідок взаємозв'язків фінансових інститутів, або внаслідок їх системної важливості, та циклічну – спрямовану на ризики накопичення фінансових дисбалансів, що сприяють посиленню циклічних проявів.

Говорячи про об'єкти впливу комплексу інструментів підвищення гнучкості фінансового сектору зазначимо, що макропруденційне регулювання не може бути самостійним та вичерпаним видом регуляторного впливу для досягнення визначеної мети. В якості факторів, що формують адаптаційний потенціал нами було зазначено – ресурсні компоненти фінансового та нефінансового секторів, монетарну, вартісну та макроекономічну компоненти. При цьому, сферою безпосереднього впливу макропруденційної політики є тільки ресурси фінансового сектору та частково макроекономічна. Усі інші підпадають під опосередкований вплив, за виключенням можливостей застосування деяких нормативів кредитування відносно окремих позичальників, а також валютної політики відносно впливу на операції рахунку капіталу платіжного балансу. В свою чергу, монетарна компонента підпадає під безпосередній вплив монетарної політики. При цьому треба зауважити, що не дивлячись на встановлену її основну мету із забезпечення цінової стабільності, вона через свої трансмісійні канали, зокрема канал кредитування, очікувань та цін на активи, може впливати на фінансову стабільність. Разом із тим, в залежності від встановленої на рівні того ж іншого центрального банку ієрархії цілей або функцій, вплив на останню з боку монетарної політики може мати свої обмеження. Так, відповідно до ст. 6 Закону про Національний банк України, останній може у межах своїх повноважень сприяти фінансовій стабільності за умови, що це не перешкоджає досягненню та підтримці цінової стабільності в державі. В більшості випадків напрям впливу монетарної і макропруденційної політики будуть діяти односпрямовано, але можуть бути і виключення. Так, в період економічного буму показники інфляції можуть бути низькими на відміну від цін на нерухомість або фінансові активи, що розкручують кредитну спіраль. І, навпаки, на фоні високої інфляції спостерігаються процеси кредитного стиснення.

Найважливішими сферами макроекономічної політики, що можуть впливати на гнучкість фінансового ринку, є фіскальна і політика регулювання платіжного балансу, а саме, управління потоками капіталу. Так, відповідно до рекомендацій МВФ в разі суттєвого впливу потоків капіталу на системні ризики фінансового сектору необхідно застосовувати, як управління потоками капіталу платіжного балансу, так і макропруденційні інструменти [24]. Такий підхід спрямовано на регулювання із пріоритетом довгострокових потоків над короткостроковими, потоків вкладень у власний капітал над борговими ресурсами. Серед основних завдань, що можуть бути поставленими в рамках управління потоками капіталу відповідно до досвіду Індії, де механізм макропруденційного регулювання було ефективно впроваджено із 2004 р., є такі: розвиток потенціалу для застосування комплексу інструментів – кількісних лімітів, вартісних та адміністративних заходів безпосереднього впливу на боргову

політику корпорацій в іноземній валюті; дозвіл на залучення короткострокових кредитів тільки для торгових операцій; пруденційне регулювання, спрямоване на зниження масштабів доларизації фінансового сектору, особливо банків; лібералізація та широкі можливості для зовнішніх інвестицій.

Отже збільшення гнучкості на основі макропруденційного регулювання має такі характерні ознаки:

- спрямовано на подолання проциклічності фінансового сектору, що може генерувати фінансові цикли та флуктуації;

- діє в рамках всього фінансового сектору та має системний ефект, що посилює інтерналізацію соціальних витрат від нестабільності фінансовим сектором, підвищує вплив фінансового сектору на економічне зростання через забезпечення стійкого виконання своїх функцій;

- спрямовано, в першу чергу, на підвищення пружності через формування буферів стабілізації, в другу чергу, на модерацію циклу через зниження вірогідності накопичення системних ризиків;

- включає інструменти додаткової буферізації капіталу і ліквідності, динамічного резервування, кредитні нормативи, а також такі, що застосовуються для зниження ступеня концентрації, поширення ризиків крізь фінансовий сектор, прийняття надмірних ризиків системно важливими фінансовими інститутами;

- є одним із елементів макроекономічної політики та має комплементарну дію разом із монетарною, фіскальною, політикою управління потоками капіталу.

Виходячи з цих характеристик в якості загальних принципів механізму збільшення гнучкості фінансового сектору зазначимо такі:

- контрциклічності – регулювання повинно здійснюватися в напрямку згладжування фінансових циклів на основі формування потенціалу контрдії із динамічним застосуванням інструментів для зниження асиметрії тривалості і амплітуди відновлення до кризи, тривалості кризових явищ, скорочення періоду відновлення;

- проактивності – формування буферів капіталу (консервації та контрциклічного) повинно здійснюватися в період найбільш привабливого періоду - економічного підйому та посилюватися під час економічного буму. При цьому, з метою зменшення негативних наслідків у вигляді скорочення кредитної діяльності фінансового сектору перехід до нових пруденціальних нормативів передбачає зазвичай деякий лаг (2-4 роки). Так, у зв'язку із подовженням подолання наслідків кризи в Україні впроваджені нормативи буферів капіталу (консервації і контрциклічного) почнуть діяти тільки із 01.01.2020 р. Причому, буфер запасу основного капіталу буде формуватися банками поступово до 2023 р. [25];

