



Ринок банківсько-фінансових послуг

Віктор КОЗЮК

**ПОШИРЕННЯ
МАКРОПРУДЕНЦІЙНОГО РЕГУЛЮВАННЯ
ТА ОРІЄНТИРИ МАКРОПРУДЕНЦІЙНОЇ
ПОЛІТИКИ НБУ**

Резюме

Зазначено, що посткризове поширення макропруденційного регулювання потребує узагальнень й ідентифікації способів адаптації для потреб України. Обґрунтовано, що сформований консенсус щодо таксономії макропруденційних інструментів та їхнього функціоналу наразі кореспондує з емпіричними результатами досліджень, які засвідчують потенційну ефективність таких інструментів у гальмуванні експансії кредиту і цін активів. Наголошено, що макропруденційна політика може виявитись вразливою до можливостей запозичення за кордоном та перетікання позикової активності у нерегульовані сегменти фінансової системи. Вказано, що сировинні економіки формують окремий профіль країн, в яких макропруденційна політика призначена знизити вразливість до коливання сировинних цін. Акцентовано, що макропруденційні інструменти можуть допомогти послабити надмірну експансію кредиту в неекспортних секторах і обмежити його секторну концентрацію, таким чином відкриваючи нові можливості для структурної політики. Доведено, що орієнтири макропруденційної політики НБУ мають визначатись специфікою реалізації макропруденційної політики в умовах обумовленості потоків капіталу сировинними цінами та враховувати інституціональні викривлення олігархічного банкінгу.

© Віктор Козюк, 2018.

Козюк Віктор, докт. екон. наук, професор, Тернопільський національний економічний університет, Україна.

Ключові слова

Макропруденційна політика, системна вразливість, проциклічність фінансової системи, потоки капіталу, сировинні економіки, леверидж, буфери капіталу.

Класифікація за JEL: E58, E59, O23, Q33.

Вступ

Після глобальної фінансової кризи спостерігається трансформація політики фінансової стабільності. Вона характеризується відходом від функціонального поділу на монетарну політику та мікропруденційну політику. Остання традиційно була зорієнтована на забезпечення фінансової стійкості окремих фінансових установ. Основна причина цього – зростаюче значення фінансової системи як джерела макроекономічних коливань, економічних дисбалансів і фіскальної стійкості. Глобальна інтеграція та фінансові інновації стали структурним поштовхом до посилення проциклічності фінансової системи, появи її надмірної еластичності (від англ. – *abnormal elasticity*), а також ендегенної фінансової нестабільності. Останню можна кваліфікувати як самоактуалізацію стресових явищ на підґрунті поєднання проциклічності, фінансового буму і розкручування спіралі фінансових дисбалансів, внаслідок чого раптова, швидка й масштабна ринкова корекція розвивається за кризовим сценарієм, що втягує ринки та компанії у вир різкого стиснення ліквідності, обвалу цін активів, банкрутств, стрибка спредів й ін., поєднуючись зі зміною очікувань економічних агентів.

Звичний мікропруденційний підхід не завжди враховував складність зв'язків у середині фінансової системи, зміни у ставленні до ризику, а також акумулювання системних ризиків, які походять із самої фінансової системи або ж формуються циклами глобальної ліквідності чи структурними особливостями взаємодії національної економіки з глобальною. На боці макроекономічної теорії ситуація виглядала подібно. Стандартний новокейнсіанський підхід (так звана *new Keynesian macro*) до монетарної політики також ігнорував проблему фінансових дисбалансів, внаслідок чого завбачлива реакція центробан-

ків на нагромадження системних макрофінансових ризиків розглядалась з позиції привнесення додаткових коливань інфляції та ВВП, що погіршує спроможність економічних агентів адекватно інтерпретувати дії регуляторів. Розчищення ринків після фінансового шоку видавалось (і досі видається більшості adeptів такого підходу) як краща альтернатива «проколюванню» бульбашки. Крім цього, для країн, у монетарній політиці яких валютний курс відіграє суттєве значення, макрофінансові коливання, що супроводжуються значними транскордонними переливами капіталів, створюють велику проблему. Традиційне підвищення ставок для гальмування перегріву економіки може супроводжуватись припливом капіталів. Підвищення курсу для нейтралізації припливу капіталів може, навпаки, заохочувати зовнішні запозичення. В обох випадках панівна ситуація у сфері поведінки глобальної ліквідності та ставлення до ризиків визначає акумулювання системної вразливості фінансового сектору поза обмежувачими монетарними діями, що суттєво знижує здатність центробанків нейтралізувати ефекти масштабного припливу капіталів з допомогою стандартних рішень щодо процентних ставок, стерилізації резервів і валютного курсу.

З огляду на обмеженість мікропруденційного регулювання та монетарної політики забезпечувати фінансову стабільність політика, адресована їй, виділилась в окремий клас. Макропруденційна політика, зорієнтована на забезпечення фінансової стабільності, моніторинг і нейтралізацію системних ризиків, послаблення проциклічності фінансової системи й обмеження ендогенної схильності фінансової системи до нагромадження дисбалансів, активно запроваджується багатьма країнами. Виділення макропруденційного регулювання в окремий клас політики загострило питання про її адекватний інструментарій, організаційний дизайн та координацію з іншими політиками, адресованими фінансовій стабільності чи більш широким макроекономічним процесам. Це ставить питання про орієнтири макропруденційного регулювання НБУ і робить актуальним виявлення панівних рис активності центробанків у цій сфері.

Теоретичні основи та методологічна композиція макропруденційного підходу: огляд літератури

Теоретичну основу запровадження макропруденційного регулювання становлять систематизація та розвиток критичних розвідок у сфері фінансових дисбалансів. Основним висновком раннього періоду досліджень цього питання є такий: цінова стабільність не завжди слугує гарантією фінансової стабільності, особливо коли монетарна політика користується довірою, а економічні агенти демонструють схильність до ризику; дефляційне зміщення

і боротьба з дефляційними очікуваннями призводять до завищеної пропозиції ліквідності з боку центробанків, зорієнтованих на підтримання номінальних якорів цінової стабільності, вимірної позитивним значенням інфляції; фінансова система є проциклічною та ендогенно нестабільною; експансія кредиту й інфляція цін активів розвиваються на підґрунті м'якої політики щодо ліквідності та відображають розкручування спіралі дисбалансів, за якими настає жорстка рецесія; фінансовий цикл є довшим за традиційний бізнесцикл, тому міжчасові зв'язки між монетарними і макрофінансовими змінними можуть випадати за межі горизонту монетарної та мікропруденційної політики; монетарна політика може бути використана для боротьби з дисбалансами, але часто цього замало, особливо у разі, коли підвищення ставок може спровокувати проблеми в реальному секторі; спеціалізована політика, адресована системним ризикам, допоможе краще впоратись зі зростаючими загрозами для макроекономічної стабільності з боку фінансового сектору [1; 2; 3].

