

НАЦІОНАЛЬНИЙ БАНК УКРАЇНИ  
ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД  
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

ЛУНЯКОВ ОЛЕГ ВОЛОДИМИРОВИЧ

УДК 336.7+336.11(043.3)

**ФОРМУВАННЯ, АНАЛІЗ ТА РЕГУлювання  
дисбалансів у фінансовому секторі  
економіки України**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Автореферат дисертації  
на здобуття наукового ступеня  
доктора економічних наук

Суми – 2013

Дисертацію є рукопис.

Робота виконана у Державному вищому навчальному закладі “Українська академія банківської справи Національного банку України”.

Науковий консультант – доктор економічних наук, професор *Васильєва Тетяна Анатоліївна*, Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”, завідувач кафедри банківської справи.

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор *Вожжов Анатолій Павлович*, Севастопольський національний технічний університет Міністерства освіти і науки України, завідувач кафедри фінансів і кредиту;

доктор економічних наук, професор *Колодізєв Олег Миколайович*, Харківський національний економічний університет Міністерства освіти і науки України, завідувач кафедри банківської справи;

доктор економічних наук, професор *Лук'яненко Ірина Григорівна*, Національний університет “Києво-Могилянська академія”, завідувач кафедри фінансів.

Захист дисертації відбудеться 24 січня 2014 р. о 12 год. на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 55.081.01 у Державному вищому навчальному закладі “Українська академія банківської справи Національного банку України” за адресою: 40000, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57, зала засідань вченої ради.

З дисертацією можна ознайомитися у бібліотеці Державного вищого навчального закладу “Українська академія банківської справи Національного банку України” за адресою: 40000, м. Суми, вул. Покровська, 9/1.

Автореферат розісланий “\_\_\_\_” грудня 2013 р.

Вчений секретар  
спеціалізованої вченої ради,  
доктор економічних наук, доцент

Т. Г. Савченко

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

**Актуальність теми дослідження.** Стабільне функціонування фінансового сектора економіки (ФСЕ) як самоорганізованої сукупності фінансових інститутів, фінансових ринків та інструментів, що забезпечують рух грошових коштів від зберігачів до позичальників, відіграє ключову роль у реалізації конкурентних переваг національних економік, забезпечує більш широкі можливості у стимулюванні економічного зростання. Разом з тим світова фінансово-економічна криза 2008–2009 рр. виявила неефективність сформованих у більшості країн світу систем раннього оповіщення та механізмів попередження фінансових стресів, а також відсутність дієвої методології виявлення й регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки (ДФСЕ) на ранніх етапах їх формування. Вітчизняний досвід свідчить, що орієнтація регуляторів ФСЕ України у процесі реалізації заходів пруденційного нагляду переважно на підтримання цінової стабільності та активне застосування інструментарію стрес-тестування стійкості фінансових інституцій до зовнішніх шоків часто залишає поза увагою ендогенну природу накопичення ДФСЕ на відповідних фазах економічного циклу.

Фундаментальні засади виявлення та усунення фінансових диспропорцій залідено у наукових працях В. Аллена (W. Allen), Р. Балаクリшнана (R. Balakrishnan), М. Бордо (M. Bordo), К. Боріо (C. Borio), Ч. Гудхарта (C. Goodhart), Е. Деміргук-Кунта (A. Demirguc-Kunt), О. Іссінга (O. Issing), Д. Кейнса (D. Keynes), М. Дремана (M Drehmann), С. Клаессенса (S. Claessens), Ч. Кіndlбергера (Ch. Kindlberger), Х. Мінські (H. Minsky), Е. Мендозі (E. Mendoza), Ф. Мишкіна (F. Mishkin), Дж. Тейлора (D. Taylor), І. Фішера (I. Fisher), Г. Шиназі (G. Schinasi) та ін. Значні наукові напрацювання з досліджуваної проблематики мають російські економісти, зокрема: Л. І. Абалкін, В. К. Бурлачков, М. Ю. Головнін, Я. М. Міркін, С. Р. Моісєєв, В. К. Сенчагов та ін. Ряд пропозицій щодо пошуку ефективних механізмів забезпечення стабільності ФСЕ викладено також у працях вітчизняних науковців: А. І. Барановського, Т. А. Васильєвої, А. П. Вожкова, О. В. Дзюблюка, Ж. М. Довгань, О. М. Колодізєва, В. В. Корнєєва, А. Я. Кузнецової, С. В. Леонова, І. Г. Лук'яненко, М. І. Макаренка, В. М. Опаріна, О. І. Петрика, Т. Г. Савченка, А. В. Сомик, В. М. Шелудько, І. О. Школьник, Т. Є. Унковської, В. М. Федосова та інших.

Разом з тим, незважаючи на значну кількість праць зарубіжних та вітчизняних учених з досліджуваної проблематики, невирішеними остаточно залишаються низка суттєвих теоретичних та практичних питань. Зокрема, це стосується розуміння економічної сутності ДФСЕ, розв’язання загальнометодологічних протиріч щодо визначення природи їх виникнення та причинно-наслідкових зв’язків з загальними параметрами макроекономічної динаміки, розроблення аналітичного інструментарію їх поелементного та інтегрального оцінювання, застосування контрциклічного інструментарію реалізації регуляторної політики у ФСЕ (зокрема, через макропруденційну та монетарну політику) тощо. Логічна незавершеність формування цілісного уявлення про природу

виникнення, інструментарій ідентифікації, аналізу й регулювання ДФСЕ обумовили актуальність дослідження, його мету, завдання та зміст.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертаційна робота виконана відповідно до програм загальнодержавного та наднаціонального значення, зокрема Національного плану дій щодо впровадження Програми економічних реформ на 2010–2014 рр. “Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава”, міжнародної програми оцінювання ФСЕ, розробленої під егідою МВФ і Світового банку, Стратегії розвитку фінансового ринку України до 2015 року, Програми розвитку фінансового сектора (FINREP II) в межах проекту технічної допомоги Агентства США з міжнародного розвитку тощо.

Основні положення дисертації відповідають пріоритетним напрямам науково-дослідної роботи навчальних закладів системи Національного банку України (НБУ). Так, зокрема, при роботі над темою “Діагностика системної стабільності на основі макроекономічних та пруденційних показників” (номер державної реєстрації 0113U002195) у Харківському інституті банківської справи Університету банківської справи НБУ враховано пропозиції дисертанта щодо інструментарію регулювання ДФСЕ України. Okремі наукові результати дисертанта враховано і при формуванні звітів за науково-дослідними темами в ДВНЗ “Українська академія банківської справи НБУ”. Так, зокрема, в межах теми “Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні” (номер державної реєстрації 0103U006965) дисертантом розроблено моделі формування та аналізу ДФСЕ; теми “Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів” (номер державної реєстрації 0109U006782) – пропозиції щодо макропруденційного та монетарного регулювання ДФСЕ в Україні; теми “Конкурентоспроможність національної економіки в умовах євроінтеграції” (номер державної реєстрації 0111U009459) – науково-методичний підхід до інтегрального оцінювання рівня розбалансованості у розвитку ФСЕ України.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дослідження є розробка теоретико-методологічних зasad обґрунтування причин формування ДФСЕ, поглиблення методичного інструментарію їх аналізу, розвиток методологій та практичних механізмів їх регулювання в Україні.

Поставлена мета зумовила необхідність вирішення наступних завдань:

- узагальнити методологічну базу дослідження ФСЕ, обґрунтувати механізм його самоорганізації з позиції адаптації до екзогенних та ендогенних шоків;
- запропонувати групування наукових теорій і шкіл за сутністю поглядів на детермінанти виникнення нестабільності у ФСЕ;
- обґрунтувати сутність поняття “дисбаланс у фінансовому секторі економіки”, визначити відмінності від фінансового дисбалансу;
- розробити дескриптивну модель циклічного розвитку ФСЕ, обґрунтувати на її основі причини формування ДФСЕ України;
- систематизувати світовий та вітчизняний досвід виявлення та оцінювання фінансових диспропорцій у розвитку економіки та розробити науково-методичний підхід до поелементного та інтегрального оцінювання ДФСЕ;

- поглибити методичні засади оцінювання міжсекторальних крос-ефектів та циклічності розвитку ФСЕ шляхом розробки індексу дифузії фінансових шоків;
- дослідити специфіку формування та накопичення ДФСЕ України;
- дослідити вплив ДФСЕ на макроекономічну динаміку шляхом оцінювання синхронності змін індикаторів розвитку ФСЕ та економіки в цілому;
- поглибити методичні основи прогнозування ймовірності виникнення кредитного стиснення в економіці після кредитного бума;
- удосконалити методичні засади оцінювання потенціалу дестабілізації розвитку реального сектора економіки внаслідок виникнення ДФСЕ;
- обґрунтувати концептуальні засади координації монетарної та макропруденційної політик регулювання ДФСЕ;
- розробити науково-методичний підхід до формування імпліцитного правила таргетування для економіки України з урахуванням ДФСЕ;
- поглибити методичні засади формування та вивільнення контрциклічного буфера капіталу як інструмента макропруденційного регулювання ДФСЕ.

*Об'єктом дослідження є економічні відносини, що виникають між фінансовими посередниками, нефінансовими корпораціями, домогосподарствами та державними регуляторами у процесі формування та регулювання ДФСЕ.*

*Предметом дослідження є науково-методологічні засади та практичний інструментарій обґрунтування природи виникнення ДФСЕ, аналізу їх розмірів та впливу на розвиток фінансового та реального секторів економіки, а також реалізації регуляторної політики щодо зменшення їх негативних наслідків.*

*Методи дослідження.* Методологічну основу дисертаційного дослідження складають фундаментальні положення економічної теорії, теорії фінансів, фінансових ринків, грошей і кредиту, державного регулювання економіки, наукові праці вітчизняних та зарубіжних вчених з питань аналізу та регулювання фінансових диспропорцій у процесі розвитку ФСЕ.

