

**Ринок фінансово-банківських послуг**

Віктор КОЗЮК

**ФІНАНСОВІ ДИСБАЛАНСИ  
ТА МАКРОПРУДЕНЦІЙНЕ РЕГУЛЮВАННЯ  
В КРАЇНАХ ЦЕНТРАЛЬНО-СХІДНОЇ ЄВРОПИ:  
ПРОАКТИВНІСТЬ ЧИ ЗАХИСНА РЕАКЦІЯ?****Резюме**

Досліджено, чи є досвід фінансових дисбалансів драйвером запровадження інструментів макропруденційної політики. Обґрунтовано, що вони дають змогу послабити конфлікт між ціною, курсовою та фінансовою стабільністю. Вказано, що досвід країн ЦСЄ показує більш складну картину. Зазначено, що країни ЦСЄ виявили структурно зумовлену вразливість до нагромадження фінансових дисбалансів. Встановлено, що масштаби корекції дисбалансів в окремих випадках були дуже значними. Наголошено, що емпіричний аналіз не вказує на те, що досвід дисбалансів виявився фактором більш інтенсивного застосування макропруденційних інструментів. Констатовано, що результати регресійного аналізу 18 країн ЦСЄ дають підстави стверджувати, що ці країни можна поділити на ті, в яких макропруденційна політика є продовженням активного структурного реформування, і ті, в яких вона стає захисною реакцією на виклики, пов'язані із загальною структурною слабкістю.

---

© Віктор Козюк, 2018.

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

## **Ключові слова**

Країни ЦСЄ, макропруденційна політика, фінансові дисбаланси, проактивність.

**Класифікація за JEL:** E02, N3.

## **Вступ**

У світі тренд на виділення окремого напрямку політики фінансової стабільності – макропруденційного регулювання – дуже чітко сформувався у посткризовій реальності. Між макро- та мікропруденційним підходами існує концептуальна різниця [1], яка впливає з теоретичних уявлень про природу фінансової стабільності. Поширення макрофінансового погляду на дизайн макрополітики привнесло істотні зміни у структурування засобів, адресованих забезпеченню фінансової стабільності.

Незважаючи на очевидні зміни в уявленнях про вектор трансформації макроекономічної політики, країни ЦСЄ залишаються доволі контрастними щодо пошуку оптимальних варіантів забезпечення фінансової стабільності. Багато в чому це пов'язано з тим, що регіон продовжує вже тривалий час залишатись строкатим щодо монетарних режимів. Відсутність теоретичного консенсусу з приводу оптимальної мікс-політики макрофінансової стабільності може бути своєрідною відповіддю на запитання, чому просування доктрини макропруденційного регулювання знаходить обережний відгук у регіоні, який структурно ще тривалий час залишатиметься чутливим до ризиків системної фінансової вразливості. Питання драйверів переходу до нової модальності політики фінансової стабільності в регіоні продовжує бути актуальним. Швидше за все, подальших змін у наборі монетарних режимів у розрізі країн – нових членів ЄС – не відбудуватиметься найближчим часом. А це відкриває шлях до продовження дискусій про роль макропруденційної політики в країнах, які охоплені процесом реальної конвергенції і які потенційно можуть наражатись на проблему фінансових дисбалансів.

## **Базові погляди на монетарну вразливість країн ЦСЄ та макропруденційне регулювання: огляд літератури**

На тлі становлення теоретичного фундаменту макропруденційного підходу [2; 3] більшість досліджень щодо макроекономічної політики країн ЦСЄ до глобальної фінансової кризи була прикута до питання: як забезпечити фінансову стабільність у країні, що перебуває під сильним впливом реальної конвергенції, є привабливою для припливу капіталів, але доволі обмеженою в можливостях суттєвого посилення обмінного курсу без загрози підриву національної конкурентоспроможності та погіршення платіжного балансу, поточний рахунок якого здебільшого і так має зтяжний дефіцитний характер [4]. Зокрема, більшість праць, присвячених цій проблемі, концентрується на потенційній конфліктності виконання критеріїв євроконвергенції в умовах припливу капіталу, дії ефекту Баласи-Самуельсона та необхідності продовження дезінфляції [5]. З одного боку, тут можна побачити проблему «реальна vs номінальна конвергенція» [6]. З іншого боку, ряд структурних особливостей країн Центрально-Східного регіону ЄС вказує на те, що вони є дуже вразливими до переходу валютних криз у фінансові, а членство в зоні євро може допомогти вирішити дилему щодо способу забезпечення фінансової стабільності в умовах, коли між курсовою і ціновою стабільністю існує очевидна конфліктність [7]. Такий «постазійський» погляд на фінансову стабільність практично був невіддільний від рефлексій з приводу того, що відсутність конфлікту між інфляційними та курсовими цілями є найкращим макро економічним внеском у підтримання здорового тону фінансового сектору.

Після глобальної фінансової кризи ситуація змінилась. Окремі постсоціалістичні країни Європи показали, що вони повною мірою відповідають ознакам розкручування спіралі фінансових дисбалансів. Монетарний режим, власне, не є нейтральним щодо того, як експансія глобальної ліквідності буде генерувати бум на ринку активів, підживлювати внутрішній кредит і в результаті погіршувати платіжний баланс через проциклічний приплив капіталів, які роздмухують споживання. На думку А. Ослунда, саме полярні монетарні режими напередодні глобальної фінансової кризи були причиною різючих відмінностей у процесах генерування макрофінансової вразливості, закладаючи підґрунтя для подальших розбіжностей у траєкторіях економічної політики. При цьому успіхи першого десятиліття ринкової трансформації не стали імунітетом від вірусу вразливості до фінансових дисбалансів [8].