Виділенню макропруденційної політики в окремий клас також сприяла серйозна критика з приводу того, чи здатна монетарна політика нейтралізувати фінансові дисбаланси без привнесення додаткової макроекономічної волатильності. Більшість зорієнтованих на нове кейнсіанство авторів наголошує, що фінансова і цінова стабільності мають бути функціонально відокремлені та кожній з них слід адресувати відповідний інструмент [4; 5]. Можна побачити, що більшість сучасних дискусій точиться довкола питання про оптимальну координацію монетарної й макропруденційної політики та проблему перехрещення мандатів, що не відкидає твердження про збереження за першою потенціалу втручання у фінансовий цикл [6].

Більшість літературних джерел зазначає, що методологічно макропруденційна політика спирається на логіку виведення процентних ставок чи інших ринкових умов, на які спроможний впливати центробанк, за межі спеціалізованого впливу на фінансові змінні. Натомість передбачається застосування інструментів прямої дії, які визначають здатність до запозичень чи позичань. У підсумку саме через це відбувається вплив на агреговану поведінку макрофінансових змінних без прямої участі процентних ставок. Розвиток методології подібних інструментів і сприяння їх запровадженню набули схвалення на Сеульському саміті G-20. Вимоги до капіталу на основі Базеля III також передбачають застосування макропруденційного підходу в аспекті контрциклічних вимог до капіталу. Розширення досвіду застосування макропруденційного регулювання дало змогу розмежувати кінцеві та проміжні цілі політики фінансової стабільності, виділити таксономію макропруденційних інструментів, окреслити розуміння трансмісійних зв'язків у рамках застосування останніх, виявити емпіричні патерни наслідків запровадження макропруденційних заходів, а також визначити проблему інституціонального формату цієї політики в контексті координації з іншими політиками тощо [7; 8; 9; 10; 11; 12].

Попри те, що емпіричний аналіз макропруденційної політики визнається доволі обмеженим у часі, автори здебільшого одностайні щодо: значення рів-

ня фінансового розвитку для ефективності макропруденційної політики; необхідності поширення периметра регулювання на парабанківський сектор; здатності відповідних інструментів впливати на сповільнення кредитного буму й інфляції цін активів; вищої ефективності інструментів, зорієнтованих на позичальників (особливо домогосподарства); необхідності поєднувати декілька інструментів водночас для кращого охоплення різнопланових проблем у фінансовому секторі тощо. При цьому країни з ринками, що формуються, мають більш різноплановий досвід застосування макропруденційних інструментів, хоча в них він часто маскується під інструменти регулювання потоків капіталу [13; 14; 15; 16; 17; 18]. Останні здатні генерувати системну макрофінансову вразливість у країнах з ринками, що формуються, особливо в тих, де існують неглибокі фінансові системи та високий рівень доларизації. Через це макропруденційне регулювання може бути адресоване тим проявам фінансових дисбалансів і системної вразливості, які генеруються потоками капіталів чи у більш широкому розумінні – коливаннями глобальної ліквідності [15; 16; 19; 20].

Окремим напрямом досліджень стали багаті на ресурси країни. Можна побачити, що сировинні економіки часто мають структуру фінансової системи, яка допускає низьку ефективність макропруденційних інструментів, оскільки екстрактивні сектори, потребуючи значних капітальних інвестицій, орієнтуються на зовнішні запозичення [21]. Тим не менш, ряд досліджень засвідчує, що інструментарій макропруденційного регулювання дає змогу знижувати вразливість багатой на ресурси країни до макрофінансових коливань. Це пов'язано з тим, що гнучкий курс не завжди може бути консистентний чи то з цілями щодо інфляції, чи то з цілями щодо цінової конкурентоспроможності неекстрактивних секторів. Стабільний курс, відповідно, сприяє нагромадженню зовнішніх боргів та доларизації, а в разі нагромадження значних позицій в іноземній валюті корекція курсу запускає протилежні трансмісійні сигнали по торговельному й фінансовому каналу макроекономічної адаптації. Потоки капіталів, що реагують на коливання світових сировинних цін, можуть впливати як у напрямку перегріву фінансового сектору, так і в напрямку його охолодження при тому, що використання валютного курсу буде завжди обмежене вищезгаданими міркуваннями. Саме у площині звуження деструктивного впливу на фінансовий сектор з боку коливання сировинних цін у рамках ув'язки між валютним курсом та фінансовими зобов'язаннями міститься потенціал макропруденційного регулювання. Проте чітку межу між останнім і регулюванням потоків капіталу часто провести складно [15; 16; 19; 20].

Враховуючи розширення кола країн, що активно застосовують макропруденційний підхід, та появу досвіду його використання, виникає питання про пошук узагальнень відповідних практик і формування орієнтирів реалізації макропруденційної політики в Україні. Метою статті є показати формування панорами досліджень у цій сфері з особливим фокусом на вразливість, пов'язану з коливанням сировинних цін. Це дасть змогу більш структуровано розглянути характерні проблеми вітчизняної економіки, виявити специфічні зони макрофінансової вразливості та запропонувати орієнтири розвитку макропруденційного регулювання в Україні.

Інструментальний набір макропруденційної політики і зростаюче значення макропруденційного регулювання у порядку денному центробанків

Таксономія інструментів макропруденційної політики відштовхується від декількох аспектів:

- системні ризики мають часовий вимір (time dimension), тобто відображають проциклічність фінансової системи, та міжсекторний вимір (cross-sectional dimension), тобто демонструють характер взаємозв'язків у середині фінансової системи, а також так звані зв'язки між реальним і фінансовим секторами (real-financial linkages);
- системні ризики актуалізуються через те, що фінансова система генерує ряд зовнішніх ефектів (екстерналій). Ними є ефекти стратегічної компліментарності, гарячкового розпродажу активів (fire sales) та взаємопов'язаності. Ефекти стратегічної компліментарності стосуються стратегічних взаємодій між банками, іншими фінансовими інститутами й економічними агентами, внаслідок чого у фазі експансії фінансового циклу відбувається нагромадження системної вразливості та фінансових дисбалансів. Ефекти гарячкового розпродажу активів демонструють швидкий обвал цін завдяки тому, що більшість фінансових гравців займає однакову ринкову позицію щодо фінансових інструментів, внаслідок чого погіршуються їх власний стан і стан інших гравців, ліквідність падає, а доступ до фінансування у фазі стиснення різко обмежується. Ефекти взаємопов'язаності зумовлюються поширенням шоків чи фінансової інфекції по каналах взаємозв'язків між системно важливими фінансовими інститутами та іншими учасниками ринку [13];
- специфікація інструментів відрізняється залежно від фази експансії фінансової системи, фази стиснення, стану поширення фінансової інфекції (contagion) чи поширення шоку (shock propagation), пов'язаного із системно значущими фінансовими інститутами;
- інструменти націлюються на капітал фінансових установ, активи і зобов'язання (у тому числі позичальників) та ліквідність.