У роботі відповідно до поставлених завдань використано такі методи дослідження: наукова абстракція (при обґрунтуванні категоріально-понятійного апарату дослідження); логіко-історичний і діалектичний (при групуванні теорій та наукових шкіл); системний (при розгляді механізму самоорганізації ФСЕ); аналіз і синтез, індукція і дедукція (при виявленні закономірностей формування та регулювання ДФСЕ); факторний аналіз (при розробці підходу до інтегрального оцінювання рівня ДФСЕ); методи математичної статистики (при оцінюванні ступеня ймовірності фінансових стресів залежно від рівня накопичених ДФСЕ); кореляційний і регресійний аналіз (при встановленні кількісних взаємозв'язків між ДФСЕ та індикаторами макроекономічної динаміки розвитку економіки України); імітаційне моделювання (при розробці імпліцитного правила таргетування); компаративний метод і метод аналогій (при узагальненні світового досвіду та розробці пропозицій щодо регулювання ДФСЕ).

Інформаційно-факторологічною базою дослідження є: закони України, укази Президента України, нормативні акти Кабінету Міністрів України, постанови та

звітні дані НБУ; аналітичні матеріали Міністерства фінансів України та Міністерства економічного розвитку і торгівлі України; статистична інформація Державної служби статистики України та Міждержавного статистичного комітету країн СНД, аналітичні звіти Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Європейського центрального банку, Міжнародного валutowого фонду, Європейської ради з системних ризиків, Банку міжнародних розрахунків, Світового банку, Федеральної резервної системи США та інших міжнародних фінансових організацій; результати наукових досліджень зарубіжних та вітчизняних учених з питань аналізу та регулювання диспропорцій у ФСЕ.

**Наукова новизна одержаних результатів полягає** у вирішенні наукової проблеми розвитку теоретико-методологічних засад виявлення причин формування ДФСЕ, поглиблення методичного інструментарію їх аналізу, обґрунтування методології та практичних механізмів їх регулювання в Україні.

Найбільш вагомими науковими результатами дисертаційного дослідження є такі:

*вперше:*

- введено в термінологічний обіг поняття “дисбаланс у фінансовому секторі економіки” як обумовлену екзогенними (регуляторними, технологічними, ринковими тощо) та/або ендогенними (процесами самоорганізації та самоускладнення ФСЕ) імпульсами диспропорцію щодо обсягів, термінів, джерел залучення/розміщення фінансових ресурсів, яка призводить до спекулятивного зростання цін фінансових активів та рівня системних фінансових ризиків. Розмежовано поняття “дисбаланс у фінансовому секторі економіки” та “фінансовий дисбаланс” за критеріями: причини формування, сфера виникнення, врахування цінових диспропорцій, інструментарій зменшення;
- розроблено дескриптивну модель циклічного розвитку ФСЕ, яка: 1) виокремлює континууми фінансової стабільності та нестабільності, умови переходу між ними; 2) формалізує причини виникнення ДФСЕ на кожному етапі циклу розвитку ФСЕ. Її застосування дозволило обґрунтувати невідповідність практики функціонування ФСЕ України постулатам теорії ефективних ринків та довести ендогенно-кредитну природу формування ДФСЕ України в 2006–2008 рр.;
- обґрунтовано концептуальні засади та інструментарій оцінювання ДФСЕ. Для поелементного оцінювання сформовано систему індикаторів для окремих типів дисбалансів: кредитного дисбалансу – відношення сукупного обсягу кредитування в економіці до величини ВВП; дисбалансу стратегічної ліквідності – відношення обсягу кредитних ресурсів до залучених коштів; дисбалансу довгострокової ліквідності – відношення обсягу довгострокових кредитів до депозитів; валютного дисбалансу – відношення обсягу кредитів до депозитів в іноземній валюті; дисбалансу боргового навантаження – відношення обсягу кредитів домогосподарствам до рівня номінальних доходів населення. Для комплексного оцінювання розроблено інтегральний індикатор, який: базується

на використанні методу головних компонент, дозволяє оцінити загальний рівень накопичених ДФСЕ, нівелювати різновекторність траєкторій динаміки формування окремих типів ДФСЕ, може бути покладений в основу системи моніторингу за ФСЕ України в межах пруденційного нагляду;

- запропоновано підхід до обґрунтування вразливості економіки країни до впливу зовнішніх шоків залежно від рівня інтегрального індикатора загроз втрати фінансової стійкості ФСЕ, інтегрального індикатора ДФСЕ, індексу фінансового розвитку країни. Це дозволило здійснити групування країн світу на основі формалізованих взаємозалежностей між цими показниками та розміром економічних втрат (zmіною ВВП на душу населення) під час фінансових стресів, що склало підґрунтя для конкретизації державних програм розвитку ФСЕ для країн з різним рівнем його розвитку;
- розроблено концептуальні засади та інструментарій формування імпліцитного правила таргетування для економіки України, спрямованого на згладжування фінансових циклів у ФСЕ. На відміну від експліцитного правила, воно ґрунтуються на формалізації статистичних взаємозв'язків між інтегральним індикатором ДФСЕ України, таргетами НБУ (за інфляцією та ВВП) та обліковою ставкою. Застосування цього правила дозволяє своєчасно враховувати негативні ефекти від накопичення ДФСЕ, що виявляються у флюктуаціях рівня інфляції та реального ВВП, а також підвищити дискреційність у прийнятті рішень щодо вибору режиму монетарної політики;

*удосконалено:*

- систему індикаторів ранньої діагностики виникнення нестабільності у ФСЕ шляхом доповнення її інтегральним індикатором загроз втрати фінансової стійкості ФСЕ, який побудований на основі методу головних компонент та надає комплексну оцінку достатності капіталу, якості активів, ефективності, ліквідності та ризику всіх фінансових інституцій з урахуванням їх частки в сукупних активах ФСЕ;
- інструментарій врахування впливу узгодженості функціонування банківського та парабанківського секторів на фінансову стійкість ФСЕ шляхом розробки індексу дифузії фінансових шоків, який відрізняється від існуючих врахуванням: крос-ефектів перетікання капіталу між банківським та парабанківським секторами; ймовірності виникнення дисбалансів на різних фазах циклу розвитку ФСЕ; структури ФСЕ за активами; базових положень портфельної теорії при виборі форми формалізації взаємозв'язків між факторами ризику;
- методичні засади прогнозування наслідків впливу кредитних дисбалансів на розвиток економіки, що, на відміну від існуючих підходів, здійснено на основі багатофакторної регресійної пробіт-моделі, яка побудована за даними консолідований статистики щодо економічного розвитку країн СНД та дозволяє оцінити ймовірність виникнення кредитного стиснення в економіці після кредитного буму;

- концептуальні основи регулювання фінансових диспропорцій шляхом формалізації механізму комплементарної взаємодії монетарних та макропруденційних інструментів залежно від фази циклу розвитку ФСЕ та рівня інфляції. Це дозволило обґрунтувати крос-екфекти від узгодженого застосування цих інструментів, напрямки компенсаційного впливу та обмеження щодо незалежності їх імплементації;
- теоретико-методологічні засади макропруденційного регулювання ДФСЕ шляхом обґрунтування концепції та інструментарію формування / вивільнення контрциклічного буфера капіталу, що на відміну від існуючих підходів дозволяє врахувати не тільки кредитні дисбаланси, та інші їх види (стратегічної та довгострокової ліквідності, боргового навантаження, валютний дисбаланс), а також циклічність розвитку фінансових відносин в економіці України; *набули подальшого розвитку:*
- обґрунтування напрямків взаємодії реального та фінансового секторів економіки, що, на відміну від існуючих підходів, здійснено шляхом оцінювання синхронності коливань показників розвитку ФСЕ (обсягів кредитів в економіку, фондових індексів, грошової маси) та індикатора економічного зростання (реального ВВП). Це дозволило обґрунтувати вплив кредитної експансії на формування умов виникнення системної нестабільності в економіці України на різних фазах циклу її розвитку;
- методичні підходи до визначення механізмів адаптації ФСЕ до екзогенних та ендогенних факторів, що, на відміну від існуючих підходів, здійснено шляхом обґрунтування впливу самоорганізації та самоускладнення ФСЕ на рівень його фінансової стійкості. Це дозволило довести, що така адаптація здійснюється переважно через процеси фінансового інжинірингу та конвергенцію фінансових послуг/ринків, вплив яких є дуалістичним, оскільки вони є: з одного боку – ключовими драйверами адаптації ФСЕ до шоків, а з іншого – детермінантами поширення диспропорцій у розвитку ФСЕ;
- наукові засади групування наукових теорій за сутністю поглядів на нестабільність у ФСЕ, що, на відміну від існуючих підходів, здійснено залежно від критеріїв: трактування причин її виникнення, джерел виникнення та причин проциклічності у розвитку ФСЕ, цілісності опису механізму нестабільності та врахування асиметрії інформації на фінансових ринках. Це дозволило виокремити прототеорії (заклали основи для розуміння економічної природи проциклічності ФСЕ), проциклічні теорії (описують механізм ендогенного накопичення диспропорцій у ФСЕ), теорії недосконалості інформації (розвривають екзогенну природу фінансової нестабільності), а також стверджувати про генезис наукової думки від прототеорій через проциклічні теорії до теорій недосконалості інформації;
- методичні засади оцінювання потенціалу дестабілізації реального сектора економіки внаслідок порушення фінансової стійкості ФСЕ, що, на відміну від існуючих підходів, запропоновано здійснювати на основі індексу

забезпеченості фінансування, який характеризує відношення валового операційного прибутку нефінансових корпорацій та домогосподарств-підприємців до загального обсягу накопиченої в економіці кредитної заборгованості. Це дозволило виокремити періоди незабезпеченого фінансування на окремих фазах циклу розвитку економіки України.

**Практичне значення одержаних результатів** полягає в тому, що основні наукові положення дисертаційного дослідження доведено до рівня методичних розробок і практичних рекомендацій. Пропозиції автора щодо розробки імпліцитних правил таргетування та коригування макропруденційних інструментів в контексті попередження виникнення та зменшення негативних наслідків ДФСЕ можуть бути використані в поточній діяльності НБУ для підвищення адекватності рішень, пов'язаних з забезпеченням цінової та фінансової стабільності в національній економіці. Розроблений інструментарій виявлення та аналізу ДФСЕ України може бути використаний іншими регуляторами ФСЕ у процесі реалізації заходів пруденційного нагляду.