- симетричності – деякі інструменти повинні діяти впродовж циклу в протилежному напрямку – посилюватися на етапі фінансового буму та послаблюватися в період кризи. Зазвичай, це відноситься до коефіцієнтів зважування активів за ступенем ризику, коефіцієнту співвідношення боргу до вартості забезпечення, резервних вимог,

- реалістичності – метою макропруденційного регулювання не може бути елімінація або нівелювання циклу, але зменшення його амплітуди та негативної асиметрії;

- гнучкості – з одного боку, це наявність комплексу інструментів для макропруденційного регулювання, з іншого, це застосування помірної дискретності, що передбачає знаходження певного балансу між використанням інструментів за правилами та дискреційно. Останнє дає певну можливість маневру у регулюванні, але має і свої вади у зв'язку із наявністю часового лагу у прийнятті рішень, а також розвитку конфлікту інтересів між різними учасниками регуляторного процесу;

- координації – у зв'язку із необхідністю застосування різних сфер макроекономічної політики, а також охоптом різноманітних учасників фінансового ринку, необхідним є досягнення ефективної координації між ними, що є насправді вкрай складним завданням, та вирішується на основі ефективного розподілу повноважень та функцій;

- системного регулятора – для реалізації функцій макропруденційної політики із пригнічення або попередження надмірної еластичності фінансового ринку у вигляді надзвичайного зростання кредитування або левериджу, зниження або попередження ризиків неліквідності ринку та ускладнення доступу до капіталу, обмеження високої концентрації та колективної поведінки фінансових інститутів, що зашкоджує стабільності фінансової системи, контролю системно важливих фінансових інститутів, прерогативою є визначення одного регулятора, на який покладається реалізація макропруденційної політики (операційний мандат).

Для формування концептуальної моделі підвищення гнучкості необхідно: визначити мету, завдання; периметр регулювання; сформувати систему раннього попередження із відповідними індикаторами; визначити операційну стратегію, інституційне забезпечення і організацію регулювання; сформувати систему координації та обміну інформацією. Внаслідок того, що до кожної країни не може бути застосовано універсальну модель, необхідним є врахування національних особливостей розвитку фінансового ринку та функціонування фінансового сектора із одночасним використанням найкращих практик. Приймаючи до уваги дуже короткий час, що пройшов із моменту впровадження макропруденційного регулювання в більшості країн, доречним є поетапне формування такої моделі політики в Україні із її інституційним закріпленням у найближчому часі, аналізом ефективності та поступовою адаптацією до найбільш ефективного варіанту.

Надзвичайно важливим є питання периметру макропруденційної політики, яке вирішується на основі вибору масштабів покриття ним тих і інших фінансових інститутів, а також фінансової інфраструктури. При цьому на користь розширення периметру за рахунок збільшення охопту фінансових інститутів свідчать такі безперечні аргументи - більший охопту дозволить наростити можливості моніторингу і протидії системним фінансовим ризикам, особливо якщо такі інститути суттєво пов'язані із іншими інститутами фінансового сектору, мають суттєві масштаби своєї діяльності та відіграють значну роль у фінансуванні економіки країни; це дозволить уникнути арбітражу, що може виникнути внаслідок посилення регулювання банків на фоні інших інститутів, та відповідного перетікання послуг та процесів кредитування у інші ніші фінансового сектору. Але є і негативні моменти - таке регулювання потребує високого рівня, як самого фінансового розвитку, так і регулювання.

Треба відзначити, що на відміну від країн із розвинутим фінансовим ринком, у країнах із ринком, що формується, небанківські фінансові інститути («shadow banking») та інші інституційні інвестори грають менш суттєву роль поряд із банками. Отже, для таких країн питання розширення периметру макропруденційного регулювання має стояти менш гостро. В Україні поки що склалася саме така ситуація. Так, аналіз активів фінансового сектору (за виключенням НБУ) свідчить, що банкам належить майже 80% (рис. 1), 13% припадає на ІСІ та недержавні пенсійні фонди, на всі інші – біля 7%. Отже, активи небанківських установ складають 23% від ВВП на кінець 2015 р., що безумовно вкрай недостатньо для адекватної конкуренції банкам із позиції їх ролі в економіці. Теж саме можна казати і про безпосередньо кредитування економіки. Так, відповідно до даних про залишки коштів, об'єм кредитування фінансовими компаніями на кінець 2014 р. складає біля 7 млрд. грн., за операціями факторингу – 23,5 млрд. грн. При цьому, у порівнянні із 2013 р., коли умови банківського регулювання були більш послабленими, надання фінансових кредитів скоротилося на 20,7%, за операціями

факторингу – зростання склало 134%. Разом із тим, це майже у 15 разів менше, ніж банківське кредитування, що не може адекватно задовільнити потреби фінансування економіки.

Для прикладу наведемо дані фінансового сектору 27 провідних країн, де 23% його активів на кінець 2014 р. складали активи недепозитних установ, з них на shadow banking приходилося 12% або 36 трлн. дол. США. При цьому зростання останнього склало за рік більше 10%, частка таких активів від ВВП зростає з 55 до 59%. Найбільшу частку активи shadow banking мають такі країни як США (40%), Великобританія (13%), Китай (8%), Німеччина, Франція, Японія (7%). Разом із тим, звертає на себе увагу рівень покриття цими активами ВВП у таких країнах, як Англія – 147%, Швейцарія – 90%, США – 82%. Досить низьким він залишається у Туреччині, Саудівській Аравії, Росії [26].