Базова таксономія макропруденційних інструментів описується принципом 3×2 (табл. 1). Хоча завершеного переліку таких інструментів не існує. Це пов'язано з тим, що окремі з вже існуючих регуляторних інструментів можуть виконувати подвійну функцію. Наприклад, їх застосовують як інструме-

нти структурного, мікропруденційного і макропруденційного регулювання водночас. Обов'язкові резерви, будучи із самого початку інструментом монетарної політики, майже одностайно зараз вважаються макропруденційним інструментом, оскільки їх розглядають як прямий важіль впливу на агреговану пропозицію кредиту в економіці.

Таблиця 1

Макропруденційні інструменти

	Часовий вимір	Міжсекторний вимір
Капітал	<ul style="list-style-type: none"> • контрциклічні буфери капіталу; • динамічне резервування; • секторні вимоги щодо капіталу; • секторний підхід до зважування ризиків; • контрциклічні вимоги до рівня левериджу 	<ul style="list-style-type: none"> • буфери системних ризиків (SRB); • буфери капіталу системно важливих інститутів
Активи	<ul style="list-style-type: none"> • loan-to-value cap (LTV); • loan-to-income cap (LTI); • debt-to-income cap (DTI) 	<ul style="list-style-type: none"> • обмеження на операції з одним контрагентом (ліміти концентрації); • обмеження значної відкритої позиції
Ліквідність	<ul style="list-style-type: none"> • вимоги до покриття кредитів депозитами; • змінні в часі вимоги до показників ліквідності; • змінні в часі вимоги до величини застави при маржинальному кредитуванні 	<ul style="list-style-type: none"> • liquidity coverage ratio (LCR); • net stable funding ratio (NSFR); • minimum haircuts / margin floors; • мінімальні резервні вимоги

Застосування макропруденційних інструментів передбачає, що окремі з них функціонують на постійній основі, а окремі – залежно від характеру розгортання фінансового циклу. Комбінація різних інструментів використовується для досягнення комплексного ефекту.

Незважаючи на певний досвід країн з ринками, що формуються, та специфікації регуляторних практик під потреби забезпечення макрофінансової стабільності, активне запровадження макропруденційного регулювання розпочалося після глобальної фінансової кризи. Значний імпульс реалізації спеціалізованої політики фінансової стабільності пов'язується з переходом на Ба-

зель III, рішенням Сеульського саміту G-20 і відповідною діяльністю МВФ, Банку міжнародних розрахунків, Комітету глобальної фінансової стабільності, Ради фінансової стабільності, а також європейського та національних органів, сфокусованих на проблемі системних ризиків. У більшості випадків повноваження у сфері макропруденційного регулювання покладені на центробанки, хоча в окремих випадках мандат забезпечення фінансової стабільності з допомогою відповідного інструментарію делегується окремим органам. Основний аргумент на користь делегування центробанкам мандату на реалізацію макропруденційної політики є таким. Центробанки володіють інклюзивними даними щодо стану фінансової системи й окремих фінансових інститутів. З огляду на те, що макропруденційна політика може впливати на ситуацію, яка є зоною відповідальності монетарної чи / та мікропруденційної політики, а останні – на зону відповідальності першої, координація між ними буде полегшуватись у разі їх концентрації в рамках функціонування однієї агенції. Основне заперечення проти такого підходу – це концентрація регуляторної влади. Делегування макропруденційних функцій агенції, афілійованій з міністерством фінансів, обґрунтовується з позиції того, що тягар застосування макропруденційних інструментів має фінансові ознаки. Водночас такий підхід не набув поширення. Перевага центробанків пояснюється як вищезгаданими аргументами, так і їх повноваженнями щодо регулювання потоків капіталу. Для країн із середніми доходами це ще питання ролі валютнокурсних коливань та платіжного балансу в макрофінансовій стабільності. Так, за період 2000–2013 рр. з 42 країн, які розпочали перехід на макропруденційне регулювання, 28 – країни з низькими і середніми доходами, а 14 – розвинуті країни. Розподіл у розрізі застосованих інструментів виглядає таким чином (табл. 2).

Таблиця 2

Застосування макропруденційних інструментів у 2000–2013 рр.

Тип інструменту	Загальна кількість країн	Країни з ринками, що формуються	Розвинуті країни
Loan-to value (LTV)	24	13	11
Debt-to-income (DTI)	23	16	7
Limits on credit growth (CG)	6	6	0
Limits on foreign lending (FC)	15	12	3
Reserve requirements (RR)	10	10	0
Dynamic provisioning (DP)	7	6	1
General Countercyclical Capital Buffer (CTC)	5	2	3
Разом за класифікацією країн	42	28	14

Джерело: [13].

Що стосується характеру застосування макропруденційних інструментів, то на прикладі вибірки з 64 країн [14] встановлено: у більшості випадків вони були орієнтовані на створення більш жорстких умов. Лише за обов'язковим резервуванням спостерігається перевищення кількості епізодів послаблення вимог над кількістю епізодів зі створення жорсткіших умов (табл. 3).

Таблиця 3

Напрямок макропруденційної політики в розрізі 64 країн за останні 15 років

	Кількість країн, в яких були епізоди застосування інструменту в напрямку створення більш жорстких умов (tightening)	Кількість країн, в яких були епізоди застосування інструменту для створення більш м'яких умов (loosening)	Кількість країн, в яких застосовується інструмент
Sector specific capital buffers (SSCB) for real estate loans	20	9	64
Sector specific capital buffers (SSCB) for consumer loans	7	3	64
Sector specific capital buffers (SSCB) for other loans	11	3	64
Concentration limits	21	2	36
Interbank exposures	13	1	22
RR foreign currency	20	17	64
RR local currency	29	44	64
Loan-to-value limits (LTV)	33	14	38
General capital requirements	55	0	57

Джерело: [14].

Водночас формальна оцінка того, чи застосовує країна макропруденційні інструменти, чи ні, є обмеженою. Неусталений характер інструментального набору політики фінансової стабільності породжує ситуацію, коли, наприклад, мікропруденційні інструменти специфікуються під використання з макропруденційною метою. Це саме стосується інструментів, які регулюють потоки капіталів і адресовані проблемі розриву валютної структури активів та пасивів як у фінансовому, так і в реальному секторі. Україна тут не виняток. Попри те, що відносно усталений набір інструментів (табл. 1) очікується до застосування в наступні роки, індекс, який вимірює інтенсивність реалізації макропруденційної політики, достатньо високий для України, що ставить її в один ряд з лідерами переходу на такий тип політики [16]. Однак це є відображенням того, як застосування інструментів, що регулюють рух капіталу, відкриту позицію та обмежують розрив у валютній структурі активів і пасивів, може інтерпретуватись з позиції макропруденційного підходу.