Можна стверджувати, що досвід кризи ЄВС також вплинув на переосмислення джерел макрофінансової вразливості країн ЦСЄ. У контексті

кризових подій у зоні євро впродовж 2009–2011 рр. було привернуто увагу до ряду аспектів. Факт переоцінки очікувань персистентного зростання доходів має сприйматись як важлива складова механіки вразливості монетарного союзу. Найбільш лаконічно дану проблему можна виразити таким чином: реальна конвергенція, підтримання конкурентоспроможності та швидке нагромадження приватних (і, звичайно, державних) боргів можуть бути несумісними між собою, особливо у разі, коли не існує централізованих механізмів пропозиції екстреної ліквідності. Корекція дисбалансів може бути болісною, такою, що потребує значної внутрішньої девальвації, а процес делівериджингу обмежує потенціал відновлення економіки [9; 10; 11].

Що стосується країн ЦСЄ в даному контексті, то більшість дослідників зазначає, що регіон продовжує виявляти ряд структурних особливостей, які є швидше каталізаторами макрофінансової вразливості, ніж її інгібіторами.

По-перше, на відміну від багатьох країн з ринками, що формуються, країни ЦСЄ вже тривалий час залишаються здебільшого нетто-реципієнтами капіталу [12; 13]. Значні платіжні дефіцити тривалий час покривались за рахунок припливу ПІІ, а після глобальної фінансової кризи залежність від припливів капіталу не послабилась, а швидше, посилилась, зокрема через нарощування зовнішньої заборгованості у приватному секторі [14].

По-друге, проциклічний характер потоків капіталу у випадку країн ЦСЄ, які зберігають вразливість до звуження нетто-припливів, здебільшого доволі швидко роздмухував внутрішні ціни активів та кредитування, нагадуючи типову проблему фінансових дисбалансів у зоні євро. Однак, на відміну від її членів, постсоціалістичні країни зіткнулися з іншою модальністю вразливості, а також з ширшим набором варіантів макроекономічної адаптації. У випадку балтійських країн і Болгарії, а також Словенії й Словаччини ситуація мало чим відрізнялась від «Півдня ЄВС» та Ірландії, але у випадку Польщі, Чехії й Угорщини модальність вразливості виглядає більш складною. Плаваючий курс показав вразливість до проблеми сильної тенденції щодо прийняття ризику, таким чином вказуючи на спільний характер вразливості регіону до глобальних фінансових дисбалансів [15; 16].

Типова модальність системної вразливості країн ЦСЄ є стимулом до запровадження інструмента економічної політики, профіль якого допомагав би усувати конфлікт між ціною, курсовою і фінансовою стабільністю. Дослідники, які акцентують увагу на зв'язках між поведінкою обмінного курсу, потоків капіталу, конкурентоспроможністю, інфляцією та системною фінансовою стійкістю, практично однастайні з приводу того, що макропруденційне регулювання може заповнити прогалину в мікс-політиці [17; 18; 19].

З огляду на вищесказане слід наголосити, що країни ЦСЄ мали би активно розвивати даний напрямок політики фінансової стабільності, а це робить важливим вивчення практик і результативності макропруденційного регулювання. Базові схеми запровадження та імплементації макропруденційно-

го підходу є достатньо добре вивченими [20]. Що стосується аналізу результативності макропруденційного регулювання, то, незважаючи на нетривалий досвід його реалізації, можна зробити висновок про його потенційну ефективність, яка інколи обмежується ступенем глобальної фінансової інтеграції, але здебільшого добре проявляється на ринках нерухомості [21; 22; 23].

Вивчення змін у політиці фінансової стабільності в країнах ЦСЄ за останній час не виглядає обмеженим [24]. Проте предметних досліджень інтенсивності застосування макропруденційних інструментів є небагато. Наприклад, у випадку Болгарії, Хорватії, Румунії й Сербії було ідентифіковано ряд закономірностей, які підтверджують результати попередніх досліджень. Зокрема, винятково сильні заходи дають змогу обмежити небажану експансію кредитів в іноземній валюті (чи то у вигляді доларизованих кредитів місцевих банків, чи то у вигляді зовнішніх корпоративних запозичень); можливості зовнішніх запозичень суттєво звужують ефективність застосовуваних заходів щодо внутрішнього кредиту; тільки набір макропруденційних інструментів, а не застосування окремих з них може запобігти кредитному буму тощо [25].

Для більш широкої вибірки країн ЦСЄ (Болгарія, Хорватія, Чехія, Естонія, Угорщина, Латвія, Литва, Польща, Румунія, Словаччина, Словенія і Сербія), але в рамках 24 країн ЄС, виявлено таке: схильність до інтенсивного застосування макропруденційних інструментів визначається рівнем розвитку країни (чим біднішою є країна, тим вірогідніше те, що вона буде більш активною у цьому), глибиною фінансового сектору (аналогічно), загальною макроекономічною нестабільністю й відкритістю до потоків капіталу. При цьому менш гнучкий курс, рівень доларизації та глибина проникнення закордонних банків позитивно корелюють зі змінною, що описує інтенсивність застосування макропруденційних інструментів. Отже, країни ЦСЄ, будучи специфічно вразливими до системних фінансових стресів, виявляють значну кількість відмінностей у макроекономічних і структурних траєкторіях, які зумовлюють варіацію інтенсивності застосування макропруденційних інструментів, але там, де вони використовуються, результати збігаються із загальною логікою макрофінансового аналізу. До того ж чим більш інтенсивно застосовувались такі інструменти до кризи, тим меншими були фіскальні втрати, пов'язані з порятунком фінансового сектору, масштаби наданої ліквідності та, відповідно, величина непрацюючих кредитів [26; 27]. Як і у випадку інших країн, ефективність макропруденційних регуляторів у ЦСЄ найкраще проявилась щодо іпотечного ринку. Однак можливість згладжувати коливання цін нерухомості все одно залишилась чутливою до режиму обмінного курсу. Ціновий бум до кризи й глибина падіння після 2008 р. більш характерні для Болгарії, ніж для Польщі, Чехії чи Румунії [28].