Потребує аналізу також безпосередній взаємозв'язок між небанківськими та банківськими установами. За даними НБУ залишки коштів недепозитних фінансових корпорацій на рахунках банків на кінець 2015 р. складають 29,02 млрд. грн., що відповідає приблизно 5% від їх активів, що не є критично важливим каналом розповсюдження банківської кризи на інші інститути; розмір кредитування банками небанківські установи ще нижчий – 15,5 млрд. грн. Разом із тим, оскільки такі інститути переважно здійснюють свої операції через фондовий ринок, цей канал розповсюдження кризи є суттєвішим. Однак треба відзначити, що негативного впливу такі установи зазнають не безпосередньо від банківської системи, а опосередковано – через реальний сектор економіки та домашні господарства.

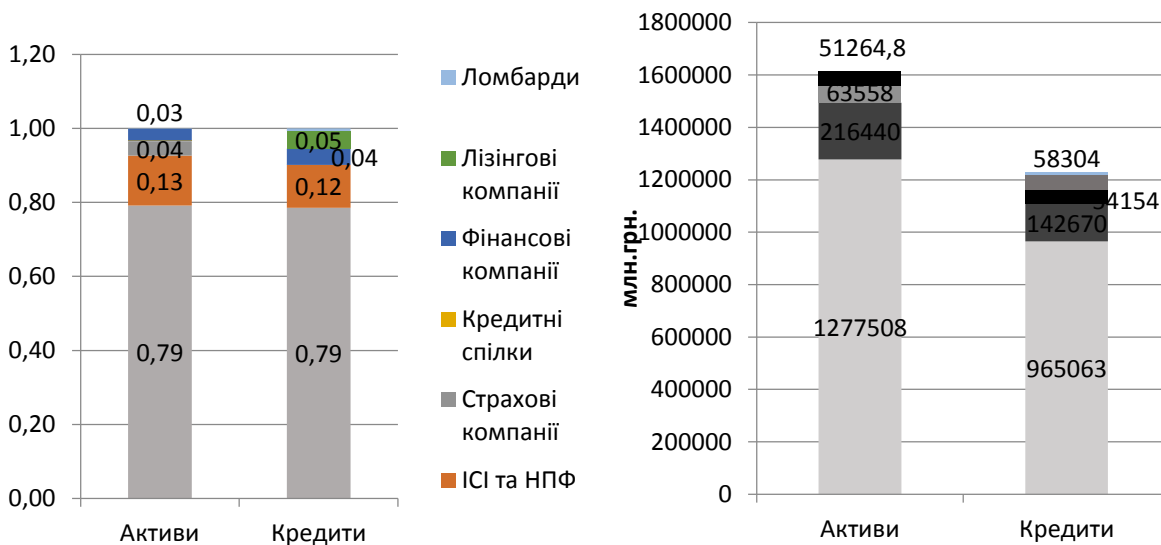


Рис. 1. Об'єми та структура активів і кредитів фінансових інститутів в Україні (на кінець 2015 р.) (розраховано автором на основі [27,28])

Таким чином, передбачаючи поетапне впровадження механізму макропруденційного регулювання із поширенням на весь фінансовий сектор у перспективі в Україні (переходу від «пруденційної» через «еклектичну» до «розширеної» макропруденційної моделі), протягом перехідного етапу в найближчій перспективі доцільно передбачити впровадження індикаторів фінансової стабільності на рівні небанківських установ, а також методичного підходу до визначення системно важливих фінансових інститутів.

Найважливішим питанням у впровадженні макропруденційної моделі регулювання є формування організаційної архітектури: визначення системного регулятора; циклу регуляторної діяльності та прийняття рішень; законодавчого

закріплення функцій та відповідальності органів регулювання; визначення системи контролю, підзвітності і координації.

Зараз у світі поширюються декілька моделей організації макропруденційного регулювання (рис.2). Кожна із вказаних моделей включає спеціальний інститут (існуючий або наново створений), що відповідає за ті чи інші функції в цій сфері. Такий інститут, як правило, є колегіальним органом – Європейська рада системного ризику у ЄС (створена у 2011 р.), Виконавчий комітет фінансової стабільності у Малайзії (із 2009 р.), Рада фінансової стабільності у Мексиці (із 2010 р.), Комітет фінансової політики у Великобританії (із 2010 р.), Наглядова рада за фінансовою стабільністю у США (із 2010 р.), Комітет фінансової стабільності у Німеччині (із 2013 р.) тощо. В залежності від моделі цей колегіальний орган виконує різні функції та організаційно знаходиться в рамках існуючого органу регулювання або існує окремо від них:

- відповідно до першої моделі – мандат на здійснення макропруденційного регулювання покладено на існуючий регулюючий інститут (Центральний банк, Міністерство фінансів, тощо), що має в своєму складі комітет (раду) із фінансової стабільності, яка виконує, як правило, координаційні та консультативні функції. В такий комітет можуть входити інші регулятори. Цей підхід застосовується у Малайзії, Великобританії. В Малайзії центральний банк має повний мандат та відповідні широкі повноваження на проведення макропруденційної політики – регулювання та нагляду за фінансовими інститутами і ринками з метою забезпечення фінансової стабільності. Він має можливість надавати рекомендації будь-якому із органів пруденційного контролю через схвалення Виконавчим комітетом фінансової стабільності, що входить в структуру Центрального банку;

- відповідно до другої моделі – відповідальність за здійснення макропруденційної моделі розподілена між мікропруденційними регуляторами, координаційні функції або функції прийняття рішень делеговано сформованому комітету, який знаходиться поза структурою інших регуляторів. При цьому, центральному банку, як правило, надається центральна роль - бути головуючим комітету (у Австралії), здійснювати аналітичне забезпечення та моніторинг системних ризиків (у ЄС), мати більшість голосів в комітеті (у Мексиці) або право вето (у Німеччині), мати виключну відповідальність за нагляд (у США) [29].