Оцінки ефективності застосування макропруденційних інструментів: загальний та сировинний контексти

Незважаючи на відносно короткий термін реалізації макропруденційної політики, у більшості досліджень констатується її ефективність. При цьому ефективність розуміється не стільки як цілковита спроможність мінімізувати вірогідність фінансових криз чи фінансових шоків, скільки як здатність впливати на поведінку змінних, з якими асоціюється нагромадження дисбалансів та системної вразливості. На основі численних досліджень встановлено, що такими змінними є внутрішній кредит, ціни активів, рівень леввериджу і величина тягаря процентних платежів у співвідношенні з доходом позичальників. Перших два показники, як правило, виділяються як найбільш репрезентативні індикатори лагової фінансової нестабільності, з якими кореспондує погіршення платіжного балансу, а також реальна переоцінка національної валюти та приплив капіталів, що провокує перегрів фінансового сектору. Складніший підхід передбачає застосування більш широких комплексних індикаторів – індексів фінансових умов, індексів фінансової вразливості й індексів фінансових стресів. Вони демонструють більш загальну картину здатності фінансової системи «створювати» одиниці платоспроможності. Однак ці індикатори здебільшого застосовуються з аналітичною метою. Основне адресування макропруденційної політики реалізується через моніторинг системного ризику, що генерується відхиленням внутрішнього кредиту / цінами активів від середньострокової траєкторії. Більшість емпіричних досліджень як незалежну змінну обирає саме ці показники. Узагальнення відповідних досліджень

переважно одностайні щодо ефективності макропруденційних інструментів, але потреба в них зростає.

Результати емпіричних оцінок ефективності макропруденційної політики загалом підтверджують гіпотезу про те, що відокремлена політика фінансової стабільності спроможна впливати на поведінку змінних, з якими вона асоціюється, таким чином закладаючи передумови для функціонального відокремлення цієї політики від монетарної. Власне кажучи, це означає, що встановлення процентних ставок може бути вивільнено із зони відповідальності за фінансову стабільність. Однак таке припущення буде надто радикальним та оптимістичним. Одне з перших досліджень ефективності макропруденційної політики на прикладі Іспанії продемонструвало, що застосовані Банком Іспанії макропруденційні інструменти загалом вплинули на сповільнення інфляції цін активів і обмеження кредитного буму, але вони не запобігли масштабній банківській кризі, пов'язаній з реверсом макрофінансових дисбалансів у зоні євро [29].

Водночас випадок Іспанії є особливим та характеризується рядом нюансів, пов'язаних з особливостями розкручування спіралі дисбалансів у валютному союзі. Загалом же можна виділити такі результати емпіричних досліджень:

1. Макропруденційна політика є ефективною, але її ступінь суттєво залежить від характеру економіки і рівня фінансового розвитку [16].

Чим більш фінансово відкритою є економіка та чим більш розвинутий у ній фінансовий сектор, тим менш вираженою є спроможність макропруденційних інструментів впливати на ціни активів і динаміку внутрішнього кредиту. Це пов'язано з альтернативними способами реалізації доступу до фінансування. Також це пов'язано з рівнем розвитку фінансової системи. Він суттєво впливає на розширення можливостей задовольняти потреби клієнтів у фінансуванні. Крім цього, фаза глобального фінансового циклу також є важливою. У разі, коли експансія глобальної ліквідності суттєво впливає на ставлення до ризику, можливості обходу стандартних макропруденційних обмежень підвищуються. Це саме стосується здатності до прямих зовнішніх запозичень у банківському та реальному секторах. Однак у країнах, які не є достатньо фінансово відкритими, простір для маневру суттєво розширюється. Це ж стосується ситуації з неглибокими фінансовими системами.

2. Кількісні обмеження, які властиві макропруденційним інструментам (на відміну від цінових, якими характеризуються монетарні інструменти), ефективні до моменту вступу в дію ефекту заміщення [18].

У разі, коли генерування кредитної пропозиції здатна взяти на себе так звана тіньова банківська система, запровадження обмежень, адресованих експансії кредиту, що генерується традиційним банкінгом, може виявитись недостатньо ефективним. Це ставить питання про периметр макропруден-

ційного регулювання, а також про набір інструментів. У першому випадку поширення такого регулювання на парабанківську систему дасть змогу послабити ефект заміщення, але зумовить ряд труднощів із повноваженнями регулятора. Не завжди центробанки мають компетенцію регулювати парабанківський сектор. Що стосується інструментів, то навіть у разі розширення периметра регулювання за рахунок включення тіньової банківської системи стандартні інструменти можуть бути обмеженими через нестандартний характер процесу трансформації ліквідності парабанківськими посередниками та нюанси з фінансовими контрактами. Це ж стосується питань регуляторних вимог щодо капіталу.

3. Відносна ефективність того чи іншого макропруденційного інструменту залишається невизначеною.

Наприклад, переважно інструменти, адресовані позичальникам (LTV, DTI, LTI тощо), є ефективними у разі буму цін на нерухомість. Обмежуючи обсяги кредиту, зорієнтованого у цей сектор, і можливості нарощування заборгованості серед позичальників, ці інструменти дають змогу знизити рівень системної вразливості фінансової системи до коливань цін активів [14; 16; 17]. Однак у разі більш загальної тенденції до експансії кредиту вони можуть виявитись недостатньо ефективними. Це саме стосується інструментів, що націлюються на регулювання капіталу. В ситуації буму кредитування, що припадає на окремий сектор, додаткові контрциклічні вимоги щодо капіталу можуть виявитись обмежено дієвими або навіть перерозподільчими. Висока прибутковість фінансового сектору також може знизити ефективність такого класу інструментів. З цього випливає, що найбільш ефективно макропруденційна політика може бути реалізована тоді, коли існуватиме поєднання декількох інструментів (за потребою) та коли відбувається комплексний аналіз фінансових умов і вразливості до шоків.

4. Важлива роль валютного курсу в підтриманні фінансової стабільності є потенційним підґрунтям для ефективного застосування макропруденційного регулювання [15; 16; 19; 20].

У разі, коли країна стикається з шоками потоків капіталу, але вона обмежена в можливостях вдатись до суттєвої курсової волатильності, макропруденційні інструменти дають змогу згладити конфлікт між внутрішніми цілями та валютним курсом. Такі інструменти допомагають обмежити перегрів внутрішнього фінансового сектору і втримати курс від надмірної ревальвації. Останнє є вкрай важливим через те, що корекція курсу вгору не завжди обмежує приплив капіталу чи сповільнює сукупний попит, як це передбачає стандартна макроекономічна модель. У разі панування на глобальних ринках ризикової поведінки рух курсу вгору не обмежує транскордонні потоки банківського капіталу. Аналогічно це стосується запозичень в іноземній валюті резидентів. Рух курсу вгору може сигналізувати про відносно здешевлення таких запозичень, що підвищує рівень левериджу в іноземній валюті. Разом це означає, що стимули для економіки, пов'язані з фінансовим каналом ва-

лютного курсу, можуть бути протилежними до обмежень торговельного каналу, закладаючи таким чином передумови для системної вразливості фінансової системи. Макропруденційна політика достатньо ефективно обмежувала надмірні запозичення в доларизованих економіках, таким чином послаблюючи їх вразливість до коливань валютних курсів.