Результати дослідження автора щодо методів виявлення та оцінки ДФСЕ України враховуються в діяльності Апарату Ради НБУ при аналізі монетарних заходів в контексті виконання Основних зasad грошово-кредитної політики (довідка від 04.10.2013 № 10-012/16082). Висновки та рекомендації щодо здійснення інтегрального оцінювання стійкості ФСЕ враховуються в діяльності Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (довідка від 10.09.2013 № 6653/09-10); щодо інтегрального оцінювання ДФСЕ України – у практичній діяльності Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (довідка від 18.09.2013 № 12-5758/13); щодо оцінювання синхронності змін в динаміці обсягів кредиту та індикаторів економічного розвитку з урахуванням циклічності – в діяльності Управління економічного розвитку Севастопольської міської державної адміністрації (довідка від 19.08.2013 № 633).

Матеріали дисертаційного дослідження використовуються у навчальному процесі ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України” при викладанні дисциплін “Державне управління економікою”, “Фінанси”, “Гроші та кредит”, “Діяльність банків на фінансових ринках” (акт від 09.09.2013), а також Севастопольського інституту банківської справи Університету банківської справи Національного банку України при викладанні дисциплін “Фінансовий ринок” та “Фінанси різних форм бізнесу” (довідка від 06.09.2013).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертаційна робота є завершеним науковим дослідженням. Наукові положення, розробки, результати, висновки і рекомендації, що виносяться на захист, одержані автором самостійно. Особистий внесок у працях, опублікованих у співавторстві, вказано у списку публікацій.

**Апробація результатів дослідження.** Основні положення дисертаційної роботи доповідалися, обговорювалися й одержали позитивну оцінку на міжнародних науково-практических конференціях, в тому числі: “Фінансова система України: проблеми та перспективи розвитку в умовах трансформації соціально-економічних відносин” (м. Севастополь, 2013 р.); “Фінансово-кредитний механізм

в соціально-економічному розвитку країни” (м. Макіївка, 2013 р.); “Політичні, правові та фінансово-економічні пріоритети розвитку економіки України: стратегія і перспективи” (м. Умань, 2013 р.); “Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика” (м. Суми, 2012 р.); “Aplikované vědecké novinky – 2012” (м. Прага, Чеська Республіка, 2012 р.); “Nauka: teoria i pracyka – 2012” (м. Пшемишль, Республіка Польща, 2012 р.); “Новини на научения прогрес – 2012” (м. Софія, Болгарія, 2012 р.); “Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків” (м. Черкаси, 2012 р.); “Стан і проблеми обліку, контролю і аналізу в умовах транзитивної економіки” (м. Донецьк, 2010 р.) та ін.

Крім того, наукові результати автора оприлюднені та схвально оцінені на всеукраїнських науково-практичних конференціях, зокрема: “Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України” (м. Суми, 2012 р.); “Методи та моделі фінансового забезпечення стійкого економічного розвитку” (м. Севастополь, 2012 р.); “Сучасна економічна наука: теорія та практика” (м. Полтава, 2012 р.); “Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України в умовах фінансової нестабільності” (м. Тернопіль, 2012 р.).

**Публікації.** Основні наукові результати дослідження опубліковано в 50 наукових працях загальним обсягом 35,92 друк. арк., з яких особисто автору належить 33,84 друк. арк., у тому числі 1 одноосібна монографія, розділи у 3 колективних монографіях, 27 статей у наукових фахових виданнях України з економіки (з них 7 – у виданнях, що включені до міжнародних наукометрических баз, 5 – в електронних фахових виданнях), 4 статті у наукових виданнях іноземних держав, 15 – у збірниках тез доповідей на наукових конференціях.

**Структура і зміст роботи.** Дисертація складається зі вступу, п'яти розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Повний обсяг дисертації становить 480 сторінок, в тому числі: основного тексту 394 сторінки, 35 таблиць, 84 рисунки, 12 додатків, список використаних джерел з 458 найменувань.

## **ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ**

У першому розділі **“Теоретичні засади та економічна природа формування дисбалансів у фінансовому секторі економіки України”** досліджено механізм самоорганізації ФСЕ в контексті виникнення дисбалансів, згруповано наукові теорії щодо трактування природи нестабільності у ФСЕ, розроблено дескриптивну модель його циклічного розвитку, обґрунтовано взаємозв’язки між фінансовою стабільністю, стійкістю, крихкістю та фінансовою нестабільністю, визначено сутність ДФСЕ та відмінність від фінансових дисбалансів.

У роботі розглянуто сутність ФСЕ з інституційної та функціональної точок зору, обґрунтовано відмінності від фінансової системи, визначено його структуру та місце в економіці. Перебуваючи під впливом факторів зовнішнього середовища (регуляторних, технологічних, ринкових тощо), ФСЕ адаптується до них через механізми самоорганізації та самоускладнення, що, в свою чергу, здійснює зворотний вплив на економічну систему. Ці механізми та еволюція розвитку ФСЕ в економічній літературі розглядаються переважно через призму

прагнення фінансових агентів до збільшення рентабельності, тоді як в роботі це здійснено з позиції виявлення причин зниження стійкості ФСЕ. Дослідження показало, що ФСЕ адаптується до збурень переважно через процеси фінансового інжинірингу (наприклад, впровадження фінансових інновацій) та конвергенцію фінансових послуг/ринків (наприклад, розвиток організаційних моделей фінансового посередництва, поява нових фінансових інституцій, інтеграційних об'єднань). ФСЕ при цьому стає більш автономним по відношенню до реально-го сектора економіки та менш еластичним до регулятивних заходів, що на практиці часто призводить до формування фінансових диспропорцій, які, у свою чергу, ендогенно посилюють вразливість ФСЕ навіть до незначних негативних шоків. Тому вплив фінансового інжинірингу та конвергенції фінансових по-слуг/ринків автор вважає дуалістичним: з одного боку, вони є ключовими драй-верами адаптації ФСЕ до впливу екзогенних та ендогенних факторів, а з іншо-го, вони є кatalізаторами поширення диспропорцій у розвитку ФСЕ. Високий рівень дифузії деструктивних імпульсів між складовими ФСЕ обумовлює необ-хідність удосконалення механізму його регулювання саме з урахуванням цих причино-наслідкових та суб'єктно-об'єктних зв'язків.

Проблема визначення основних детермінант та природи виникнення неста-більності у ФСЕ розглядалася в межах різних теорій. У роботі здійснено їх гру-пування за розробленою автором системою критеріїв (табл. 1).

**Таблиця 1 – Класифікація наукових теорій за сутністю поглядів на основні детермінанти та причини виникнення нестабільності у ФСЕ**

Критерій класифікації	Теорії визначення основних детермінант та природи виникнення нестабільності у ФСЕ		
	Прототеорії	Проциклічні теорії	Теорії недосконалості інформації
Причини нестабільності у ФСЕ	Закономірний стан (як один з етапів розвитку ФСЕ)		Випадкове явище (як результат недосконалості фінансових ринків)
Джерела виникнення нестабільності у ФСЕ	Внутрішні		Зовнішні
Цілісність визначення механізму виникнення нестабільності у ФСЕ	Частково визначений	Повністю визначений	
Причини проциклічності розвитку ФСЕ	1. Ендогенне поширення грошової маси в економіці. 2. Накопичення надмірних кредитних боргів	Поширення спекулятивних інструментів фінансування на різних стадіях економічного циклу, що обумовлює неадекватне прийняття фінансових ризиків та накопичення незабезпечених боргів в економіці	Вплив екзогенних шоків
Врахування асиметрії інформації на фінансових ринках	Не враховується		Враховується

Це дозволило виокремити: 1) прототеорії (розроблені Дж. Кейнсом, І. Фішером, Г. Саймонсом та ін.; закладали основи для розуміння економічної приро-ди проциклічності ФСЕ); 2) проциклічні теорії (розроблені Х. Мінські, Ч. Кіндл-бергером, Р. Алібером та ін.; описують механізм ендогенного накопичення дис-пропорцій у ФСЕ); 3) теорії недосконалості інформації (розроблені Дж. Стігліцем,

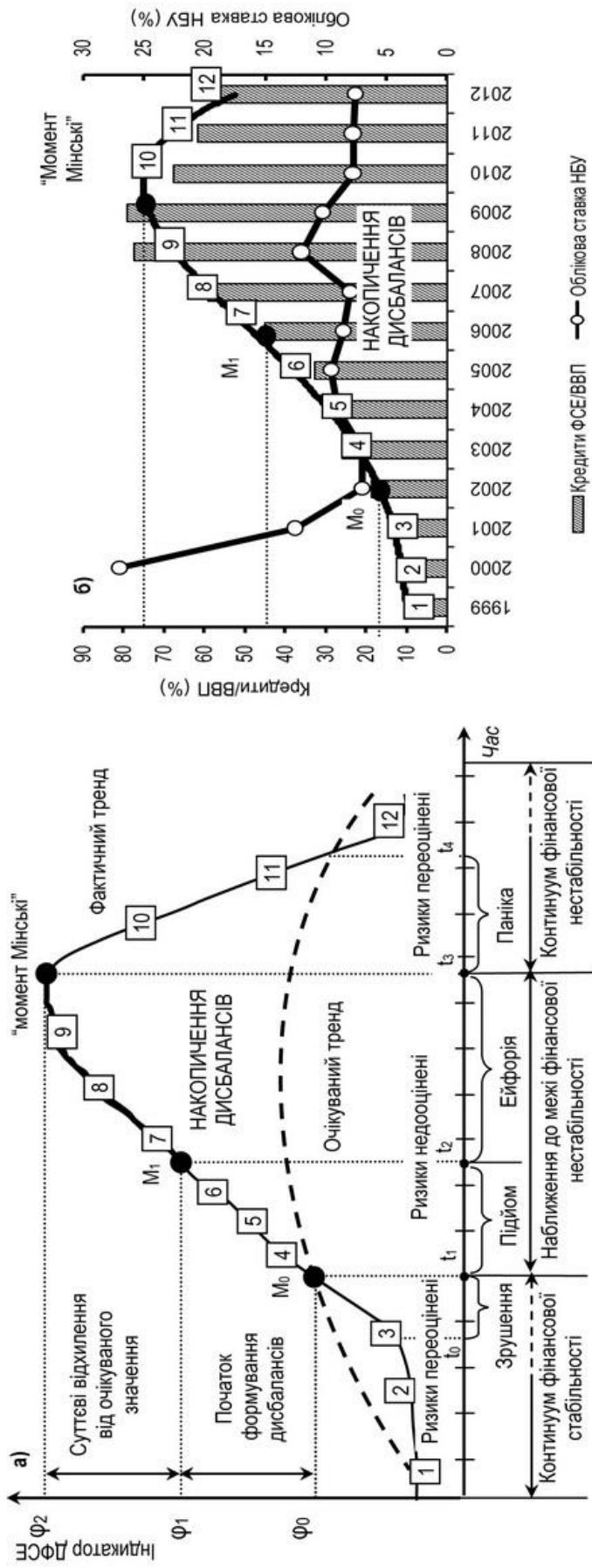
Е. Вейсом та ін.; розкривають екзогенну природу фінансової нестабільності). У роботі досліджено еволюцію наукової думки від прототеорій через проциклічні теорії до теорій недосконалої інформації.