- третя модель передбачає створення окремого комітету (ради), що виконує роль макропруденційного регулятора, включаючи координаційну роль. Прикладом цієї моделі слугує Мексика, де Рада з фінансової стабільності була створена для здійснення координації та обміну інформації між різними регуляторами, а також оперативної ідентифікації, оцінки ризиків фінансової системи. Комітет очолює міністр фінансів, та містить у складі Центрального банку, Секретаріат з фінансів і державного кредиту, Інститут захисту вкладників банків та інші.

Отже, перша модель має найбільшу концентрацію функцій макропруденційного регулювання на базі одного із фінансових регуляторів, остання – найменше. І, навпаки, в першій моделі Комітет (Рада) з фінансової стабільності виконує тільки свої координуючу та дорадчу функції. При цьому перша та друга моделі є пріоритетними в разі, якщо фінансовий регулятор, на базі якого здійснюється макропруденційне регулювання (або виконуються більшість функцій) виконує і функцію мікропруденційного регулювання.

Як свідчить аналіз впровадження макропруденційної моделі регулювання у 51 країні, проведений у 2011р. МВФ, у 90% країн, що мали формальний або законний мандат на здійснення такого регулювання, центральні банки грають ключову роль (із 22 таких країн – 19 із головною роллю центральних банків їх, з них 13 – це країни із ринками, що розвиваються). Міністерство фінансів має такий мандат тільки у 5 країнах [30].