Зі згаданих досліджень щодо макропруденційної політики в нових членах ЄС випливає, що очевидним є факт достатньо інтенсивного та різнопланового застосування відповідних інструментів. Альтернативний підхід до ви-

значення інтенсивності застосування макропруденційних важелів – обрахунок індексу макропруденційної політики – не показує переконливого лідерства країн Центрально-Східного регіону ЄС [22]. Природно, що відмінності в оцінці такої інтенсивності можуть впливати на стійкість зв'язку між змінними драйверів і результати політики. Так само важливими є величина та склад вибірки. Включення країн ЦСЄ у вибірку разом із країнами зони євро може спотворити результати, враховуючи те, що окремі з останніх виявили значно більш виражену вразливість до проблеми розкручування спіралі фінансових дисбалансів. Це ставить питання про більш чіткий фокус саме на постсоціалістичному регіоні. Крім цього, навіть якщо встановлені залежності вказують на обернений зв'язок між рівнем розвитку (змінна ВВП на одну особу) й інтенсивністю застосування макропруденційних інструментів, то вони не стільки свідчать про драйвери такого застосування, скільки про відмінні модальності вразливості.

З іншого боку, не можна відкидати те, що членство в зоні євро Словенії, Словаччини та країн Балтії, так само як і успішне таргетування інфляції в Чехії й Польщі, генерує відмінні уявлення про оптимальний характер політики фінансової стабільності. Інакше кажучи, спільність структурних характеристик може визначати спільність у побудові інструментів політики, адресованих вразливості, що генерується такими характеристиками. Проте якщо спільності в політиці не простежується, то це можна вважати проявом країнних преференцій щодо реалізації тієї чи іншої політики. Відмінності в оцінках інтенсивності запровадження макропруденційних інструментів, швидше за все, вказують на вірогідність домінування принципу ідіосинкразій над принципом структурної подібності. Це потребує зосередження уваги на питаннях драйверів макропруденційних рішень у країнах ЦСЄ в контексті досвіду корекції фінансових дисбалансів. Метою статті є проаналізувати зміни позицій країн ЦСЄ в координатах фінансових дисбалансів та емпірично оцінити фактори впливу на інтенсивність застосування макропруденційних інструментів.

## **Фінансові дисбаланси в країнах ЦСЄ**

У теоретичному аспекті взаємне підсилення дисбалансів впливає з того, наскільки експансія у фінансовому секторі генерує одиниці платоспроможності, які розігрують сукупний попит [2; 3]. Екстраполяція даних міркувань на країни ЦСЄ, особливо до глобальної фінансової кризи, дає змогу виділити ряд процесів, які повною мірою відповідають логіці макрофінансового підходу. Країни ЦСЄ перебувають на стадії реальної конвергенції, є реципієнтами припливу капіталів, реальні курси валют перебувають під тиском вгору, поточні рахунки хронічно дефіцитні, ціни на активи тривалий час зростали, внутрішній кредит показував явний перегрів фінансового сектору в окремих випадках.

Структурна схильність країн ЦСЄ до фінансових дисбалансів передбачає, що вони мають простежуватися одразу у внутрішньому і зовнішньому проявах. Приклад країн-членів зони євро свідчить, що поєднання в аналізі змінної внутрішнього кредиту та поточного рахунка репрезентативно ілюструє ситуацію щодо масштабів дисбалансів. Це саме стосується зв'язку між корекцією дисбалансів і відновленням зростання [11].

Динаміка внутрішнього кредиту безпосередньо впливає на експансію споживання та граничну схильність до заощаджень, індуковану придбанням нерухомості в борг, а тому вона слугує фактором зовнішньої нерівноваги. Водночас стан поточного рахунка певною мірою є свідченням конкурентоспроможності. Інакше кажучи, якщо кредит було сфокусовано на непродуктивному споживанні й інвестиціях, то глибина корекції кредитного ринку ще не означає автоматичну появу вигод від кредитного стиснення для відновлення зростання (зокрема, через втрату доступу до нього з боку тих, хто планував реальні інвестиції), тоді як покращення поточного рахунка прямо відображає відновлення конкурентоспроможності та усунення драйверів непродуктивного імпорту. Попри останнє застереження, саме ці дві змінні характеризують дисбаланси в широкому розумінні, а тому їх обирають для емпіричного аналізу.

Вибірка країн охоплює усі постсоціалістичні країни Європи, крім Росії й Албанії. Фінансові дисбаланси були атрибутивною рисою вразливості країн ЦСЄ до 2008 р. Проте характер варіації змінних у середині цієї вибірки вказує на брак однорідності країн. Принаймні тут не спостерігається подібної варіації, як у випадку країн-членів зони євро [11]. Внутрішній кредит продовжує впливати на стан платіжного балансу, але цій вибірці, так само як і в першому випадку, бракує однорідності. Попри відсутність жорсткого протиставлення динаміки кредиту стану поточного рахунка, країни ЦСЄ стали однозначно менш варіативні за обома показниками, чим вони також суттєво відрізняються від членів зони євро, де контраст між ступенем акумулювання дисбалансів був значно вищим [11]. З цього можна зробити висновок, що процес корекції дисбалансів охопив весь регіон, тоді як у зоні євро дисбаланси корегувались там, де вони, власне, проявились найбільшою мірою.