5. Макропруденційна політика дає змогу обмежити деструктивний вплив глобального фінансового циклу [20].

Гіпотеза глобального фінансового циклу передбачає, що, оскільки ставлення до ризику є атрибутивною ознакою глобальних фінансових умов, режим валютного курсу вже не слугує гарантією нейтралізації впливу екзогенних факторів на національну економіку, тому тільки регуляторні інструменти можуть виправити ситуацію. Інакше кажучи, трилема перетворюється на дилему. Попри те, що ця ідея часто критикується, вона відображає істотну вразливість малої відкритої економіки, в якій може виникнути ситуація істотного зниження довгострокових процентних ставок безвідносно до спроможності центробанку контролювати короткострокові ставки. Похила крива дохідності часто розглядається як одна з ознак нагромадження системної вразливості фінансової системи. У разі, коли такий профіль кривої дохідності формується завдяки глобальним факторам, монетарна політика стає вкрай обмеженою в її здатності впливу на внутрішні фінансові умови (так званий Greenspan's Conundrum). Це відкриває простір для макропруденційного регулювання. У ряді праць (2015) підтверджується здатність макропруденційних інструментів обмежити вплив потоків капіталу на внутрішні ціни активів, внутрішній кредит та рівень левериджу [15; 30]. При цьому макропруденційна політика дає змогу більш ефективно боротися з фінансовим перегрівом, ніж монетарна, у разі, коли останній зумовлений припливом капіталів. Перша буде більш успішною у разі, коли вона підтримуватиметься синхронною більш жорсткою монетарною політикою. Однак в окремих випадках [15] розмежування макропруденційної політики і політики обмежень на рух капіталів є достатньо умовним. З одного боку, це не дає змоги оцінити ефективність стандартних макропруденційних інструментів у чистому вигляді. З іншого боку, це показує, що часто для малої відкритої економіки межа між інструментами обох політик є умовною, а пристосування до масштабних коливань глобальної ліквідності потребує нестандартних рішень.

6. Сировинні економіки – це особливий випадок малої відкритої економіки, де макропруденційна політика має перебирати на себе значну частину відповідальності за макрофінансову стабільність.

З розвитком фінансового сектору та поглибленням внутрішнього ринку сировинних економік коливання експортних цін супроводжуються потоками капіталу, вплив яких на розігрів внутрішнього кредитування і цін активів не завжди може бути компенсований завдяки контрциклічним фіскальним буферам (фонди суверенного багатства) чи валютним резервам. Крім традиційної дилеми вибору між курсовою гнучкістю та коливаннями реального ефективного

курсу (більш стабільний курс призводить до коливання рівня інфляції у разі, коли шоки умов торгівлі повністю не компенсуються фіскальною політикою або ж коли стерилізація резервів є обмеженою), намагання обмежити переоцінку валюти зумовлюються структурними міркуваннями. Інакше кажучи, сировинні економіки потребують не тільки нейтралізації негативних наслідків реверсів у масштабних потоках капіталів, зумовлених шоками сировинних цін, а й запобігання «голландській хворобі». Макропруденційна політика має відігравати ключову роль у послабленні зв'язку між циклом цін на сировину та внутрішнім фінансовим циклом [20; 22; 23; 24; 28]. Загалом же можна стверджувати, що сировинна економіка потребує складнішої мікс-політики (див. табл. 4).

Таблиця 4

**Канали макрофінансової вразливості сировинних економік
та ефективність макроекономічних режимів**

Канали вразливості	Фіксований курс. Незалежність центробанку не має суттєвого значення.	Фіксований курс + «міжчасові заощадження». Незалежність центробанку не має суттєвого значення, домінує уряд.	Монетарні режими з плаваючим курсом. Незалежність центробанку має значення.	Монетарні режими з плаваючим курсом + «міжчасові заощадження». Незалежність центробанку має значення.	Монетарні режими з плаваючим курсом + «міжчасові заощадження» + макропруденційні інструменти. Незалежність центробанку є принциповою.
Шок умов торгівлі, що передається суверенній платоспроможності	Не вирішує проблему.	Допомагає краще пристосуватись до нових рівноважних умов.	Компенсація шоку умов торгівлі не гарантує покращення платоспроможності в короткостроковому періоді.	Краще пристосування до нових рівноважних умов супроводжується вищою ціновою стабільністю.	—
Зовнішній борг корпорацій	Ампліфікатор проблеми.	Не завжди є гарантією надмірних запозичень.	Вразливий у ставленні до ризику.	Допускає нижчу волатильність економіки.	Покращує ситуацію в сукупності із обмеженням ризиків структурної трансформації.
Зовнішній борг банків	Ампліфікатор проблеми.	Не завжди є гарантією надмірних запозичень.	Вразливий у ставленні до ризику.	Допускає нижчу волатильність економіки.	Покращує ситуацію.

Канали вразливості	Фіксований курс. Незалежність центробанку не має суттєвого значення.	Фіксований курс + «міжчасові заощадження». Незалежність центробанку не має суттєвого значення, домінує уряд.	Монетарні режими з плаваючим курсом. Незалежність центробанку має значення.	Монетарні режими з плаваючим курсом + «міжчасові заощадження». Незалежність центробанку має значення.	Монетарні режими з плаваючим курсом + «міжчасові заощадження» + макропруденційні інструменти. Незалежність центробанку є принциповою.
Леверидж неекспортних секторів	Ампліфікатор проблеми.	Може бути ефективний тільки за умови обмежувальної політики щодо зростання внутрішніх доходів.	Не вирішує проблему.	Не гарантує уникнення проблеми.	Покращує ситуацію.
Ціни активів	Ампліфікатор проблеми.	Не вирішує проблему.	Не вирішує проблему.	Не гарантує уникнення проблеми.	Покращує ситуацію.
Зв'язок між корпоративною та суверенною платоспроможністю	Ампліфікатор проблеми.	Є обмежено ефективним.	Не вирішує проблему.	Не гарантує уникнення проблеми.	Покращує ситуацію разом зі значним фіскальним простором.
Доларизація пасивів	Ампліфікатор проблеми.	Не вирішує проблему.	Може погіршити ситуацію в разі непередбачуваних змін цінних трендів.	Не вирішує проблему.	Покращує ситуацію.