Відсутність в економічній науці усталеної думки щодо природи та основних детермінант виникнення нестабільності у ФСЕ обумовлює також і неузгодженість категоріально-понятійного апарату. Так, наприклад, в літературі одночасно використовуються поняття “фінансова стабільність”, “фінансова стійкість”, “фінансова крихкість” та ін., чіткі межі між якими остаточно не формалізовано. В роботі фінансова стабільність ФСЕ розуміється як такий його стан, що дозволяє йому безперервно протягом певного періоду реалізовувати свої основні функції: розподільну, інформаційну, розрахунково-платіжну, управління ризиком (в даному випадку ФСЕ знаходиться у стані динамічної рівноваги). Фінансова стійкість ФСЕ трактується автором як здатність протистояти ендогенним і екзогенним шокам (ФСЕ прагне до рівноваги), а фінансова крихкість ФСЕ – як іманентна властивість дестабілізуватися (ФСЕ має потенційну схильність до виведення зі стану рівноваги). Фінансова нестабільність ФСЕ – це стан, при якому ФСЕ на тривалій основі і без збоїв не здатен зберігати свою структуру та функціональне навантаження (відбувається матеріалізація системних фінансових ризиків, рівновага відсутня).

Драйвером переходу від стану фінансової стабільності до стану фінансової нестабільності автор вважає ДФСЕ, який пропонується розуміти як обумовлену екзогенними (регуляторними, технологічними, ринковими тощо) та/або ендогенними (процесами самоорганізації та самоускладнення ФСЕ) імпульсами диспропорцію щодо обсягів, термінів, джерел залучення/розміщення фінансових ресурсів, яка призводить до спекулятивного зростання цін фінансових активів та рівня системних фінансових ризиків. У роботі обґрунтовано відмінності цього поняття від більш поширеного в закордонній науковій літературі – “фінансовий дисбаланс” за цілим рядом критеріїв: 1) причини формування (для фінансового дисбалансу – переважно екзогенні шоки, для ДФСЕ – екзогенні та ендогенні шоки); 2) сфера виникнення (для фінансового дисбалансу – окрема фінансова установа, сукупність фінансових інституцій, державні фінанси, фінансова система тощо, для ДФСЕ – ФСЕ); 3) врахування цінових диспропорцій (при трактуванні фінансових дисбалансів – диспропорцій цін на реальні та фінансові активи, при визначенні ДФСЕ – лише диспропорцій цін на фінансові активи); 4) інструментарій зменшення (для фінансового дисбалансу – всі інструментарії державного регулювання економіки, для ДФСЕ – переважно інструментарій монетарного й макропруденційного регулювання).

Для відображення внутрішніх драйверів проциклічності функціонування ФСЕ в дисертації визначено специфіку фінансового циклу, виявлено періоди синхронності та несинхронності коливань у межах фінансового та економічного циклів.

Це склало підґрунтя для розробки дескриптивної моделі циклічного розвитку ФСЕ (рис. 1а).



**Рисунок 1 – Дескриптивна модель циклічного розвитку ФСЕ (а – загальний вигляд, б – для ФСЕ України)**

*Призначення:* т<sub>0</sub> – момент початку накопичення супутніх дисбалансів; т<sub>1</sub> – момент початку зрушень; т<sub>2</sub> – момент накопичення неординарно високих дисбалансів; т<sub>3</sub> – “момент Мінськї”, коли відбувається істотне падіння на ринку (криза) після тривалого періоду спекуляцій/нестабільного зростання; т<sub>4</sub> – момент завершення паніки; φ<sub>0</sub>, φ<sub>1</sub>, φ<sub>2</sub> – порогові рівні індикатора ДФСЕ, що відповідають моментам переходу між стадіями циклу розвитку ФСЕ; 1 – зростання рівня ліквідності інституції ФСЕ, низька пропозиція кредитних коштів у ФСЕ, зростання доходів реального сектора економіки, невисока валютація цін на фінансові активи та зростання реального ВВП; 2 – відновлення ліквідності у ФСЕ, пом'якшення монетарних умов (шок), адекватність змін гривової маси, реального ВВП та кредитних ресурсів; 4 – початок переоцінювання фінансових ризиків, початок стику кредитної експансії, помітне зростання цін на фінансові активи, збільшення притоку іноземного капіталу в економіку (особливо для країн з високим процентним спredом); 5 – зниження синхронності між динамікою цін на фінансові активи та кредитами у ФСЕ, подальше змінення курсу національної валюти, 8 – поступова стабілізація цін на фінансові активи та зниження цін на реальні активи (формування “бульбашок”), що збульшує ефект “багатства” (зростає чиста вартість позичальників) та посилює подальше збільшення кредитного бума”, падіння цін на фінансові та реальні активи, скорочення обсягів припливу спекулятивного капіталу та наявність кредитними ресурсами, подальше змінення курсу національної валюти; 6 – суттєве зростання цін на реальні активи, високий рівень цін на активи стимулює приток спекулятивного капітулу з міжнародних ринків, суттєві розриви між змінною гривової маси, реальним ВВП та наявними кредитними коштами, наявність високої питомої ваги спекулятивного капітулу та “оптового” фондування в структурі формування ресурсної бази ФСЕ; 9 – “загужання кредитного бума”, падіння цін на фінансові та реальні активи, скорочення обсягів проблем з ліквідністю, змінення монетарних умов, 10 – криза ліквідності, кредитне стиснення, суттєве падіння курсу національної валюти, цін на реальні активи, пом'якшення монетарних умов; 11 – стабілізація курсу національної валюти, незначні зміни (поліпшення) рівня реального ВВП, пом'якшення монетарних умов; 12 – відновлення рівня ліквідності у ФСЕ, повільне зростання/відсутні суттєві зміни у реальному ВВП, що впливає, в т.ч. і на динаміку цін на фінансові активи

Вона виявляє та формалізує межі виникнення континууму фінансової стабільності (абсорбування незначних ДФСЕ та шоків), етапу наближення до межі фінансової нестабільності (суттєве накопичення ДФСЕ, абсорбування зростаючих ДФСЕ, формування умов для зростання рівня системних фінансових ризиків), континууму фінансової нестабільності (неможливість абсорбування ДФСЕ, матеріалізація системних фінансових ризиків), а також причини та катализатори виникнення дисбалансів на кожному етапі циклу. Практичні розрахунки на базі даної моделі для ФСЕ України показали, що природа формування ДФСЕ у вітчизняній економіці має ендогенно-кредитний характер. При надзвичайно високому рівні накопичених ДФСЕ, який мав місце в Україні в 2006–2008 рр., вітчизняний фінансовий ринок виявився не здатним абсорбувати шоки та самостійно забезпечити повернення до стану рівноваги, що фактично спростовує гіпотезу про справедливість теорії ефективних ринків та підтверджує справедливість “проциклічних” теорій, зокрема, теорії фінансової нестабільності Х. Мінські. Як видно з рис. 1б, динаміка співвідношення кредитів ФСЕ до ВВП у 1996–2012 рр. свідчить, що монетарне пом'якшення (шок) у 2000–2002 рр. (облікова ставка знизилася майже в 4 рази – з 27 % до 7 %) надало імпульс для збільшення темпів економічного зростання в Україні (про це свідчить зростання доходів у реальному секторі економіки України в 2001–2005 рр.). Однак починаючи з 2006 р., обсяги доходів у ФСЕ почали суттєво перевищувати їх у реальному секторі економіки, що сформувало умови для переходу ФСЕ у фазу буму та ейфорії, а відповідно – і виникнення ДФСЕ. Основними з цих умов автор вважає: неординарно високе зростання цін на нерухомість і фондових індексів, приплив у ФСЕ України короткострокового спекулятивного капіталу з міжнародних ринків, збільшення кредитів, наданих домогосподарствам в іноземній валюті, незабезпечені реальною продуктивністю економіки виплати населенню тощо.

Наведені автором положення розвивають теорії циклічного розвитку ФСЕ та розширяють горизонт наукових розробок у напрямку встановлення місця ДФСЕ в загальній системі понять досліджуваної проблематики. Запропоноване розуміння категоріальної сутності ДФСЕ формує підґрунтя для розвитку методології їх виявлення та оцінювання в Україні.

У другому розділі “**Розвиток методології виявлення та оцінювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України**” систематизовано світовий та вітчизняний досвід виявлення фінансових диспропорцій у розвитку економіки, розроблено науково-методичні засади поелементного та інтегрального оцінювання фінансової стійкості ФСЕ та ДФСЕ.

У роботі узагальнено інструментарій виявлення нестабільності у розвитку ФСЕ (зокрема, сигнальні, структурні методи та методи дискретного вибору), проаналізовано практичний досвід застосування індикаторів фінансових диспропорцій в різних країнах світу, обґрунтовано їх переваги та недоліки, а також можливості застосування для оцінювання ДФСЕ. Аналіз показав, що найбільш інформативними є індикатори, що базуються на кредитних агрегатах та цінах активів.