Зміни позицій країн у координатах дисбалансів (табл. 1) також є вражаючими. У табл. 1 показано розподіл країн за групами, згідно з критерієм масштабів дисбалансів. За 2004–2008 рр. до країн зі значним зовнішнім дисбалансом зараховано ті, в яких середнє значення поточного рахунка перевищило 5%, а за період 2009–2016 рр. – 3%. Деяке зниження даного значення зумовлюється так званим зміщенням норми (поява нової нормальності). Що стосується внутрішнього кредиту, то за аналогічні періоди до країн, в яких спостерігається суттєве його збільшення, зараховано ті, в яких середнє значення становило відповідно більше 10% і більше 0%. Згідно з табл. 1, тільки Сербія, Боснія й Герцеговина та Білорусь залишились у тому самому квадранті значних внутрішніх і зовнішніх дисбалансів.

Таблиця 1

**Позиції постсоціалістичних країн щодо варіантів поєднання зовнішніх та внутрішніх дисбалансів**

2004–2008 рр.			
		Дефіцит поточного рахунка, % ВВП	
		Менше 5%	Більше 5%
Зростання внутрішнього кредиту до ВВП, % на рік	Менше 10%	Угорщина	Словаччина, Молдова, Хорватія
	Більше 10%	Україна, Словенія, Чехія, Білорусь, Польща	Сербія, Румунія, Чорногорія, Литва, Македонія, Латвія, Естонія, Болгарія, Боснія і Герцеговина
2009–2016 рр.			
		Менше 3%	Більше 3%
Зростання внутрішнього кредиту до ВВП, % на рік	Менше 0%	Словенія, Румунія, Литва, Латвія, Угорщина, Естонія, Болгарія	Україна, Чорногорія, Молдова
	Більше 0%	Словаччина, Польща, Македонія, Чехія, Хорватія	Сербія, Боснія і Герцеговина, Білорусь

Джерело: побудовано за даними BIS ([www.bis.org](http://www.bis.org)) та IMF ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

Враховуючи зміну позиціонування країн у координатах дисбалансів до кризи та після неї, можемо зробити декілька висновків. Більшість країн, які постраждали від кризи, змінила своє позиціонування майже на протилежне. Це здебільшого країни з фіксованим курсом. У чистому вигляді це стосується Болгарії й країн Балтії. Польща і Чехія – найбільш успішні таргетери інфляції – залишились у тому самому квадранті. Словаччина – одна з небагатьох країн, яка покращила своє позиціонування: дефіцит поточного рахунка відносно зменшився, а внутрішній кредит відносно зріс. Це можна було би кваліфікувати як наслідок переваг членства в зоні євро, але у випадку зі Словенією це не виглядає як аргумент. Словенія зазнала кредитного буму до кризи та суттєвої корекції кредитного ринку після неї. Угорщина, яка також постраждала від кризи, залишилась у тому самому квадранті, який вказує на те, що проблема дисбалансів не була чітко виражена. Зовнішній борг державного і корпоративного секторів виявився більш стресогенним, ніж типові для регіону дисбаланси. Україна свої позиції погіршила: дефіцит поточного рахунка зріс, а внутрішній кредит суттєво сповільнився. Крім факту війни, це ще можна пояснити серйозним відставанням у структурних реформах та поганим інвес-



тиційним кліматом, внаслідок чого навіть незначні збудники попиту трансформуються у погіршення сальдо поточного рахунка.

Ще один висновок полягає у тому, що членство в ЄС (і частково в зоні євро) прямо чи опосередковано створює більш потужний тиск щодо корекції дисбалансів. Швидше за все, дану закономірність слід пов'язувати із сильнішим конкурентним оточенням та жорсткішими рамками макроекономічної політики. Такі рамки вимагають проведення реальних структурних змін, які би допомагали економіці пристосовуватись до нових рівноважних умов, тоді як профанація структурних зрушень тільки погіршує ситуацію в середньостроковій перспективі. Можливість ухилитись від реформ у короткостроковій перспективі може підкріплюватись прихованими субсидіями чи зовнішніми прямими / прихованими трансфертами. Випадок погіршення позиціонування України і Білорусі є доволі показовим.

### **Інтенсивність застосування макроруденційних інструментів у країнах ЦСЄ: неоднорідність вибірки чи спонук?**

Країни ЦСЄ показують структурно зумовлену схильність до макроруденційної вразливості. Більшість з них зазнала руйнівного впливу з боку розкручування спіралі глобальних фінансових дисбалансів. Цілком природним є припущення про те, що даний досвід має конвертуватись у трансформацію мікс-політики в напрямку посилення її адресованості проциклічним ефектам фінансової системи.

Дані Європейської ради із системних ризиків дають змогу простежити, що більшість нових членів ЄС здебільшого використовує набір макроруденційних інструментів, який спирається на базові вимоги Базеля III [29]. Використання здебільшого макроруденційних інструментів, вмонтованих у вимоги до капіталу в рамках Базеля III, вказує на те, що країни ЦСЄ, як правило, меншою мірою наражаються на відновлення ризиків експансії глобальної ліквідності, ніж до кризи. Дуже часто тип інструментів, що застосовується, вказує на деяку стриманість, порівняно з рядом країн, які постраждали під час європейської кризи корекції дисбалансів. Проте існує певний розрив в ідентифікації факту застосування макроруденційних інструментів. З одного боку, діє офіційний порядок активації інструментів у країнах ЄС, який фіксується Європейською радою із системних ризиків. З іншого боку, наявний тривалий досвід використання інструментів монетарної політики, регулювання потоків капіталу, банківського регулювання тощо з макроруденційною метою.

У контексті цього формальна й фактична інтенсивність застосування даних інструментів може відрізнятись. Що стосується ЦСЄ, то поряд із евентуальним аналізом запровадження макропруденційних інструментів емпіричний підхід відображає дещо іншу картину.