Примітка. Під режимом «міжчасових заощаджень» розуміється гібридна політика нагромадження валютних резервів центральним банком, в якій останні виконують не тільки монетарну роль, а й роль квазіфонду суверенного багатства, а також створення фіскальних буферів, які можна кваліфікувати як фонди суверенного багатства, за винятком так званих фондів гарантій майбутніх пенсійних виплат.

Водночас специфікація макропруденційних інструментів під потреби забезпечення фінансової стабільності у сировинній економіці зумовлює ряд труднощів. Ефективність інструментів, що застосовуються стосовно позичальників, може відігравати позитивну роль у разі, коли позитивний шок си-

ровинних цін конвертується в очікуване підвищення доходів, які розглядаються як гарантія майбутніх боргових виплат. При цьому слід враховувати, що в сировинній економіці відволікання кредитних ресурсів у неекспортний сектор, наприклад у будівництво нерухомості, має довгострокові негативні структурні наслідки. Підвищення левериджу в неекспортному секторі та в секторі домогосподарств посилює негативні ефекти Баласи – Самуельсона, не запобігає, а ампліфікує «голландську хворобу» і робить фінансову систему вкрай вразливою до реверсу сировинних цін. При цьому в разі персистентного позитивного шоку умов торгівлі макропруденційні інструменти, адресовані позичальникам, можуть не спрацювати, якщо спостерігатиметься рівноважна траєкторія підвищення доходів. Обмеження щодо концентрації кредитування в одному-двох секторах можуть дати позитивний ефект у поєднанні з іншими заходами. Обмеження на кредитування сировинного сектору разом із сектором будівництва нерухомості може допомогти. Водночас такі обмеження напевно чи будуть ефективними самі по собі, якщо абстрагуватись від особливостей структури фінансової системи сировинних економік, в яких можуть домінувати значні зовнішні запозичення великих компаній. Якщо зовнішні запозичення у фінансовому та реальному секторах більшою мірою стосуються компаній, які концентровано володіють сировинними активами, то забезпечення фінансової стабільності потребуватиме більш жорсткого зв'язку між макропруденційними інструментами й інструментами, адресованими потокам капіталу. Це саме стосується ситуації з розривом валютної структури активів і пасивів. Значні зовнішні запозичення на фазі зростаючих сировинних цін можуть вплинути на зниження ефективності контрциклічних інструментів, якщо вони зорієнтовані винятково на резидентів навіть у разі, коли позитивний сировинний шок не зачіпає напрямок очікувань траєкторії доходів у майбутньому. Специфічні умови функціонування сировинних економік потребують більш складного підходу у сфері макропруденційної політики. Він має передбачати застосування одразу значного набору відповідних інструментів, межа між якими та інструментами регулювання потоків капіталу є доволі розмитою.

Орієнтири стратегії макропруденційної політики НБУ

Вітчизняна економіка продемонструвала ряд характерних епізодів, які повністю підпадають під визначення системних ризиків, що призвело до глибоких фінансово-банківських потрясінь у 2008–2009 і 2014–2015 рр. Її структурні характеристики, зі свого боку, також вказують на необхідність доповнення стандартного поділу на монетарну та мікропруденційну політику «профільною» політикою, адресованою фінансовій стабільності в її макро-економічному вимірі. В історичному аспекті найбільш чітко підстави для за-

провадження більш комплексного макропруденційного підходу сформувались у період 2005–2008 рр., а також у період 2010–2013 рр. Відсутність адекватної контрциклічної політики позначилась на тому, що період 2014–2015 рр. характеризувався системною фінансовою нестабільністю, в якій, однак, до типових макрофінансових проблем додалися глибокі викривлення інституціонального характеру. Пов'язане кредитування, зростаюче значення офшорної складової у грошових потоках фінансово-промислових груп, маніпуляції з оцінками якості кредитів на тлі тотального небажання збільшувати капіталізацію банків з боку власників й т. ін. породили значні системні ризики, яким далеко не завжди може бути адресований стандартний макропруденційний інструментарій. Незважаючи на це, вітчизняна банківська система продовжуватиме зберігати ознаки структурної вразливості, запобіганню якої адресуватиметься реалізація макропруденційної політики НБУ.

Відповідно до змін, які виявляються у підходах до функціонування сучасних центральних банків, і з урахуванням рекомендацій Базельського комітету з питань банківського нагляду, Європейської ради із системних ризиків та Директив ЄС щодо вимог до капіталу Національним банком України розпочата робота з імплементації завдання щодо сприяння фінансовій стабільності, визначеного ст. 6 Закону України «Про Національний банк України». Однією з форм цього є робота над розробкою і впровадженням Стратегії макропруденційної політики НБУ, що передбачатиме запровадження ряду відповідних інструментів, активація окремих з яких розпочинається з 2019 р. Створення Департаменту фінансової стабільності та запровадження у практику прийняття рішень у сфері фінансової стабільності на основі їх обговорення в рамках засідань відповідного комітету відображають втілення найкращих практик з організаційного забезпечення посиленої відповідальності центробанків за макрофінансові процеси. Організація стрес-тестування, оприлюднення звітів з фінансової стабільності, розробка інструментів аналізу макрофінансових процесів (побудова індексу фінансового стресу) й ін. є підтвердженням просування НБУ в напрямку реалізації мандату у сфері фінансової стабільності. Запровадження сучасного макропруденційного інструментарію відобразатиме те, що НБУ повністю буде готовий до виконання так званих «нових функцій» (детальніше зміст і роль «нових функцій» в інституціональній архітектоніці центробанків розкрито у [31]), поява яких супроводжує процес трансформації центробанків після глобальної фінансової кризи.

Характеризуючи орієнтири політики фінансової стабільності України в аспекті імплементації макропруденційного регулювання, можна помітити таке:

1. Фундаментальний аналіз економічного, інституціонального середовища та природи і складових системних ризиків потребує чіткого фокусу на питаннях системної вразливості вітчизняного фінансового сектору та врахування цілого набору інституціональних викривлень, які розмивають межу між макропруденційним і мікропруденційним регулюванням. Останнє стало особливо очевидним у 2014–2015 рр. Також необхідно врахувати, що вітчизняна

економіка, швидше за все, ставатиме більш залежною від коливання сировинних цін у середньостроковій перспективі. Це ж означає, що фінансова стабільність буде продовжувати залишатись вкрай чутливою до волатильних потоків капіталу, синхронізованих з реверсами цін на сировину.

2. Потребує глибшого розуміння питання системної вразливості, яка генерується непрозорою діяльністю фінансово-промислових груп, олігархічним банкінгом, пов'язаним кредитуванням, офшорингом. Поєднання концентрації олігархічних груп на сировинному експорті з практиками пов'язаного кредитування підвищує системну вразливість банківської системи до коливання сировинних цін та зміни курсу гривні навіть при формальному дотриманні мікропруденційних обмежень щодо кредитування інсайдерів. Це саме стосується системних ризиків, які генеруються офшоризацією потоків капіталу. У сприятливій фазі сировинного циклу приплив капіталів з офшорів свідчатиме про прагнення до експансії окремих бізнес-груп, тоді як у несприятливій фазі відплив капіталів характеризуватиме те, що офшори виконують роль «тихих гаваней», а іноземна валюта – роль «безпечних активів». Така ситуація породжує ризик розмивання межі між макропруденційною політикою і політикою щодо регулювання потоків капіталу.