В Україні найбільшого поширення набули індикатори фінансової стійкості та стрес-тестування, але вони частково дублюють один одного, орієнтовані переважно на банки та не завжди відображають специфіку парабанківської системи, для розрахунку цілого ряду з них в Україні не сформована система підготовки статистичних даних, не формалізовано граничні значення тощо. Крім того, системи раннього оповіщення, які з успіхом можуть застосовуватися для оцінювання ризику втрати стійкості ФСЕ при зовнішніх збуреннях, не дозволяють отримати адекватні оцінки у тих випадках, коли ДФСЕ мають ендогенну природу. Здійснений автором аналіз функціонування ФСЕ України в докризовому та посткризовому періодах за всією сукупністю базових індикаторів фінансової стійкості, що застосовуються в практиці роботи вітчизняних регуляторів фінансового ринку, показав, що вони демонструють різновекторну динаміку, що ускладнює можливості виявлення загальної тенденції та обумовлює неузгодженість висновків.

З метою усунення вказаних недоліків автор пропонує як критерій ранньої діагностики загроз настання фінансових стресів використовувати інтегральний індикатор загроз втрати фінансової стійкості ФСЕ (*FSII*):

$$FSII = X_{B/FSA} FSI_B + X_{NBFI/FSA} (X_{I/NBFI} FSI_I + X_{CU/NBFI} FSI_{CU} + X_{PPF/NBFI} FSI_{PPF} + X_{FC/NBFI} FSI_{FC}), \quad (1)$$

де  $X_{B/FSA}$ ,  $X_{NBFI/FSA}$  – відповідно частки активів банків та небанківських фінансових інституцій у сукупних активах фінансових інституцій;  $X_{I/NBFI}$ ,  $X_{CU/NBFI}$ ,  $X_{PPF/NBFI}$ ,  $X_{FC/NBFI}$  – відповідно частки активів страхових компаній, кредитних спілок і ломбардів, недержавних пенсійних фондів та фінансових компаній у сукупних активах небанківських фінансових інституцій;  $FSI_B$ ,  $FSI_I$ ,  $FSI_{CU}$ ,  $FSI_{PPF}$ ,  $FSI_{FC}$  – відповідно індикатори фінансової стійкості банків, страхових компаній, кредитних спілок і ломбардів, недержавних пенсійних фондів та фінансових компаній.

Індикатори фінансової стійкості всіх фінансових інституцій запропоновано розраховувати методом головних компонент на основі узагальнення показників достатності капіталу, якості активів, ефективності, ліквідності та ризику. Позитивна динаміка цього індикатора свідчить про зменшення загального рівня фінансової стійкості ФСЕ. Практичні розрахунки щодо оцінювання загроз втрати фінансової стійкості в роботі здійснено для банківського сектора України. Так, застосування методу головних компонент для узагальнення щоквартальної динаміки цих показників для банків України за 2000–2013 рр. дозволило отримати наступну систему рівнянь:

$$\begin{cases} FSI_B = \phi_S PC_S + \phi_{PR} PC_{PR}, \\ PC_S = 0,28Z_{C/WA} + 0,27Z_{C1/WA} + 0,15Z_{M/I} + 0,31Z_{LA/SL}, \\ PC_{PR} = 0,23Z_{ROA} + 0,23Z_{ROE} + 0,31Z_{LA/A} - 0,34Z_{NC/C}, \end{cases} \quad (2)$$

де  $PC_S$  – головна компонента 1, що узагальнює динаміку платоспроможності та ліквідності банків України;  $PC_{PR}$  – головна компонента 2, що узагальнює динаміку прибутковості та ризику банків України;  $\phi_S, \phi_{PR}$  – факторні коефіцієнти головних компонент 1 та 2 відповідно (розраховується як відсоток від загальної дисперсії, яку пояснює кожна з головних компонент);  $Z_{C/WA}$  – стандартизоване значення відношення регулятивного капіталу банків до їх зважених за ризиком активів;  $Z_{CI/WA}$  – стандартизоване значення відношення регулятивного капіталу першого рівня до зважених за ризиком активів банків;  $Z_{M/I}$  – стандартизоване значення відношення процентної маржі банків до їх валового доходу;  $Z_{LA/SL}$  – стандартизоване значення відношення ліквідних активів банків до їх коротко-строкових зобов'язань;  $Z_{ROA}$  – стандартизоване значення норми прибутку на активи банків;  $Z_{ROE}$  – стандартизоване значення норми прибутку на капітал банків;  $Z_{LA/A}$  – стандартизоване значення відношення ліквідних активів банків до їх сукупних активів;  $Z_{NC/C}$  – стандартизоване значення відношення чистої відкритої валютної позиції банків до їх капіталу.

Як видно з формули (2), до головної компоненти 1 увійшли показники платоспроможності та ліквідності банків України, тобто моніторинг саме цих показників є пріоритетним в системі ранньої діагностики загроз виникнення дисбалансів у банківському секторі вітчизняної економіки.

Рівень фінансової стійкості ФСЕ в цілому суттєво залежить від узгодженого функціонування банківського та парабанківського секторів, їх взаємозалежності в процесі трансформації фінансових ресурсів в інвестиційний капітал, обсягів перетікання капіталу між ними тощо. Виходячи з цього, виникають так звані “міжсекторальні крос-ефекти” (ефект фінансової акселерації, ефект компенсації), які здійснюють суттєвий вплив на виникнення системної нестабільності у ФСЕ. В контексті оцінювання фінансової стійкості дані ефекти виявляються у наступному: 1) поява додаткових синергетичних ефектів/збитків (збільшення/зменшення загального рівня стійкості ФСЕ в цілому) при підвищенні/зменшенні рівнів фінансової стійкості обох секторів; 2) зменшення фінансової стійкості одного сектора може бути компенсоване її зростанням в іншому секторі (загальний рівень стійкості ФСЕ в цілому залишається незмінним). З метою врахування цих ефектів в процесі діагностики загроз виникнення нестабільності у ФСЕ автор пропонує розраховувати індекс дифузії фінансових шоків ( $IDFS_{FSE}$ ):

$$IDFS_{FSE} = K_T^{cikl} \sqrt{X_{B/FSA}^2 \sigma_B^2 + X_{NBFI/FSA}^2 \sigma_{NBFI}^2 + 2 \cdot X_{B/FSA} \cdot X_{NBFI/FSA} \cdot \rho_{B,NBFI} \cdot \sigma_B \cdot \sigma_{NBFI}} \quad (3)$$

де  $X_{B/FSA}, X_{NBFI/FSA}$  – відповідно частки активів банків та небанківських фінансових інституцій у сукупних активах фінансових інституцій;  $\rho_{B,NBFI}$  – коефіцієнт кореляції між індикаторами фінансової стійкості банківського сектора та сектора небанківських фінансових інституцій,  $\sigma_B, \sigma_{NBFI}$  – відповідно стандартні відхилення індикаторів фінансової стійкості банківського сектора та сектора небанківських фінансових інституцій;  $K_T^{cikl}$  – коефіцієнт, що враховує фазу циклу

розвитку ФСЕ (його значення є незначним на фазі континууму фінансової стабільності, підвищеним – на фазі наближення до межі фінансової нестабільності, високим – на фазі континууму фінансової нестабільності).

Підхід автора відрізняється від існуючих врахуванням: 1) міжсекторальних крос-ефектів; 2) різної ймовірності виникнення дисбалансів на різних фазах циклу розвитку ФСЕ; 3) структури ФСЕ за активами; 4) базових положень портфельної теорії при формалізації взаємозв'язків між факторами ризику.

З метою ранньої діагностики формування структурних диспропорцій у ФСЕ важливого значення набуває оцінювання не тільки його фінансової стійкості, а й безпосереднє вимірювання рівня накопичених у ньому дисбалансів.

У роботі запропоновано виокремлювати такі типи ДФСЕ: кредитний, стратегічної ліквідності, довгострокової ліквідності, валютний, боргового навантаження. Індикаторами для цих типів ДФСЕ автор пропонує вважати: для кредитного дисбалансу ( $K_C$ ) – відношення сукупного обсягу кредитування в економіці до величини ВВП; дисбалансу стратегічної ліквідності ( $K_L$ ) – обсягу кредитів (фінансових кредитів) та позик до залучених коштів; для дисбалансу довгострокової ліквідності ( $K_{LD}$ ) – обсягу довгострокових кредитів до довгострокових депозитів; валютного дисбалансу ( $K_{CU}$ ) – обсягу кредитів в іноземній валюті до депозитів в іноземній валюті; для дисбалансу боргового навантаження ( $K_{DB}$ ) – обсягу кредитів, наданих домогосподарствам, до рівня номінальних доходів населення. Висновки про наявність та рівень ДФСЕ за цими індикаторами запропоновано робити, виходячи з розрахунку відхилень ( $GAP$  – гепів) фактичних значень досліджуваних індикаторів від очікуваних та порівняння отриманих результатів з граничним значенням (табл. 2).

**Таблиця 2 – Індикатори ДФСЕ України за 2004–2012 рр., %**

Індикатор	Граничне значення (φ₀)	Роки									Роки, в яких мав місце ДФСЕ ( $GAP > \phi_0$ )
		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
$GAP(K_C)$	5	3	10	20	23	24	8	-12	-19	-20	2005-2009
$GAP(K_L)$	5	-2	0	14	16	28	16	-8	-14	-17	2006-2009
$GAP(K_{LD})$	5	15	36	29	26	59	194	-63	-109	-35	2004-2009
$GAP(K_{CU})$	5	-28	-10	18	48	51	-7	-37	-54	-31	2006-2008
$GAP(K_{DB})$	5	31	37	51	43	31	-5	-30	-35	-39	2004-2008
Індикатори, що свідчать про існування ДФСЕ ( $GAP > \phi_0$ )	$GAP_{LD}$ $GAP_{DB}$	$GAP_C$ $GAP_{LD}$ $GAP_{DB}$	Усі індикатори			$GAP_C$ , $GAP_L$ , $GAP_{LD}$	Жодного індикатора				

Результати розрахунків, представлені в табл. 2, дозволяють зробити висновок про існування в Україні в 2006–2008 рр. всіх типів ДФСЕ, а також відповідність динаміки зміни їх індикаторів реальним тенденціям у розвитку вітчизняного ФСЕ в цей період. Враховуючи це, дану систему індикаторів ДФСЕ автор рекомендує до використання в процесі пруденційного нагляду за ФСЕ України.