Одним з підходів до оцінки інтенсивності реалізації макропруденційної політики є індекс MPI, який обраховано для 119 країн. Даний індекс відображає те, наскільки широко країни застосовують (вже активовані) 12 з 18 різних інструментів, відображених у глобальному огляді інструментів макропруденційної політики (Global Macroprudential Policy Instruments). Кількісна оцінка визначається шляхом присвоєння кожному інструменту значення «1», якщо він застосовується, і «0», якщо ні. Отримані значення сумуються. Максимальне значення MPI індексу дорівнює 12 [22]. На основі групування можна простежити, що країни ЦСЄ не відрізняються активним застосуванням макропруденційних інструментів. Для 18 країн ЦСЄ значення цього індексу в 2002 р. у середньому становило 0,72, а в 2013 р. – 2,28. Для таргетерів інфляції з країн ЦСЄ (5 країн) воно дорівнювало відповідно 0,4 та 3,2, тоді як для країн з ринками, що формуються, які багаті на ресурси (29 країн), ці значення становлять 2,1 і 3,1 (обраховано на основі [22]).

Серед драйверів інтенсивності використання макропруденційних інструментів у випадку країн ЦСЄ визнаються: глибина фінансової системи (внутрішній кредит до ВВП), рівень доларизації, ВВП на особу, режим обмінного курсу, приплив капіталів (% ВВП), платіжний баланс, торговельна відкритість тощо. Більшість індикаторів, відібраних для пояснення схильності до використання макропруденційного регулювання, тією чи іншою мірою, але теоретично передбачувано корелює зі змінною, яка кількісно оцінює інтенсивність використання відповідних інструментів [26; 27]. Проте проведені попередні дослідження концентрувались на 9 країнах ЦСЄ, а залежною змінною обирався кількісний індикатор інтенсивності, що отримувався на основі прямого опитування функціонерів центрбанків [30].

Попри переконливі результати подібних досліджень, виникають питання щодо обмеженості вибірки. Для того, щоб отримати нові результати в даному напрямку, пропонується розширити вибірку до 18 країн ЦСЄ, а також змінити набір структурних змінних. Зокрема, замість показника потоків капіталу використовується індекс Чинн-Іто, який вказує на режим регулювання потоків капіталу. Аналогічно для аналізу зв'язку між досвідом дисбалансів та їх корекцією пропонується застосувати відповідні індикатори як незалежні змінні. Отже, для побудови багатофакторної регресії використано такі змінні:

Y – індекс MPI [22];

X1 – частка сировинного експорту (джерело: дані Світового банку, [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)). Попри те, що країни ЦСЄ не відзначаються значним сировинним багатством, структура експорту справляє вагомий вплив на макрофінансову стабільність через те, як шок умов торгівлі передається фінан-

совій стабільності за посередництва або валютного курсу (в разі, коли він гнучкий), або тиску на валютному ринку (в разі, коли він фіксований). Теоретично чим вищою є сировинна залежність експорту, тим країна має бути більш схильною до активнішого застосування макропруденційного регулювання;

X2 – індекс Чинн-Іто (джерело: The Chinn-Ito Financial Openness Index, [http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito\\_website.htm](http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm)). На відміну від показників платіжного балансу, даний індикатор вказує на характер режиму потоків капіталу, а не на їх абсолютне чи відносне значення. Фактично він відображає еластичність, з якою капітали можуть переміщуватись у транскордонному режимі, й є нейтральним щодо фази глобального фінансового циклу. Теоретично чим більш ліберальним є режим регулювання руху капіталу і, відповідно, чим більш вразливою є країна до того, що транскордонні потоки посилюють проциклічність фінансової системи, тим більш інтенсивним має бути використання макропруденційних інструментів;

X3 – кількісний індикатор режиму обмінного курсу (джерело: класифікатор МВФ, [www.imf.org](http://www.imf.org)). Дана зміна варіюється в діапазоні від 0 (повністю фіксований курс) до 4 (повністю плаваючий курс). Однозначної відповіді, в якому напрямку має перебувати дана зміна з індексом МРІ, немає. Як правило, якщо курсовий режим передбачає меншу гнучкість, то вразливість країни до макрофінансових шоків посилюється, що відкриває шлях для активнішого макропруденційного регулювання. Однак, поряд з цим, плаваючий курс супроводжує монетарний режим таргетування інфляції, який, підкріплюючись більш активним макропруденційним підходом, може показувати кращий фокус на питаннях мінімізації варіації інфляції та ВВП, оскільки фінансовій стабільності буде адресовано «спеціалізований» інструмент;

X4 – внутрішній кредит, % ВВП (джерело: дані Світового банку, [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)). Власне кажучи, даний індикатор є мірою глибини фінансової системи. Теоретично чим розвинутішою є фінансова система, тим вірогідніше вона може ставати джерелом шоків, тому макропруденційне регулювання має бути більш поширене там, де спостерігається вища стадія фінансового розвитку. Водночас глибша фінансова система може краще справлятися з шоками, а потоки капіталу менш спроможні розхитати більш глибокий фінансовий ринок;

X5 – зростання внутрішнього кредиту, середнє за 2004–2008 рр. (джерело: дані Світового банку, [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)). Даний показник відображатиме те, наскільки вразливою виявилась економіка до нагромадження внутрішніх фінансових дисбалансів. Відповідно, чим чіткіше виражений негативний досвід вразливості до дисбалансів, тим більш активним має бути макропруденційний підхід;

X6 – індикатор корекції дисбалансів. Масштаб корекції також показуватиме те, наскільки вразливою до проблеми дисбалансів виявилась та чи ін-