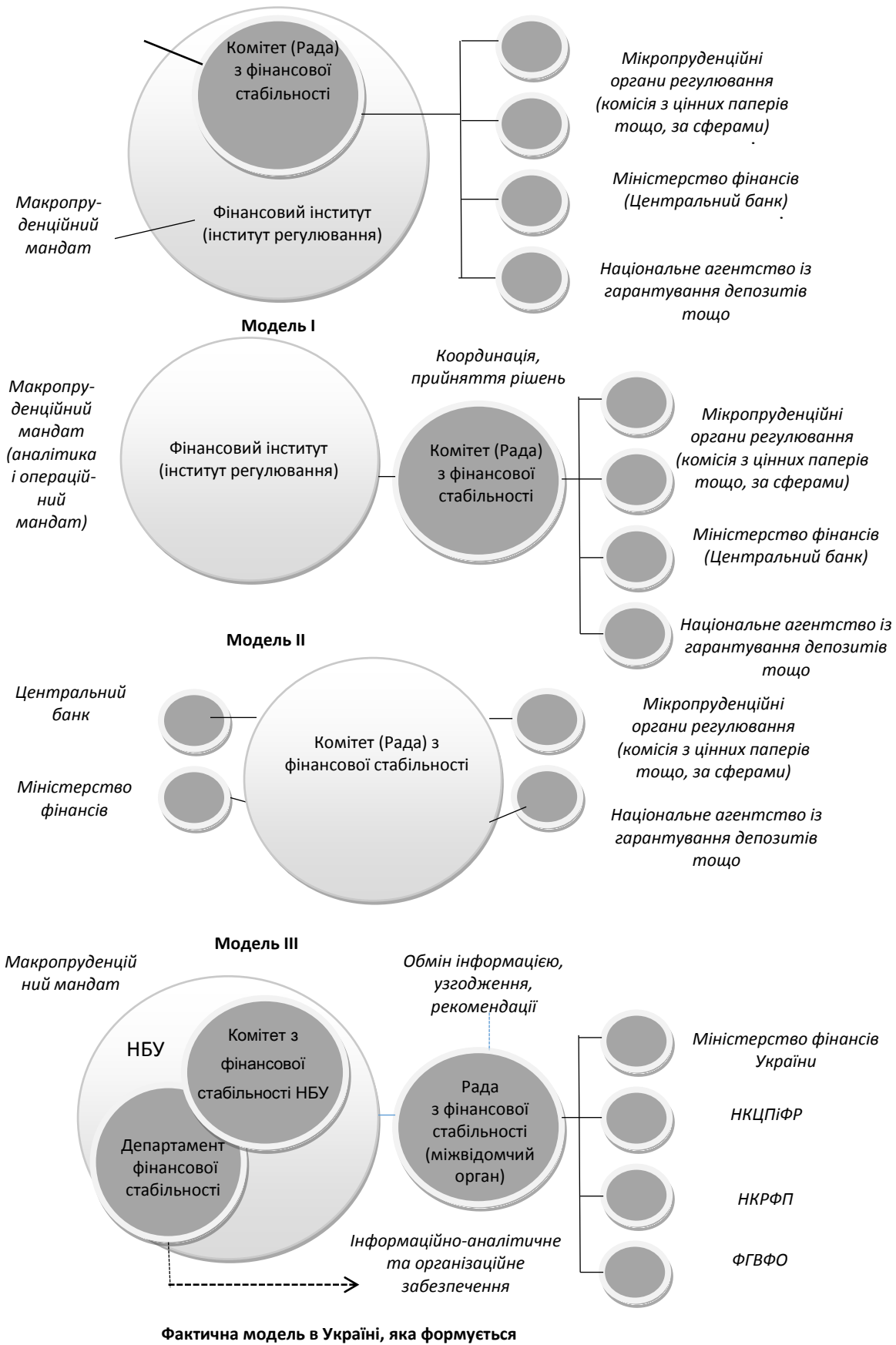


Рис. 2 . Моделі організації макропруденційного регулювання

- відповідно до другої моделі – відповідальність за здійснення макропруденційної моделі розподілена між мікропруденційними регуляторами, координаційні функції або функції прийняття рішень делеговано сформованому комітету, який знаходиться поза структурою інших регуляторів. При цьому, центральному банку, як правило, надається центральна роль - бути головуючим комітету (у Австралії), здійснювати аналітичне забезпечення та моніторинг системних ризиків (у ЄС), мати більшість голосів в комітеті (у Мексиці) або право вето (у Німеччині), мати виключну відповідальність за нагляд (у США) [29].

- третя модель передбачає створення окремого комітету (ради), що виконує роль макропруденційного регулятора, включаючи координаційну роль. Прикладом цієї моделі слугує Мексика, де Рада з фінансової стабільності була створена для здійснення координації та обміну інформації між різними регуляторами, а також оперативної ідентифікації, оцінки ризиків фінансової системи. Комітет очолює міністр фінансів, та містить у складі Центральний банк, Секретаріат з фінансів і державного кредиту, Інститут захисту вкладників банків та інші.

Отже, перша модель має найбільшу концентрацію функцій макропруденційного регулювання на базі одного із фінансових регуляторів, остання – найменше. І, навпаки, в першій моделі Комітет (Рада) з фінансової стабільності виконує тільки свої координуючу та дорадчу функції. При цьому перша та друга моделі є пріоритетними в разі, якщо фінансовий регулятор, на базі якого здійснюється макропруденційне регулювання (або виконуються більшість функцій) виконує і функцію мікропруденційного регулювання.

Як свідчить аналіз впровадження макропруденційної моделі регулювання у 51 країні, проведений у 2011р. МВФ, у 90% країн, що мали формальний або законний мандат на здійснення такого регулювання, центральні банки грають ключову роль (із 22 таких країн – 19 із головною роллю центральних банків їх, з них 13 – це країни із ринками, що розвиваються). Міністерство фінансів має такий мандат тільки у 5 країнах [30].

Серед факторів, що визначають необхідність надання провідної ролі центральним банкам, слід відзначити такі:

- центральні банки мають незалежність, що безперечно грає позитивну роль, як для монетарної так і макропруденційної політики. Особливого значення це набуває у періоди економічного буму, коли, як із політичної, так і соціальної точки зору, у короткостроковій перспективі більш вигідним є досягнення компромісу за рахунок подовження кредитної експансії та високих державних витрат. На противагу цьому, виходячи із довгострокових цілей стійкого розвитку країни така політика є програшною. Отже, маючи незалежність від політичного тиску та керуючись чіткими цілями цінової і фінансової стабільності, центральні банки, як ніхто інший повинен мати мандат на проведення обох видів політик;

- на рівні центрального банку може бути досягнуто синергія між його функціями забезпечення ліквідністю, кредитора останньої інстанції та інструментами макропруденційного регулювання. Більшість із інструментів, при цьому, є модифікованими до циклу мікропруденційними інструментами. Керуючись позитивними ефектами між комплементарністю виконання центральним банком таких функцій, можна стверджувати про достатню зацікавленість та вмотивованість останнього у своєчасності та ефективності проведення макропруденційного регулювання;

- макропруденційне регулювання, яке повинно фокусувати свій вплив на внутрішньосистемних зв'язках та екстерналіях, є надскладною та відповідальною сферою економічної політики. В цьому аспекті центральний банк має найбільший експертний потенціал, інформаційні та аналітичні можливості.

Як свідчить аналіз досвіду делегування функції макропруденційного регулювання центральним банком, проведений Ломбарді Д та Мосчелло М. [31], концентрація функцій такого регулювання на рівні центральних банків доцільна в тому випадку, коли останній вже виконує більшість функцій із регулювання та нагляду у фінансовому секторі. Навпаки, розподіл функцій макропруденційного регулювання між різними агентами із делегування деяких з них незалежному комітету можливий в тому випадку, коли функції пруденційного нагляду та регулювання вже виконуються різними фінансовими регуляторами. Іншою підставою для вибору окремого комітету в якості системного регулятора є наявність однозначного визначення основної мети центрального банку. Якщо така мета однозначна – забезпечення цінової стабільності, то її можлива конфліктність із макропруденційним мандатом може знизити впевненість у досягненні найбільш пріоритетної мети.