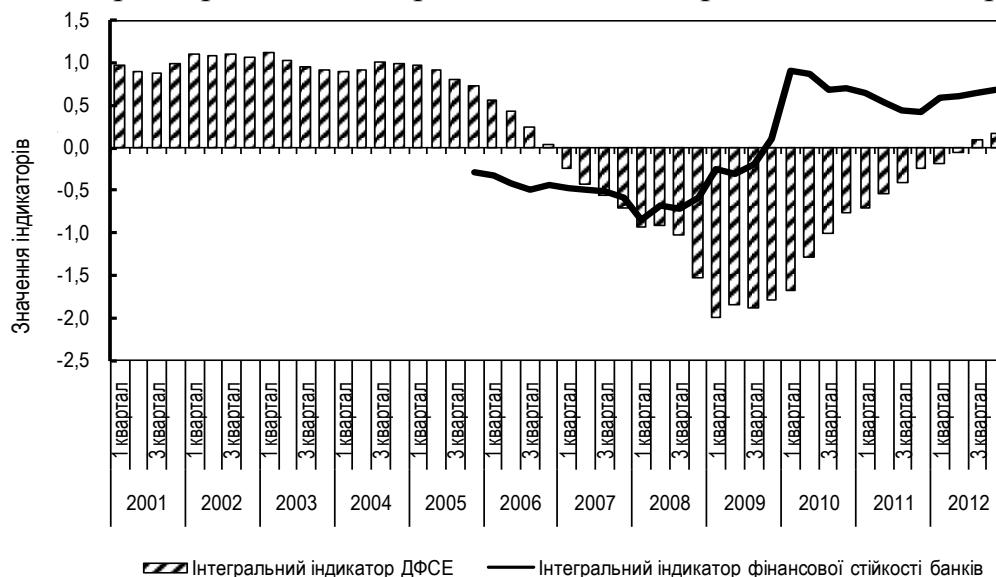
В контексті розробки загальних векторів реформування політики регулювання ФСЕ України на окремих стадіях циклу розвитку фінансових відносин,

виявлення причинно-наслідкових взаємозв'язків між загальним рівнем накопичених диспропорцій у ФСЕ та макроекономічною динамікою, інформативним є як поелементне, так і інтегральне оцінювання ДФСЕ. Автором запропоновано розраховувати інтегральний індикатор ДФСЕ (*IIFSI*):

$$IIFSI = -0,22Z_{K_C} - 0,23Z_{K_L} - 0,21Z_{K_{LD}} - 0,19Z_{K_{CU}} - 0,22Z_{K_{DB}}, \quad (4)$$

де  $Z_{K_C}, Z_{K_L}, Z_{K_{LD}}, Z_{K_{CU}}, Z_{K_{DB}}$  – стандартизовані значення індикаторів відповідних ДФСЕ. Вагові коефіцієнти отримано автором за результатами узагальнення статистичної інформації щодо розвитку ФСЕ України за 2001–2012 pp. та обробки даних методом головних компонент.

Графічно динаміку зміни індикатора загроз втрати фінансової стійкості банківського сектора України та інтегрального індикатора ДФСЕ демонструє рис. 2.



**Рисунок 2 – Динаміка зміни індикатора загроз втрати фінансової стійкості банківського сектора України (за 2005–2012 pp.) та інтегрального індикатора ДФСЕ України (за 2001–2012 pp.)**

Як видно з рис. 2, інтегральний індикатор ДФСЕ України має вищі прогностичні властивості, ніж індикатор загроз втрати фінансової стійкості ФСЕ, оскільки він значно раніше (з лагом у 3 роки) надав сигнали про накопичення у ФСЕ суттєвих диспропорцій, які збільшили експозицію ФСЕ до матеріалізації системних фінансових ризиків.

Розроблена система індикаторів складає наукове підґрунтя для виявлення та оцінювання ДФСЕ, фінансової стійкості ФСЕ до зовнішніх збурень та може бути використана для прогнозування впливу ДФСЕ на макроекономічну динаміку. Висновок автора про взаємозв'язки банківського та парабанківського секторів у процесі трансформації фінансових ресурсів в інвестиції обумовлює

необхідність диференціації інструментарію державного регулювання середовища фінансового посередництва в процесі пруденційного нагляду.

У третьому розділі “**Методологічні засади дослідження впливу дисбалансів у фінансовому секторі економіки на макроекономічну динаміку**” оцінено синхронність змін індикаторів розвитку ФСЕ та економіки в цілому; побудовано багатофакторну регресійну пробіт-модель для прогнозування ймовірності виникнення кредитного стиснення в економіці після кредитного буму; згруповано країни світу за рівнем експозиції їх економік до впливу зовнішніх шоків; розроблено індекс забезпеченості фінансування як індикатор виявлення потенціалу дестабілізації розвитку реального сектора економіки.

Проблема формування ДФСЕ не може розглядатися відокремлено від більш глобальної проблеми – відриву ФСЕ від реального сектора за темпами розвитку, обсягами операцій та функціональним навантаженням. В системі суспільного відтворення ФСЕ вже не тільки виконує обслуговуючу інфраструктурну функцію, а поступово перетворюється в самодостатню підсистему економіки, в основу функціонування якої покладено спекулятивні економічні інтереси.

Враховуючи високий рівень дифузії дестабілізуючих шоків між фінансовим та реальним секторами економіки, особливої актуальності набуває дослідження впливу ДФСЕ на макроекономічну динаміку, формалізація умов, за яких кредитну експансію можна вважати стимулом або загрозою для стабільного функціонування національної економіки. В контексті вирішення цієї проблеми в роботі досліджено синхронність коливань окремих показників розвитку ФСЕ (обсягу кредитів в економіку, фондовых індексів, грошової маси (M2)) та індикатора економічного зростання (реального ВВП). Таке дослідження здійснено автором для трьох етапів циклу розвитку ФСЕ України: 1) 2000–2005 pp., коли були відсутні суттєві ДФСЕ; 2) 2006–2008 pp., коли у ФСЕ вже були сформовані суттєві дисбаланси; 3) 2009–2011 pp., коли рівень ДФСЕ зменшився. Результати розрахунку попарних коефіцієнтів конкордації наведено у табл. 3 (якщо значення цих коефіцієнтів конкордації менше 0,5, то рівень синхронності коливань вважається незначним).

**Таблиця 3 – Коефіцієнти конкордації між показниками розвитку ФСЕ та реальним ВВП в Україні за 2000–2011 pp.**

Показники, синхронність коливань яких досліджується	Періоди		
	2000–2005 pp.	2006–2008 pp.	2009–2011 pp.
<i>Дослідження синхронності коливань показників розвитку ФСЕ та реального ВВП</i>			
Кредити – Реальний ВВП	0,65	0,42	0,50
Фондовий індекс – Реальний ВВП	0,39	0,58	0,81
Грошова маса (M2) – Реальний ВВП	0,71	0,50	0,58
<i>Дослідження синхронності коливань окремих показників розвитку ФСЕ</i>			
Кредити – Фондовий індекс	0,45	0,67	0,42
Кредити – Грошова маса (M2)	0,44	0,58	0,58
Фондовий індекс – Грошова маса (M2)	0,44	0,58	0,67

Аналіз даних, наведених у табл. 3, дозволив зробити наступні висновки:

1. У період 2000–2005 рр. (континуум фінансової стабільності) зміни у реальному ВВП України відбувалися синхронно із обсягами кредитної експансії та грошової маси (коєфіцієнти конкордації склали 0,65 та 0,71 відповідно), тоді як синхронність між динамікою фондового індексу та реальним ВВП була значно меншою (коєфіцієнт конкордації склав 0,39). Трансформаційні зміни у ФСЕ давали позитивні імпульси для розвитку реального сектора економіки України.

2. У період 2006–2008 рр. (наближення до межі фінансової стабільності) неординарне зростання кредитної експансії відбувалося у відриві від тенденцій економічного розвитку країни (коєфіцієнт конкордації склав 0,42), що підвищувало експозицію ФСЕ до матеріалізації системних фінансових ризиків під впливом зовнішніх шоків.

3. У період 2009–2011 рр. (континуум фінансової нестабільності) рівень синхронності між коливаннями реального ВВП, з одного боку, та фондovим індексом та грошовою масою, з іншого, був значним (коєфіцієнти конкордації склали 0,81 та 0,67 відповідно), а між реальним ВВП та кредитуванням – так і не досяг рівня 2000–2005 рр. Це свідчить, по-перше, про високу чутливість фондового ринку до змін у розвитку реального сектора економіки, по-друге – про те, що для відновлення кредитного ринку в післякризовий період потрібен більш тривалий час.

Таким чином, на фазі зростання економіки кредитна експансія, що супроводжується позитивними зрушеннями у реальному секторі економіки, посилює темпи економічного зростання. В той ж час на фазі уповільнення та/або спаду темпів макроекономічної динаміки розширення кредитування здійснюється переважно на спекулятивній основі, що призводить до виникнення ДФСЕ, а в умовах кредитного стиснення – до збільшення темпів спаду розвитку економіки.

Після періоду кредитного бума (занадто високі темпи зростання обсягів кредитування в економіці, виникнення так званих “кредитних бульбашок”) закономірно настає період кредитного стиснення, тобто суттевого зменшення обсягів кредитування. Автором доведено, що чим більшими є масштаби кредитного бума, тим скоріше і в більших масштабах відбудеться кредитне стиснення. Виходячи з цього, окрему наукову задачу становить завчасне прогнозування ймовірності виникнення кредитного стиснення в економіці, що набуває особливої актуальності для країн, фінансові ринки яких ще знаходяться на стадії розвитку (зокрема, України та інших країн СНД). Для вирішення цієї задачі автором розроблено багатофакторну регресійну пробіт-модель:

$$\begin{cases} Pr(y_t = 1/x_{t-2}) = \Phi\left(-1,6 + 8,6 \times \left(\frac{C}{GDP}\right)_{t-2} \times CB_{t-2}\right); \\ CB_{t-2} = \begin{cases} 1, if \ gap\left(\frac{C}{GDP}\right)_{t-2} \geq 0,195 \\ 0, otherwise \end{cases} \end{cases} \quad (5)$$

де  $Pr(y_t = 1/x_{t-2})$  – апостеріорна ймовірність настання несприятливої події  $y_t$  (кредитного стиснення) за умови настання за 2 роки до цього події  $x_{t-2}$  (кредитний бум та кредитна експансія);  $y_t$  – бінарна змінна, що приймає значення 0 або 1 (відсутність/наявність кредитного стиснення);  $\Phi$  – інтегральна функція нормального розподілу;  $(C/GDP)_{t-2}$  – відношення кредитів в економіку до ВВП (розраховується з лагом у 2 роки до моменту початку кредитного стиснення);  $CB_{t-2}$  – бінарна змінна, що приймає значення 0 або 1 (відсутність/наявність кредитного буму) (розраховується з лагом у 2 роки до моменту початку кредитного стиснення);  $gap(C/GDP)_{t-2}$  – відхилення розрахункового значення показника “Кредити/ВВП” від очікуваного (розраховується з лагом у 2 роки до моменту початку кредитного стиснення з використанням фільтру Ходріка-Прескотта).