ша країна. Відповідно, чим більші масштаби корекції, тим вірогіднішим буде те, що країна враховуватиме такий досвід;

X7 – індекс ефективності врядування (Government Efficiency Index) (джерело: дані Світового банку, [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)). Теоретично можна передбачити, що запровадження нової «спеціалізованої» політики, адресованої фінансовій стабільності, багато в чому спирається на те, якою є якість врядування в країні. Людський та соціальний капітал у сфері економічної політики дуже часто відіграє ключове значення для пояснення того, як будуть застосовуватись інструменти економічної політики. Водночас ефективність врядування може не передбачати активного застосування макропруденційних інструментів з огляду на те, що країна буде більш стійкою до системних стресів саме через те, що у неї будуть ефективно працювати інструменти економічної політики за іншими напрямками;

X8 – економічне зростання, середнє за 2010–2015 рр. (джерело: дані МВФ, [www.imf.org](http://www.imf.org)). Можна припустити, що чим більш успішно та чи інша країна долала наслідки глобальної фінансової кризи або меншою мірою була вразлива до неї, тим менш затребуваними будуть макропруденційні інструменти. Інакше кажучи, у разі більш успішної економічної ситуації такі інструменти не виглядатимуть затребуваними. Однак вищі темпи зростання не завжди вказують на те, чи виявляться вони більш стійкими в середньостроковій перспективі й чи не посиляться роль макрофінансових факторів системної вразливості внаслідок переоцінки перспектив економіки.

Отримані результати регресійного аналізу (табл. 2) ще раз показують неоднозначну картину щодо інтенсивності застосування макропруденційних інструментів у країнах ЦСЄ.

Так, параметри регресійного рівняння (табл. 2) вказують на прийнятний рівень статистичної значущості отриманих результатів. Однак значення коефіцієнтів при незалежних змінних не повною мірою відповідає теоретично передбачуваним результатам, потребуючи додаткових пояснень. По-перше, найбільш вагомими змінними є ті, які відображають режим обмінного курсу (X3), режим руху капіталу (X2) та посткризове зростання (X8). Найменш значущою виявилась змінна, яка характеризує фінансову глибину (X4). По-друге, два індикатори, що характеризують досвід внутрішніх фінансових дисбалансів, виявились такими, які діють у протилежних напрямках при приблизно ідентичній значущості. Експансія кредиту до кризи швидше обернено впливала на запровадження макропруденційних інструментів (X5), тоді як масштаб корекції кредитного ринку швидше прямо впливав (X6). По-третє, змінна структури експорту (X1) перебуває у передбачуваному, хоча і в слабкому зв'язку з індексом МРІ. По-четверте, індекс якості врядування (X7) перебуває в оберненому зв'язку, вказуючи на те, що макропруденційне регулювання є компенсацією «менш ефективного уряду». Цю тезу підтверджує відносно сильний обернений зв'язок між інтенсивністю запровадження макропруденційних інструментів та темпами посткризового зростання (X8).

Таблиця 2

**Параметри рівняння регресії  
(вибірка з 18 країн, індекс МРІ як залежна змінна)**

	b	Std. err. of b	t(9)	p-value
X1	0,03122	0,04893	0,63817	0,539261
X2	0,62459	0,37351	1,67222	0,128811
X3	0,72117	0,27841	2,59030	0,029199
X4	-0,00263	0,02013	-0,13043	0,899096
X5	-0,09198	0,12678	-0,72546	0,486605
X6	0,08017	0,10792	0,74281	0,476539
X7	-0,04909	0,03326	-1,47602	0,174048
X8	-0,18442	0,29692	-0,62110	0,549939
$R^2 = 0,67$	$F(8,9) = 2,3105$	$p < 0,11699$	Std. err. 1,3435	

Примітка. Отримано з допомогою програмного пакета STATISTICA.

Розглянувши описаний характер зв'язків між змінними регресійної моделі, можемо виділити декілька більш узагальнюючих аспектів:

А. Країни ЦСЄ є доволі фрагментованими щодо поширення макропруденційних практик. Контрастні монетарні режими і, відповідно, відмінності в розумінні їх цільового призначення й ефективності істотно впливають на профіль застосування макропруденційних інструментів.

Б. Незважаючи на структурну вразливість до проблеми макрофінансових дисбалансів, а також неоднозначний досвід їх корекції, змінні, що їх характеризують, не показують істотної вагомості. Інакше кажучи, швидше за все, досвід дисбалансів не виявився критично важливим фактором більш інтенсивного застосування макропруденційного регулювання. Можемо стверджувати, що важливе значення має не стільки сам факт дисбалансів, скільки загальна макроекономічна слабкість, у рамках якої фінансові дисбаланси є окремим аспектом структурної вразливості економіки.

Для додаткового тестування отриманих результатів використано ті самі незалежні змінні, але залежну змінну змінено. Нею є індикатор, що характеризує інтенсивність використання макропруденційних інструментів, поданий у [30]. З огляду на те, що дані отримано щодо меншої кількості країн, вибірка складається з 11 країн, включених у попередню вибірку з 18 (за мінусом України, Білорусі, Молдови, Чорногорії, Боснії і Герцеговини, Македонії та Словенії). З табл. 3, яка містить результати регресійного аналізу, видно, що загалом закономірності, виявлені для більшої вибірки з індексом МРІ як незалежною змінною, майже повністю підтверджуються.