Відповідно до практичних рекомендацій Світового банку для країн із ринками, що розвиваються, визначено, що у зв'язку із їх орієнтованою на банки фінансовою системою, макропруденційне регулювання варто концентрувати саме на рівні центрального банку[19]. Якщо у такій країні Комітет з фінансової стабільності створено поза центральним банком, доречно розглянути питання про доцільність такої організаційної моделі та визначити можливість вбудування такого Комітету в структуру останнього. При цьому доречно мати оптимальну численність представників різних органів регулювання у складі комітету задля спрощення підзвітності та прискорення прийняття рішень, обмеження тиску інтересів мікропруденційного регулювання на загальносистемні питання.

Треба відзначити, що в Україні вже розпочато процес із впровадження механізму макропруденційного регулювання. Так, Указом Президента від 24.03.2015 р. створено міжвідомчу Раду з фінансової стабільності, основними завданнями якої є: обмін інформацією та своєчасне виявлення поточних та потенційних зовнішніх і внутрішніх загроз, системних ризиків для забезпечення фінансової стабільності й мінімізації їх негативного впливу на фінансову систему держави; узгодження упереджувальних заходів та заходів швидкого реагування (антикризовий менеджмент) за наявності ознак нестійкого фінансового стану банківської системи, а також обставин, які загрожують стабільності банківської та/або фінансової системи держави [32]. Її формування узгоджено із процесом розбудови в Україні повноцінного, дієвого та ефективного фінансового ринку, збалансування всіх його сегментів та зміцнення стійкості до загроз, що було задекларовано у прийнятій Комплексній програмі розвитку фінансового сектору України до 2020 року Національною радою реформ 15.05.2015 р. Заходи Комплексної програми здійснюватимуться за трьома ключовими напрямками: забезпечення фінансової стабільності, розбудова інституційної спроможності регуляторів фінансового ринку, захист прав споживачів та інвесторів фінансового сектору. А саме, передбачається впровадження макропруденційного нагляду на основі оцінки наявних і потенційних ризиків (risk based supervision), передбачено необхідність досягнення стійкості фінансової системи до макроекономічних шоків і контрциклічність фінансового сектору[33]. Відповідно до внесених змін згідно Закону України № 541-VIII від 18.06.2015 НБУ у межах своїх повноважень сприяє фінансовій стабільності.

Висновки. Отже, на сучасному етапі актуальним є співставлення тенденцій впровадження механізму макропруденційного регулювання в Україні із рекомендаціями світових фінансових інститутів:

1. Ефективна реалізація макропруденційного регулювання передбачає надання провідної ролі центральному банку. Відповідно до ст. 7 Закону України про НБУ, останній за наявності ознак нестійкого фінансового стану банківської системи, виникнення обставин, що загрожують стабільності банківської та/або фінансової

системи країни, має право визначати тимчасові особливості регулювання та нагляду за банками або іншими особами, які можуть бути об'єктом перевірки НБУ. Серед основних можливостей впровадження особливого режиму вказано: підтримання ліквідності банків, застосування економічних нормативів, формування та використання резервів для відшкодування можливих втрат за активними операціями банків, можливості обмеження їх діяльності, у тому числі обмеження або заборона видачі коштів з поточних та вкладних (депозитних) рахунків фізичних та юридичних осіб, а також обмеження або тимчасова заборона проведення валютних операцій на території України, зокрема операцій з вивезення, переказування і пересилання за межі України валютних цінностей. Крім того, Голова НБУ є співголовою разом із Міністерством фінансів у міжвідомчій Раді з фінансової стабільності, має можливості позачергово скликати засідання Ради. В структурі НБУ створено Департамент фінансової стабільності, у функції якого входить: аналіз фінансової стабільності; розроблення модельного інструментарію; проведення стрес-тестування фінансового сектору; розроблення інструментарію макропруденційної політики; аналітична та адміністративна підтримка діяльності міжвідомчої Ради з фінансової стабільності та координація робіт з цих питань. Отже, відповідно до діючого законодавства, незважаючи на відсутність формального мандату на впровадження макропруденційної політики, НБУ надано доволі широкі базові можливості для виконання цієї функції. Разом із тим, периметр охопту фінансового сектору НБУ обмежується поки тільки банками та «іншими особами, які можуть бути об'єктом перевірки НБУ». Крім того, наявність ознак нестійкого фінансового стану фінансової системи повинно бути підтверджено колегіально Радою з фінансової стабільності при наявності більшості голосів.

2. Макропруденційне регулювання не повинно бути фрагментарним та складним у адмініструванні. В Україні внаслідок незавершеності реформування системи нагляду за фінансовим сектором, включаючи реформування організаційної структури НБУ, наразі існують всі передумови для фрагментарності або частковості охопту ринку. Так, проектами Законів 2413а, 2414а, внесених Президентом України, у складі НБУ передбачається створення окремого блоку нагляду за небанківськими фінансовими установами як результату консолідації функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг. Отже, макропруденційний периметр охопту регуляторною політикою і наглядом буде розширено і, відповідно, збільшено можливості безпосереднього впливу. Разом із тим, залишиться актуальним питання інституціоналізації координації між НБУ і Національною комісією з цінних паперів і фондового ринку. Така реформа буде сприяти, як зниженню рівня фрагментарності макропруденційного регулювання, так і підвищенню її ефективності за рахунок більшої спрямованості за сферами ділової активності, аніж за видами фінансових інститутів. Зниженню фрагментарності також буде сприяти формування ефективної системи обміну інформацією між НБУ як системним регулятором та іншими органами і інститутами (Міністерством фінансів, НКЦПіФР тощо). НБУ має мати доступ та можливості отримання оперативної інформації із будь якого джерела відносно можливих факторів та обставин, що формують системні фінансові загрози, включаючи інформацію про стан системно важливих фінансових інститутів.