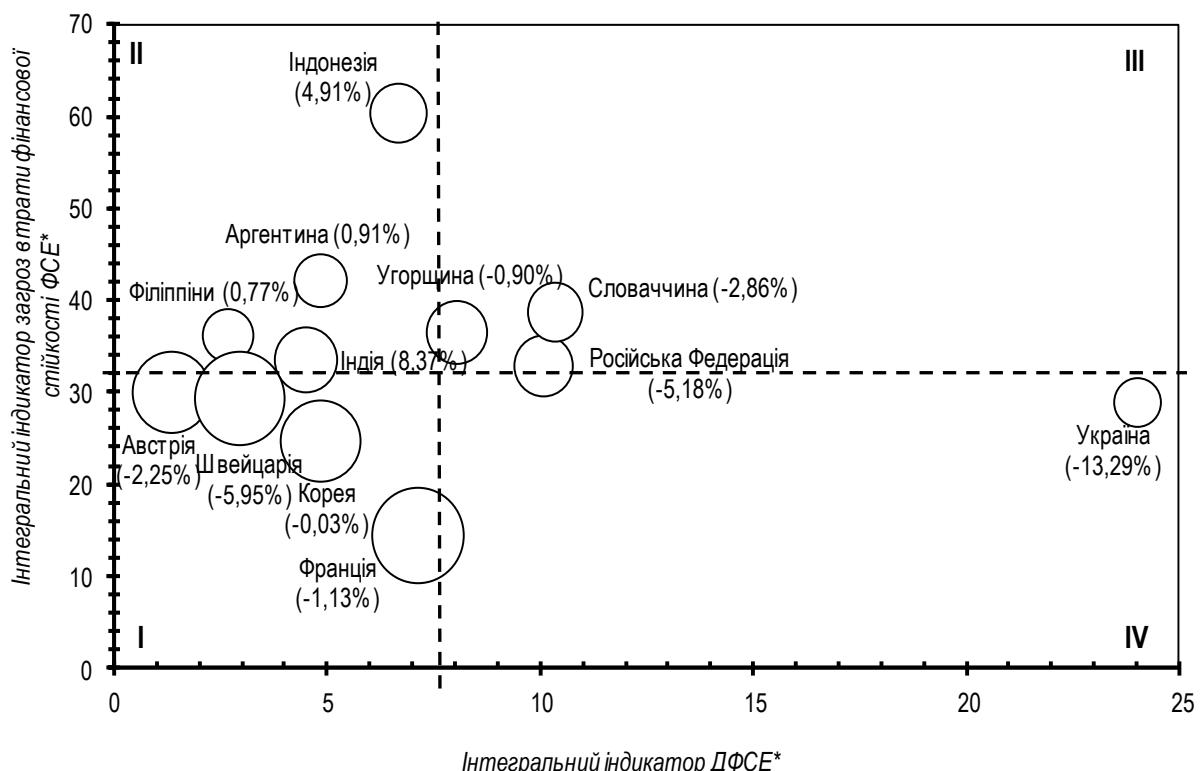
Інформаційною базою для побудови автором цієї пробіт-моделі стала консолідована статистична база даних щодо економічного розвитку країн СНД (за винятком Туркменістану через відсутність необхідних даних) за період 2007–2009 рр., оскільки саме в ці роки відбувалося формування, накопичення та матеріалізація ДФСЕ цих країн внаслідок світової фінансової кризи. Границє значення 0,195 для розрахунку  $gap(C/GDP)_{t-2}$  встановлено автором експліцитно за результатами досліджень кредитних циклів в економіці. Практичні розрахунки на основі цієї моделі показали, що ймовірність того, що через 2 роки після кредитного буму в країнах СНД (в тому числі і в Україні) може виникнути кредитне стиснення, є надзвичайно високою – близько 90 %. Враховуючи це, регулятори ФСЕ за 2–3 роки заздалегідь мають застосовувати превентивні заходи щодо недопущення “кредитного перегрівання” економіки з огляду на руйнівні наслідки кредитного стиснення для реального сектора економіки.

Вразливість економіки до впливу зовнішніх шоків залежить як від рівня стійкості ФСЕ та накопичених у ньому дисбалансів, так і від загального рівня розвитку економіки країни. Тому важливим науковим завданням є визначення співвідношень між макроекономічною динамікою та параметрами розвитку ФСЕ, досягнення яких забезпечувало б його стійкість до фінансових збурень.

Для вирішення цього завдання у роботі згруповано країни світу за рівнем експозиції їх економік до впливу зовнішніх дестабілізуючих чинників. Рис. 3 демонструє результати цього групування в координатах: “інтегральний індикатор загроз втрати фінансової стійкості ФСЕ” (по осі ординат); “інтегральний індикатор ДФСЕ” (по осі абсцис); “індекс фінансового розвитку країни” (діаметр кола, в дужках наведено зміни ВВП на душу населення у 2009 р.).

Як видно з рис. 3, такі країни як Філіппіни, Індія, Аргентина, Індонезія, рівень фінансової стійкості ФСЕ яких у докризовий період був достатньо високим, а кредитна експансія відбувалася відповідно до змін реального ВВП, не зазнали суттєвих спадів в економіці (zmіни реального ВВП позитивні), незважаючи на невисокий рівень розвитку фінансової системи в цих країнах порівняно з розвинутими економіками (Австрією, Швейцарією, Кореєю, Францією). Натомість Російська Федерація та Україна, які також поступаються іншим країнам вибірки

за рівнем розвитку фінансових систем, зазнали найбільших втрат під час фінансово-економічної кризи в 2008–2009 рр. в результаті надмірного зростання кредитування при невисокому рівні фінансової стійкості ФСЕ.



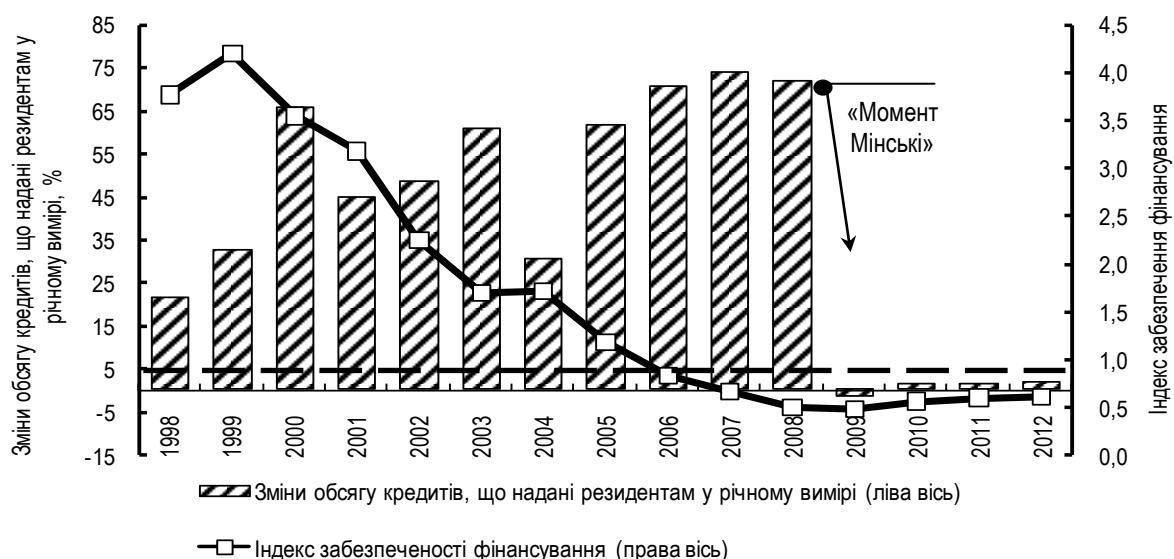
**Рисунок 3 – Результати групування країн світу за рівнем експозиції їх економік до впливу зовнішніх дестабілізуючих чинників за 2007–2009 рр.\***

\*Внаслідок непорівнянності статистичних баз даних в різних країнах світу розрахунки здійснено на основі індикатора кредитних дисбалансів та індикатора стійкості банківського сектора, що не змінює загальних висновків, оскільки рівень кореляції між ними та відповідними індикаторами для ФСЕ в цілому є дуже високим

Дослідження впливу ДФСЕ на макроекономічну динаміку потребує формалізації індикаторів, які б визначали потенціал дестабілізації розвитку реального (нефінансового) сектора економіки. В ролі такого індикатора автор пропонує використовувати індекс забезпеченості фінансування та розраховувати його як відношення валового операційного прибутку нефінансових корпорацій та домогосподарств-підприємців до загального обсягу накопиченої в економіці кредитної заборгованості. Зниження даного індексу до значення менше одиниці свідчить про накопичення в економіці критичного обсягу кредитної заборгованості, на обслуговування якого вже не вистачає операційного прибутку реального сектора, виходячи з чого економіка стає більш вразливою до зміни процентних ставок (відповідно до постулатів теорії фінансової нестабільності Х. Мінські). На рис. 4 представлена динаміка даного індексу для України за 1998–2012 рр.

Аналіз даних рис. 4 свідчить, що починаючи з 2006 р., сукупний кредитний борг, накопичений в економіці України, перевищив валовий операційний прибуток нефінансових корпорацій та домогосподарств-підприємців більше ніж на

20 %, а у 2009 р. цей розрив склав майже 50 %. Така динаміка свідчить про накопичення критичного рівня заборгованості (дисбалансів), незабезпеченого зростанням операційного прибутку в реальному секторі економіки, що надалі посилило флуктуацію темпів економічного розвитку України.