Таблиця 3

**Параметри рівняння регресії  
(вибірка з 11 країн, кількісний індикатор оцінки інтенсивності  
застосування макропруденційних інструментів як залежна змінна)**

	b	Std. err. of b	t(2)	p-value
X1	0,6332	2,1061	0,300636	0,792065
X2	-1,6406	9,1951	-0,178424	0,874827
X3	1,4697	9,3421	0,157318	0,889441
X4	0,1293	0,3379	0,382770	0,738741
X5	-0,8939	1,4875	-0,600949	0,608910
X6	0,8175	1,7299	0,472576	0,683066
X7	-0,4487	0,6126	-0,732441	0,540106
X8	-1,8789	7,7484	-0,242489	0,831001
$R^2 = 0,84$	$F(8,2) = 1,2800$	$p < 0,51014$	Std. err. 8,9787	

Примітка. Отримано з допомогою програмного пакета STATISTICA.

Дані табл. 3 свідчать про відносну якість статистичних властивостей моделі. Що стосується напрямку зв'язку, то, порівняно з попередньою моделлю, він не підтвердився тільки для змінної, яка характеризує режим потоків капіталу (прямий, згідно з даними табл. 2, й обернений, згідно з даними табл. 3), а також для змінної, яка характеризує кредитну глибину. Однак в останньому випадку спостерігається найнижче значення коефіцієнта, власне, як і в попередньому випадку. Це вказує на те, що, швидше за все, фінансовий розвиток не має суттєвого впливу на мотивацію до тієї чи іншої інтенсивності запровадження макропруденційних інструментів. Обернений характер зв'язку між змінною X2 та залежною змінною свідчить про те, що такі інструменти запроваджують країни, які більш схильні до регулювання потоків капіталу. Різницю в напрямку зв'язку в розрізі двох вибірок можна пояснити тим, що в другому випадку частка країн з більш регульованими потоками капіталу є меншою. Що стосується інших незалежних змінних, то відносна величина відповідного коефіцієнта й напрям зв'язку практично ідентичні в розрізі двох моделей. Отже, висновки, зроблені на основі регресійного аналізу щодо першої вибірки, валідні і для другої вибірки, і навпаки. Це дає підстави зробити декілька підсумкових узагальнень.

З одного боку, більш вірогідним активне впровадження відповідних інструментів буде там, де простежується гнучкіший курс та ліберальніше регулювання потоків капіталу, таким чином вказуючи на те, що країни беруть до уваги ризики трансмісії глобальних фінансових шоків або ж намагаються зробити більш еластичним режим таргетування інфляції. Також це означає,

що такий мотив домінуватиме в найбільш успішних країнах ЦСЄ. Ефективні монетарні режими, низька вразливість до дисбалансів у минулому і стійкіше зростання є характерними рисами такої успішності.

З іншого боку, більш вірогідне активне запровадження макропруденційних інструментів здійснюватиметься в менш успішних та більш вразливих економіках, які насправді не настільки спроможні підтримувати ліберальний режим руху капіталу чи фіксований курс у вигляді вступу до зони євро. Вища частка сировинного експорту, менш глибока фінансова система, нижча ефективність уряду і повільніше посткризове зростання – це характерні риси таких країн. Власне кажучи, це ситуація, коли макропруденційна політика розглядається як додатковий інструмент боротьби з ризиками, що генеруються загальною структурною слабкістю та макроекономічною нестабільністю. Цьому ж буде відповідати щільніший контроль за потоками капіталів.

Інакше кажучи, в першому випадку більш активне запровадження макропруденційних інструментів буде «наступальним», або проактивним, тоді як у другому випадку – захисною реакцією на загальну слабкість економіки. Незважаючи на сильніші зв'язки між змінними «в рамках» першого мотиву, існує складніша проблема сепарації між більш успішними проактивними країнами і країнами, що не потребують інтенсивнішого застосування макропруденційних інструментів. У другому випадку вразливіші країни із захисними реакціями можуть бути менш однорідними (це підтверджується слабшим зв'язком між залежною та відповідними незалежними змінними), але їхня вразливість буде більш ідіосинкратичною.

## Висновки

Країни ЦСЄ вже тривалий час показують структурно зумовлену вразливість до системних фінансових шоків. Відносно неглибокі фінансові системи, значна роль закордонного банківського капіталу і чутливість ринку активів до експансії ліквідності посилюють ризики щодо швидкого перетворення імпульсів фінансового розвитку на розкручування спіралі фінансових дисбалансів. Країни ЦСЄ залишаються доволі контрастними щодо монетарних режимів, внаслідок чого роль валютного курсу як фактора й каналу актуалізації макрофінансових ризиків суттєво варіюється.

Процес корекції дисбалансів у даній групі країн можна визнати суттєвим, хоча і не таким яскраво вираженим, як у зоні євро. Тим не менше, членство в ЄС однозначно створило передумови для більш жорсткого конкурентного оточення, внаслідок чого у більшості саме нові члени ЄС зазнали більш масштабної корекції дисбалансів, ніж інші постсоціалістичні країни. Однак

таргетери інфляції з плаваючими курсами виявились менш вражені цією проблемою, ніж країни з фіксованими курсами (за винятком Словаччини).

Вразливість до системних ризиків та потенційна конфліктність між ціновою, фінансовою й курсовою стабільністю мали би відкрити шлях до більш активного переходу в регіоні до макропруденційних практик. Емпіричні дослідження підтверджують, що існує певний зв'язок між макрофінансовими характеристиками країн ЦСЄ та інтенсивністю запровадження макропруденційних інструментів. Однак використання індексу МРІ показало, що країни ЦСЄ не є активними у застосуванні макропруденційного регулювання, як того варто було би очікувати. Регресійний аналіз свідчить, що для даної групи країн можна запровадити умовний поділ: більш успішні країни наступально запроваджують макропруденційні інструменти (більш активно), тобто є проактивними щодо підтримання макрофінансової стабільності; менш успішні країни запроваджують їх із захисною метою, оскільки є більш вразливими до шоків потоків капіталу чи курсових дестабілізацій. Це підтверджує те, що загальна більш успішна економічна політика, зокрема ефективність монетарного режиму, створює кращі передумови для фінансової стабільності, ніж активна спеціалізована політика, адресована фінансовій стабільності.