3. Вразливість вітчизняного фінансового сектору до зміни глобальних фінансових умов потребує більш чіткої ідентифікації. Зокрема, це стосується питань впливу коливань глобальної ліквідності та панівного ставлення до ризиків на глобальних ринках на схильність до зовнішніх запозичень у реальному і фінансовому секторах, визначення кредитних стандартів, внутрішні процентні ставки, здатність економічних агентів до акумулювання боргу та ін. Кореляція між сировинними цінами і потоками капіталів як прояв ситуації у сфері глобальної ліквідності потребує перманентного моніторингу та внесення до стандартного набору індикаторів, зі станом яким пов'язані проміжні цілі макропруденційної політики.

4. Вразливість фінансового сектору до змін валютного курсу потребує чіткого «розкладання» на трансмісійні канали з урахуванням проциклічного акумулювання корпоративного зовнішнього боргу і мотивації до цього, ризиків міжчасових змін у доступі до глобальних ринків запозичень з боку корпоративного сектору та достатньо високого рівня концентрації зовнішніх запозичень, що припадають на окремі бізнес-групи. Це саме стосується проблеми доларизації. Вона потребує експліцитного визнання як джерело макрофінансових ризиків, яким має бути адресована макропруденційна політика.

5. Стратегічні цілі макропруденційного регулювання мають орієнтуватись на зниження проциклічності фінансової системи як джерела фінансової нестабільності й волатильності інфляції та ВВП з урахуванням конфлікту між підтриманням ліквідності фінансових установ і валютним курсом в умовах шоку. Відсутність традиційних «безпечних активів» (вразливість ринку державного боргу до відпливу капіталів з нього) підвищує значення валютного курсу в наборі драйверів проциклічності. Ця проблема також має знайти від-

повідний корелят у наборі проміжних цілей в аспекті: обмеження вразливості фінансової системи до реверсів у потоках капіталів та змін валютного курсу з урахуванням значної ролі балансових ефектів у поведінці кредиторів і позичальників; обмеження вразливості фінансової системи до прямих та непрямих ефектів коливання сировинних цін. Наприклад, це може стосуватись питання концентрації кредитування на секторі, що окремий період часу демонструє здатність до експансії, або ж активного кредитування неекспортного сектору, що реагує на очікуване підвищення доходів, пов'язане зі зростаючим експортним сектором. В останньому випадку існує проблема розмивання межі між макропруденційною політикою і макроекономічною політикою, вразливою до негативних проявів ефекту Баласа – Самуельсона, у поєднанні зі структурними викликами, що генеруються пересторогами щодо «голландської хвороби». Проміжні цілі також можуть бути доповнені обмеженням вразливості до інфляції цін активів у середовищі експансії кредиту та послаблення кредитних стандартів, що може як поєднуватись із сировинними цінами й припливом капіталів, так і демонструвати більш загальну тенденцію до очікуваного підвищення доходів відповідно до дії ефекту реальної конвергенції.

6. Акцент на прагненні до мінімального застосування кількості інструментів не зовсім кореспондує з практиками реалізації макропруденційної політики в економіках зі значною часткою сировинного експорту. Їм більш властиво поєднувати значну кількість різнопланових інструментів, які не просто призначені обмежити проциклічність фінансової системи, вразливість до реверсів у потоках капіталів та сировинних цін, а й зорієнтовані на обмеження акумулювання боргів і негативний прояв балансових ефектів за межами півного експортного сектору.

7. Структурні особливості вітчизняної економіки вказують на значний ризик розмитості зон відповідальності монетарної, макропруденційної, мікропруденційної політик та політики регулювання руху капіталів. Організація координації між цими політиками вважається типовою проблемою для макропруденційного регулювання [8; 9]. У світлі значної чутливості фінансової стабільності в Україні до потоків капіталу, сировинних цін і великих курсових коливань питання координації між цими політиками має бути структуровано значно чіткіше, а ризик розмитих меж між їх зонами відповідальності – мінімізований, зокрема через подвійне застосування тих чи інших інструментів.

8. Як і для більшості центробанків, що виконують або переходять до виконання «нових функцій» [31], питання інституціоналізації макропруденційних повноважень НБУ залишається відкритим. Формально ст. 6 Закону «Про Національний банк України» відкриває шлях для «легітимізації» застосування інструментів макропруденційної політики, яке часто супроводжується підвищенням регуляторного тягаря банківської діяльності. Однак у законодавстві відсутня ув'язка між завданням зі сприяння фінансовій стабільності й тим, що це завдання виконується на основі макропруденційної політики, яка оперує з допомогою спеціалізованих інструментів. Інституціональна трансформація центральних банків після

глобальної фінансової кризи демонструє, що делегування макропруденційних повноважень відбувається експліцитно, тобто на основі законодавчого закріплення. Це усуває питання про «легітимність» застосування відповідних інструментів, а також у рамках підходу до незалежності центробанку гарантує, що остання поширюється на макропруденційну політику. Враховуючи особливості вітчизняної економіки та політичного середовища, зазначимо, що реалізація макропруденційної політики НБУ потенційно може потребувати інституціоналізації шляхом законодавчого закріплення відповідних повноважень.

Висновки

Майже десятилітній період після початку глобальної фінансової кризи показав зміни у підходах до реалізації політики фінансової стабільності. Дедалі більш очевидним є теоретичний консенсус з приводу того, що монетарна політика, реагуючи на фінансові дисбаланси й у такий спосіб загрожуючи посиленню макроекономічної волатильності, потребує доповнення з боку спеціалізованих інструментів, адресованих системним ризикам і проциклічності фінансової системи. Макропруденційне регулювання отримало широке визнання та на сучасному етапі активно запроваджується багатьма центробанками. На тлі формування усталеного погляду на набір макропруденційних інструментів, їх функціональне призначення і способи застосування емпіричні дослідження вказують на ряд неоднозначних аспектів: рівень фінансового розвитку та периметр регулювання мають значення; інструменти, адресовані позичальникам, часто працюють краще там, де спостерігаються значні транскордонні переливи капіталу. В малих відкритих економіках макропруденційні інструменти також виконують важливу роль щодо нівелювання конфлікту між ціновою, курсовою і фінансовою стабільністю. Сировинні економіки є яскравим прикладом того, як макропруденційне регулювання уможливило зниження системної вразливості фінансової системи до коливань цін на ресурси. Також такі інструменти дають змогу обмежувати негативні прояви ефекту Баласи – Самуельсона та підвищення левериджу в неекспортних секторах, таким чином послаблюючи концентрацію кредиту в потенційно вразливих зонах. Зростання сировинної залежності України накладається на інституціональні спотворення й олігархічний банкінг, таким чином відкриваючи шлях до додаткового навантаження на макропруденційне регулювання. Концентрація ризиків у рамках непрозорих бізнес-груп, чутливість їх експансії до сировинних цін, ув'язка між реверсами в потоках капіталу і сировинними цінами визначають специфічний профіль макрофінансової вразливості вітчизняної економіки. Орієнтири макропруденційної політики НБУ мають передбачати як типові прояви проциклічності та чутливості фінансової стабільності до обмінного курсу, так і структурні спотворення у фінансовому секторі, які переплітаються з чутливістю потоків капіталу до коливання сировинних цін.