3. Підвищення повноважень та ролі Міністерства фінансів у макропруденційному регулюванні має свої загрози. Відповідно до Положення Про Раду із фінансової стабільності Міністерство фінансів є співголовоюючим із НБУ. Оскільки саме із боку Міністерства фінансів можливий політичний тиск у період економічного буму, позитивним процесом, який знизить цю інституційну деформацію, може бути впровадження фіскальних правил у бюджетний механізм. Відповідно, контрциклічне регулювання фінансового сектору буде за необхідності супроводжуватися

контрциклічною фіскальною політикою. Виходячи із вкрай важливої функції антикризового менеджменту у фінансовій системі, яка в значній мірі залежить від Міністерства фінансів, доцільним також буде впровадження методичних підходів до оцінки фіскального простору, що створить аналітичні можливості для проведення своєчасних превентивних дій з боку фіскального регулятора.

4. В макропруденційному регулюванні необхідним є непорушність автономії окремих фінансових регуляторів. Дотримання цього принципу передбачається на основі Положення «Про Раду із фінансової стабільності», відповідно до якого її рішення носять рекомендаційний характер для окремих фінансових регуляторів. Разом із тим, вимагаючи відповідальності від учасників макропруденційного процесу, як правило, в разі відхилення від постанов Ради фінансових регулятор повинен звітувати про причини прийняття таких рішень та обґрунтувати свою позицію [34].

5. Під час побудови механізму макропруденційного регулювання доцільно максимально враховувати особливості фінансового розвитку країни, структури фінансового сектору, факторів накопичення системних фінансових ризиків. Оскільки для України, як і для багатьох інших країн із ринками, що розвиваються, суттєвим фактором зростання системних фінансових ризиків є потоки іноземного капіталу, валютна політика разом із управлінням рахунком капіталу платіжного балансу є найважливішими сферами проактивної макропруденційної політики. Це є ще однією підставою пріоритетності концентрації функцій із макропруденційного регулювання на рівні НБУ, який відповідно до Декрету Кабінету Міністрів «Про систему валютного регулювання і валютного контролю» здійснює валютну політику виходячи з принципів загальної економічної політики України.

6. Оцінка системних фінансових ризиків або фінансової стабільності на рівні всієї системи повинна здійснюватися на базі одного фінансового регулятора, який в результаті має звітувати про стан фінансової стабільності в країні. В Україні таким інститутом має стати НБУ, низка департаментів якого має такі функціональні можливості: Департамент відкритих ринків – здійснює оперативний аналіз та прогнозування, забезпечення регулювання грошово-кредитного та валютного ринків, здійснює моніторинг стану внутрішнього і зовнішнього ринків; Департамент статистики та звітності – здійснює методологічне забезпечення системи статистики фінансового сектору, статистики зовнішнього сектору; Департамент фінансової стабільності – здійснює її аналіз, в тому числі фінансових ризиків та загроз фінансової системи, проводить стрес-тестування; Департамент монетарної політики та економічного аналізу – здійснює аналіз державної економічної політики, розвитку монетарного, реального, фіскального, зовнішнього секторів економіки України та міжнародної економіки, готує макроекономічні прогнози, організує координацію дослідницьких робіт НБУ та робить фундаментальні і прикладні дослідження. Наразі виходячи із задекларованих функцій Ради з фінансової стабільності існує певне подвоювання функціональних обов'язків між Радою та НБУ. Виходячи із того, що Рада є в більшій мірі консультативним органом, який не має свого аналітичного агентства, доцільно вилучити ці функції із її мандату.

7. Мандат на проведення макропруденційного регулювання має давати достатні можливості для ініціювання застосування відповідних інструментів макропруденційного регулювання. В разі потреби повинен існувати механізм для розширення таких повноважень. Як вже зазначалося, прийняття рішень відносно застосування інструментів макропруденційної контрциклічно дії повинно схвалюватися Радою фінансової стабільності, що має збиратися кожні три місяці, або позачергово. При цьому, факт загрози стану фінансової стабільності має також підтвердити Рада з фінансової стабільності. Отже, для підвищення обґрунтованості пропозицій та аналітичних звітів НБУ необхідно як найскоріше ввести регулярний аналітичний Звіт з

фінансової стабільності, який би надавав широкі можливості ознайомлення громадськості із поточним станом та сценаріями реалізації загроз фінансової стабільності країни. Прозорість та підзвітність є необхідними елементами ефективного макропруденційного регулювання.

8. В організації макропруденційного регулювання, яке є складним механізмом колективної дії декількох фінансових регуляторів, важливим є запобігання утворенню конфліктів інтересів окремих його учасників. Як було зазначено вище, найкращим варіантом організації у країнах із банкоцентричним фінансовим сектором є модель, де центральний банк виконує головну роль, а колегіальний орган із прийняття макропруденційних рішень та координації знаходиться в самому центральному банку та є одним із його Комітетів. Отже виходячи із подальшої оптимізації системи регулювання фінансового сектору доцільним є перехід України від другої до першої моделі, де зазначений Комітет, зберігаючи свою незалежність та колегіальність, входить в структуру НБУ.