### **Список використаної літератури**

1. Borio C. Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation? / C. Borio // BIS Working Paper. – 2003. – № 128. – P. 1–32.
2. Borio C. Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes / C. Borio, W. White // BIS Working Paper. – 2004. – № 147. – P. 1–51.
3. 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.
4. Corker R. Exchange Rates Regimes in Selected Advanced Transition Economies – Coping with Transition, Capital Inflows and EU Accession / R. Corker, C. Beaumont, R. van Elkan // IMF Policy Discussion Paper. – 2000. – PDP/00/3. – P. 1–25.
5. Kenen P. EU Accession and the Euro: Close Together or Far Apart? / P. Kenen, E. Meade // Institute for International Economics Policy Briefs. – 2003. – № PB03-9. – P. 1–19.
6. Natalucci F. The Road to Adopting the Euro: Monetary Policy and Exchange Rate Regimes in the EU Candidate Countries / F. Natalucci, F. Ravenna // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers. – 2002. – № 741. – P. 1–45.



7. The Role of National Bank of Poland in the Process of European Integration. – Warsaw : National Bank of Poland, 2003. – 55 p.
8. Aslund A. The Last Shall Be the First: The East European Financial Crisis / A. Aslund. – Wash. (D. C.) : PIIE, 2011. – 212 p.
9. Козюк В. В. Теоретичний вимір макрофінансових ризиків дивергенції евро зони / В. В. Козюк // Економічна теорія. – 2011. – № 3. – С. 59–72.
10. Козюк В. В. Теорія оптимальних валютних зон у світлі глобальної фінансової кризи і ризиків дивергенції ЄВС / В. В. Козюк // Економічна теорія. – 2012. – № 4. – С. 56–71.
11. Козюк В. В. Глибина корекції фінансових дисбалансів у зоні евро та проблема відновлення зростання / В. В. Козюк // Журнал європейської економіки. – 2017. – Т. 16, № 1. – С. 17–40.
12. Abiad A. International Finance and Income Convergence: Europe is Different / A. Abiad, D. Leigh, A. Mody // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/64. – P. 1–36.
13. Pipat L. Do Economists' and Financial Markets' Perspectives on the New Members of the EU Differ? / L. Pipat, S. Schandler // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/65. – P. 1–31.
14. Goldstein M. What the Next Emerging-Market Financial Crisis Look Like? / M. Goldstein // IIE Working Paper. – 2005. – Vol. 05-7. – P. 1–115.
15. Cecchetti S. Monetary Policy and Financial Stability: What's Ahead for Central and Eastern European Countries / S. Cecchetti // BIS Speeches. – 2010. – P. 1–11.
16. Brzoza-Brzezina M. Can We Prevent Boom-Bust Cycles During Euro Area Accession? / M. Brzoza-Brzezina, P. Jacquinot, M. Kolasa // ECB Working Paper. – 2010. – № 1280. – P. 1–47.
17. Elements of Effective Macroprudential Policies. Lessons from International Experience // IMF-FSB-BIS. – 2016. – 26 August. – P. 1–22.
18. Gulcin Ozkan F. On the Use of Monetary and Macroprudential Policies for Small Open Economies / Ozkan F. Gulcin, Unsal D. Filiz // IMF Working Paper. – 2014. – WP/14/112. – P. 1–26.
19. Turner Ph. Macroprudential Policies, the Long-term Interest Rate and the Exchange Rate / Ph. Turner // BIS Working Paper. – 2016. – № 588. – P. 1–23.
20. Claessens S. An Overview of Macroprudential Policy Tools / S. Claessens // IMF Working Paper. – 2014. – WP/14/214. – P. 1–47.
21. Bruno V. Comparative Assessment of Macroprudential Policies / V. Bruno, I. Shim, H. Song Shin // BIS Working Paper. – 2015. – № 502. – P. 1–56.

22. 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. 1–56.
23. 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.
24. Miklaszewska E. The Consequences of Post-Crisis Regulatory Architecture for Banks in Central and Eastern Europe / E. Miklaszewska, K. Mikolajczyk, M. Pawlowska // NBP Working Paper. – 2012. – № 131. – P. 1–35.
25. Dimova D. Macroprudential Policies in Southeastern Europe / D. Dimova, P. Kongsamut, J. Vandebussche // IMF Working Paper. – 2016. – WP/16/29. – P. 1–81.
26. Dumicic M. Macroprudential Policy in Central and Eastern European Countries – Is There Something We Should Learn? / M. Dumicic // The Twentieth Dubrovnik Economic Conference organized by Croatian National Bank (Dubrovnik, June 11–13, 2014). – Dubrovnik, 2014. – P. 1–50.
27. Dumicic M. Effectiveness of Macroprudential Policies in Central and Eastern European Countries / M. Dumicic // Croatian National Bank Working Paper. – 2017. – W-48. – P. 1–27.
28. Donath L. Financial Cycles and Macroprudential Intervention in Selected Central and Eastern European Countries / L. Donath, V. Mihutescu, I. Oprea // West University of Timisoara. – 2015. – Oct. – P. 1–13.
29. European Systemic Risk Board. A Review of Macroprudential Policy in the EU. 2015–2016 [Electronic resource]. – Mode of access : [www.esrb.europa.eu](http://www.esrb.europa.eu).
30. Lim C. Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experience / C. Lim, F. Columba, A. Costa // IMF Working Paper. – 2011. – WP/11/238. – P. 1–81.

Стаття надійшла до редакції 19 лютого 2018 р.