Список використаної літератури

1. Borio C. Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regims / C. Borio, W. White // BIS Working Paper. – 2004. – № 147. – P. 1–51.
2. Borio C. Monetary and Prudential Policies at a Crossroads? New Challenges in the New Century / C. Borio // BIS Working Paper. – 2006. – № 193. – P. 2–28.
3. Borio C. Monetary Policy and Financial Stability: What Role in Prevention and Recovery? / C. Borio // BIS Working Paper. – 2014. – № 440. – P. 1–23.
4. Bernanke B. Monetary Policy and Asset Prices Volatility / B. Bernanke, M. Gertler // Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review. – 1999. – Iss. QIV. – P. 17–51.
5. Svensson L. Cost-Benefits Analysis of Leaning Against the Wind: Are Costs Larger Also with Less Effective Macroprudential Policy? / L. Svensson // IMF Working Paper. – 2016. – WP/16/3. – P. 1–76.
6. IMF. Monetary Policy and Financial Stability // Staff Report. – 2015. – Sept. – P. 1–66.
7. Bayoumi T. Monetary Policy in the New Normal / T. Bayoumi, G. Dell’Ariccia, K. Habermeier // IMF Staff Discussion Note. – 2014. – SDN/14/3. – P. 1–48.
8. IMF-FSB-BIS. Elements of Effective Macroprudential Policies. Lessons from International Experience // IMF-FSB-BIS. – 2016. – 26 Aug. – P. 1–22.
9. IMF. Key Aspects of Macroprudential Policy – Background Paper // IMF Policy Paper. – 2013. – Jun. – P. 1–68.
10. IMF. Key Aspects of Macroprudential Policy // IMF Policy Paper. – 2013. – Jun. – P. 1–56.
11. IMF. The Interaction of Monetary and Macroprudential Policy // IMF Policy paper. – 2013. – Jan. – P. 1–48.
12. CGFS. Macroprudential Instruments and Frameworks: A Stocktaking of Issues and Experience // CGFS Paper. – 2010. – № 38. – P. 1–46.
13. Claessens S. An Overview of Macroprudential Policy Tools / S. Claessens // IMF Working Paper. – 2014. – WP/14/214. – P. 37.
14. Cerutti E. Changes in Prudential Policy Instruments – A New Cross-Country Database / E. Cerutti, R. Correa, E. Fiorentino // IMF Working Paper. – 2016. – WP/16/110. – P. 1–23.
15. Bruno V. Comparative Assessment of Macroprudential Policies / V. Bruno, I. Shim, H. Song Shin // BIS Working Paper. – 2015. – № 502. – P. 1–56.

16. Cerutti E. The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence / E. Cerutti, S. Claessens, L. Laeven // IMF Working Paper. – 2015. – WP/15/61. – P. 1–36.
17. Carreras O. Macroprudential Tools, Transmission and Modelling / O. Carreras, Ph. Davis, R. Piggot // Firstun Deliverable. – 2016. – № 4.7. – P. 1–57.
18. Cizel J. Effective Macroprudential Policy: Cross-Sectors Substitution from Price and Quantity Measures / J. Cizel, J. Frost, A. Houben // IMF Working Paper. – 2016. – WP/16/94. – P. 1–47.
19. Gulcin Ozkan F. On the Use of Monetary and Macroprudential Policies for Small Open Economies / F. Gulcin Ozkan, D. Filiz Unsal // IMF Working Paper. – 2014. – WP/14/112. – P. 1–26.
20. Turner Ph. Macroprudential Policies, the Long-term Interest Rate and the Exchange Rate / Ph. Turner // BIS Working Paper. – 2016. – № 588. – P. 1–23.
21. Kurronen S. Financial Sector in Resource-Dependent Economies / S. Kurronen // BOFIT Discussion Papers. – 2012. – № 6. – P. 1–35.
22. Masson P. Macroprudential Policies, Commodity Prices and Capital Inflows / P. Masson // BIS Papers. – 2014. – № 76. – P. 59–75.
23. Alberola E. Revisiting the Commodity Curse: A Financial Perspective / E. Alberola, G. Benigno // BIS Working Papers. – 2017. – № 609. – P. 1–55.
24. Gonzalez A. Macroprudential Policies in Commodity Exporting Economy / A. Gonzalez, F. Hamann, D. Rodriguez // BIS Papers. – 2015. – № 86. – P. 69–73.
25. IMF-GCC. Oil Prices, Financial Stability and the Use of Countercyclical Macroprudential Policies in the GCC // Annual Meeting of Ministers of Finance and Central Bank Governors. – 2015. – Nov. 10. – P. 1–30. – (IMF : Staff Paper).
26. Koziuk V. Independence of Central Banks in Commodity Economies / V. Koziuk // Gerald of National Bank of Ukraine. – 2016. – March. – P. 6–25.
27. Aizenman J. Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets / J. Aizenman, I. Noy // World Development. – 2011. – Vol. 39, № 5. – P. 712–724.
28. IMF. 2015. Where Are Commodity Exporters Headed? Output Growth in the Aftermath of the Commodity Boom // World Economic Outlook. – 2015. – Oct. – Chapter 2.
29. Jimenez G. Macroprudential Policy, Countercyclical Bank Capital Buffers and Credit Supply: Evidence from Spanish Dynamic Provisioning Experiments /

-
- G. Jimenez, S. Ongena, J.-L. Peydro, J. Saurina Salas // European Banking Center Discussion Paper. – 2012. – № 011.
30. Zhang L. Leaning Against the Wind: Macroprudential Policy in Asia / L. Zhang, E. Zoli // IMF Working Paper. – 2014. – WP/14/22. – P. 34.
31. Balls Ed. Central Bank Independence Revisited: After the Financial Crisis, What Should a Model Central Bank Look Like? / Ed. Balls, J. Howart, A. Stansbury // Mossavar-Rahmani Center for Business and Government Working Paper. – 2016. – Nov. – № 67. – P. 1–113.

Стаття надійшла до редакції 14 березня 2018 р.