СПИСОК ДЖЕРЕЛ

1. G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit September 24-25, - 2009, Pittsburgh.
2. Лютий, Ігор Олександрович. Банківські інститути в умовах глобалізації ринку фінансових послуг: [монографія] / І. О. Лютий, О. М. Юрчук. - К.: Знання, 2011. – 357 с.
3. Петрик О. І. Основні аспекти макропруденційної політики в сучасних умовах / О. І. Петрик // Вісник Національного банку України. – 2013. – № 9(211). – С. 3–5.
4. Коваленко В.В. Стратегічні напрями реалізації макропруденційного банківського нагляду та регулювання <http://dspace.oneu.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/1151/1/>
5. Системні ризики і макропруденційна політика [Текст] / Т. Унковська // Економічна теорія. – 2014. – № 1. – С. 51–60.
6. Hannoun H. Towards a global financial stability framework. Speech at the 45th SEACEN Governors' Conference, Siem Reap province, Cambodia, 26-27 February 2010. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bis.org/speeches/sp100303.pdf>
7. Caruana J. Macroprudential policy: working towards a new consensus”. Remarks at the high-level meeting on “The Emerging Framework for Financial Regulation and Monetary Policy” jointly organised by the BIS’s Financial Stability Institute and the IMF Institute, Washington DC, 23 April. - 2010
8. The concept of systemic risk in Financial Stability Review, ECB, December 2009, - . – Режим доступу: <http://www.ecb.europa.eu/pub/>
9. Borio, C, W English and A Filardo A tale of two perspectives: old or new challenges for monetary policy?”. BIS Working Paper No 127, February. – 2003.
10. Buenaventura Rafael Carlos B. Money & Banking in the Philippines-Perspectives from Bangko Sentral ng Pilipinas, Manila: Bangko Sentral ng Pilipinas. 2003. – Режим доступу: http://www.goodreads.com/author/show/4871422.Rafael_Carlos_B_Buenaventura
11. Hanson S. Macroprudential Approach to Financial Regulation /Hanson, S, A Kashyap and J Stein A. Forthcoming in The Journal of Economic Perspectives. – 2010. – Режим доступу: <https://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/jep.25.1.3>
12. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports Macroprudential Supervision of Financial Institutions: Lessons from the SCAP. – Режим доступу: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr409.pdf
13. Piet C. The Term ‘Macroprudential’: Origins and Evolution. BIS Quarterly Review, March. – 2010. - Режим доступу: <https://ideas.repec.org/a/bis/bisqtr/1003h.html>
14. Mishkin F. Anatomy of financial crisis/ Mishkin Frederic S. / NBER Working Paper n. 3934. – 1991.
15. Macro-prudential supervision in Europe. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100927_3.en.html

16. REGULATION (EU) No 1092/2010 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 24 November 2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board <https://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/ESRB-en.pdf>

17. Bank of England The role of macroprudential policy, Bank of England Discussion Paper, November. - 2009. – Режим доступу http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1003h.htm

18. Macropudential policy framework [Електронний ресурс]. – 2015. - Режим доступу <https://www.eestipank.ee/sites/>

19. Macroprudential Policy Framework: A Practice Guide / Damodaran Krishnamurti and Yejin Carol Lee [Електронний ресурс]. – Режим доступу <http://dx.doi.org/10.1596/978-1-4648-0085-6>

20. BIS, Addressing financial system procyclicality: a possible framework, Note for the Financial Stability Forum Working Group on Market and Institutional Resilience, September 2008.

21. Monetary Policy and Cyclical Macroprudential Policy Tools /Rochelle M. Edge Federal Reserve Board April 17, 2012

22. Financial Policy Committee statement from its policy meeting, 16 March 2012. [Електронний ресурс]. – Режим доступу <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/documents/fpc/statement120323.pdf>

23. Basel III Countercyclical Capital Proposals [Електронний ресурс]. – Режим доступу <http://media.mofo.com/files/Uploads/Images/Basel.III.Countercyclical.pdf>

24. The liberalisation and management of capital flows: an institutional view”, November. IMF. – 2012. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>

25. Інструкція про порядок регулювання діяльності банків в Україні Затверджено Постановою Правління Національного банку України від 28.08.2001 № 368.

26. Global Shadow Banking Monitoring Report 2015 <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2015.pdf>

27. Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/>

28. Офіційний сайт Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг . – Режим доступу: <http://nfp.gov.ua/>

29. Key aspects of macroprudential policy. IMF. – 2013. - 10 June. [Електронний ресурс]. – Режим доступу <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/061013b.pdf>

30. Macroprudential Policy: An Organizing Framework.” Background Paper, International Monetary Fund, IMF Washington, DC, March.

31. Why are central banks delegated macroprudential responsibilities?/ Domenico Lombardi and Manuela Moschella [Електронний ресурс]. – Режим доступу <https://ecpr.eu/Filestore/PaperProposal/>

32. «Положення про Раду з фінансової стабільності» Затверджено Указом Президента України від 24 березня 2015 року № 170/2015.

33. «Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020» затверджена 18 червня 2015 року Правлінням Національного банку України №391.

34. A new approach to financial regulation: building a stronger system. Presented to Parliament by the Financial Secretary to the Treasury by Command of Her Majesty. - 2011 [Електронний ресурс]. – Режим доступу <http://www.official-documents.gov.uk/>