**Рисунок 4 – Динаміка обсягів кредитування та індексу забезпеченості фінансування в економіці України за 1998–2012 рр.**

Результати емпіричного дослідження залежностей між динамікою ДФСЕ та флуктуаціями індикаторів економічного зростання формують наукове підґрунтя узгодження економічних інтересів держави та інституцій ФСЕ в процесі суспільних перерозподільних відносин.

У четвертому розділі **“Концептуальні засади регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України”** узагальнено світовий та вітчизняний досвід регулювання фінансових диспропорцій (щодо політики, інструментів, організаційних моделей); обґрунтовано можливості та обмеження при комплементарній взаємодії або незалежному застосуванні монетарної та макропруденційної політик регулювання ДФСЕ.

У роботі узагальнено світовий та вітчизняний досвід регулювання нестабільності у ФСЕ залежно від типу політики (монетарна, макропруденційна, мікропруденційна), інструментів їх імплементації (облікова ставка, контрциклічний буфер капіталу тощо) та організаційних моделей (традиційна секторна модель, модель “Twin Peaks”, модель єдиного мегарегулятора тощо).

Досвід подолання негативних наслідків світової фінансово-економічної кризи 2007–2008 рр. в різних країнах світу довів, що мікропруденційний нагляд за інституціями ФСЕ не завжди є результативним, оскільки залишає поза увагою ендогенне накопичення ДФСЕ, що посилює та збільшує зростання системних фінансових ризиків та збільшує експозицію ФСЕ до їх матеріалізації під впливом зовнішніх збурень. Регулювання ДФСЕ із застосуванням лише

монетарних інструментів дозволяє впливати на вартість кредитних коштів, ціни активів, на зміни в прийнятті ризику економічними агентами на різних фазах циклу розвитку ФСЕ. Проте головною метою монетарної політики залишається досягнення стабільності цін, а не фінансової стабільності в економіці. Тому за певних умов цінової динаміки (наприклад, при невисокому рівні споживчої інфляції та формуванні “цінових бульбашок”) інструментарій монетарної політики не дозволяє згладити фінансові диспропорції, досягти одночасно як цінової, так і фінансової стабільності в економіці. Застосування макропруденційних інструментів дозволяє своєчасно впливати на причини накопичення системних фінансових ризиків у ФСЕ, але, у той же час, вони можуть негативно впливати на рівень економічного зростання. Саме тому важливим науковим завданням є обґрунтування можливостей комплементарної взаємодії монетарних та макропруденційних інструментів регулювання ДФСЕ з урахуванням циклів розвитку ФСЕ та досягнутого рівня інфляції (рис. 5).

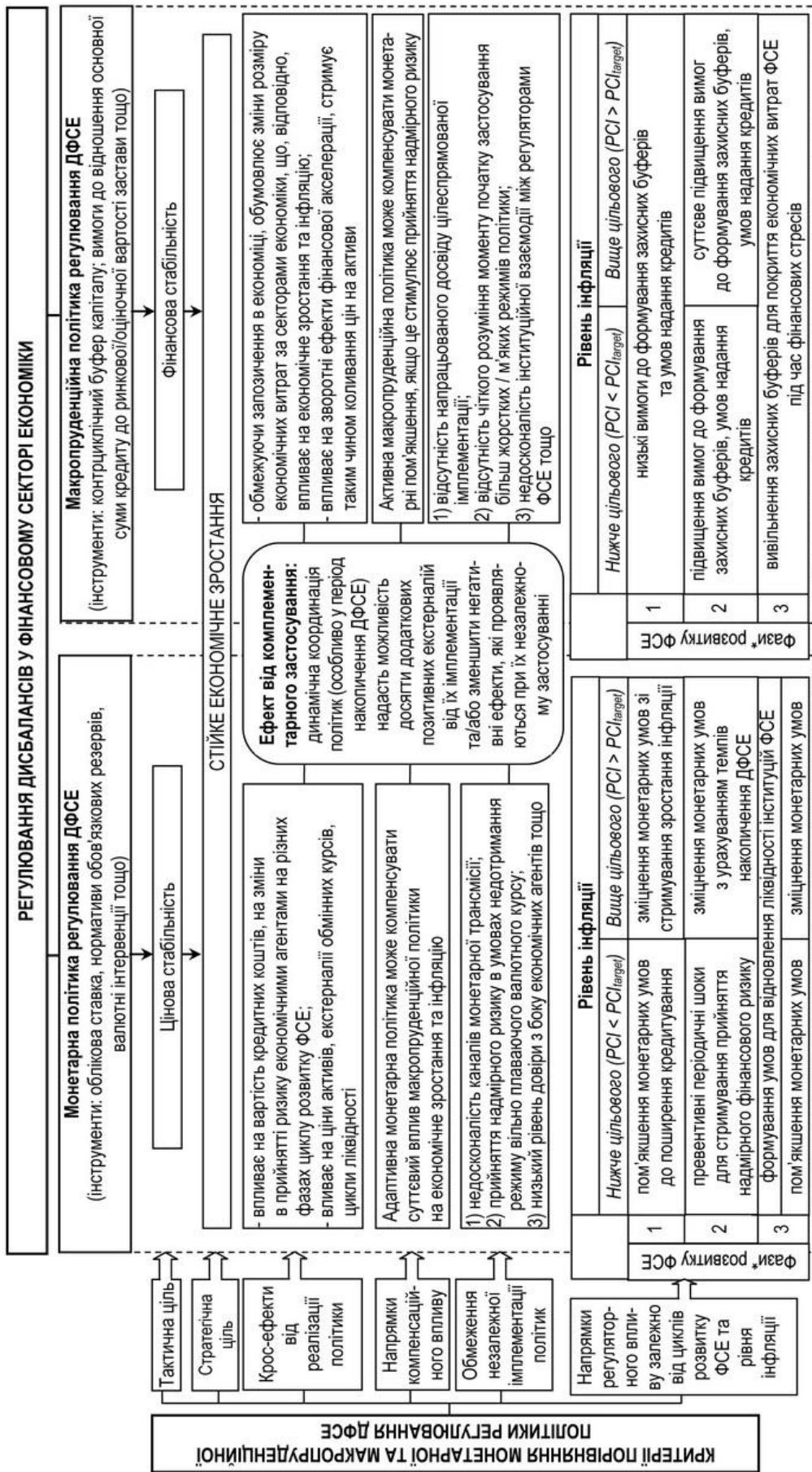
Як видно з рис. 5, автор обґрунтував напрямки координації монетарної та макропруденційної політики залежно від фаз циклу розвитку ФСЕ та рівня інфляції, зокрема:

1) на першій фазі циклу розвитку ФСЕ (континуум фінансової стабільності) головним завданням державних регуляторів є стимулювання зростання економіки шляхом продуктування позитивних шоків, пом'якшення монетарних умов, тому на цьому етапі монетарні та макропруденційні інструменти можуть застосовуватися незалежно один від одного;

2) на другій фазі циклу розвитку ФСЕ (наближення до межі фінансової нестабільності) монетарні та макропруденційні інструменти повинні застосовуватися консолідовани, навіть в умовах низької інфляції, оскільки в середньо- та довгостроковому періоді ДФСЕ можуть стимулювати зростання цін, а в періоди фінансових стресів досить часто відбуваються дефляційні процеси;

3) на третьій фазі циклу розвитку ФСЕ (континуум фінансової нестабільності) захисні буфери, які були сформовані на попередній фазі за макропруденційними інструментами, застосовуються для компенсації втрат від матеріалізації системних фінансових ризиків. Якщо під час фінансового стресу на тлі падіння макроекономічної динаміки відбуваються дефляційні процеси, то виникає необхідність поступового пом'якшення монетарних умов, що є важливою умовою для відтворення економічного зростання.

В Україні в 2006–2008 рр. основну загрозу складали фінансові диспропорції на кредитному ринку, які сприяли збільшенню системних фінансових ризиків у масштабах всієї банківської системи. У цей період НБУ реалізовував проциклічну монетарну політику та використовував монетарні інструменти (процентні ставки, обмінний курс, емісійні й мобілізаційні механізми) на підтримку валютно-курсової та цінової стабільності. Так, наприклад, в умовах зростання в 2006–2007 рр. рівня інфляції (з 11,6 до 16,6 %), грошової маси (з 34,5 до 51,7 %) і реального обмінного валутного курсу (зі 110,7 до 112,2 %), облікова ставка НБУ знизилася с 8,5 до 8 %.



**Рисунок 5 – Напрямки координації монетарної та макропруденційної політики регулювання ДФСЕ\***

\* Перша фаза ( $gap//FSI < 5\%$ ), друга фаза ( $gap//FSI > 5\%$ ) та третя фаза ( $gap//FSI > 5\%$ ) розвитку ФСЕ, де  $gap//FSI$  – ген за інтегральним індикатором ДФСЕ, розрахований як відхилення поточного значення  $//FSI$  свого очікуваного значення (з застосуванням фільтру Ходрика-Прескотта);  $PCI$  – поточне (розрахункове) значення складових цін;  $PCI_{target}$  – цільове (таргетоване) значення індексу складових цін

Монетарна політика, що реалізовувалася НБУ в період накопичення ДФСЕ (2006–2008 рр.), виявилася недостатньо ефективною внаслідок об'єктивних обставин: 1) відсутності в Україні напрацьованої методології застосування макропруденційних інструментів поряд з монетарними; 2) неможливості за допомогою використання лише монетарних інструментів розв'язати комплексне завдання підтримання як цінової, так і фінансової стабільності; 3) недостатньої ефективності каналів монетарної трансмісії (це було пов'язано з: політичним впливом на рівень незалежності в прийнятті монетарних рішень НБУ; нерозвиненістю вітчизняного фінансового ринку; слабким зв'язком між процентною ставкою НБУ та ринковими відсотковими ставками; зниженням довіри населення до НБУ тощо). Формування та накопичення у ФСЕ України надлишкової ліквідності поряд з м'якими монетарними умовами привело до недооцінювання фінансових ризиків та індукувало накопичення ДФСЕ.

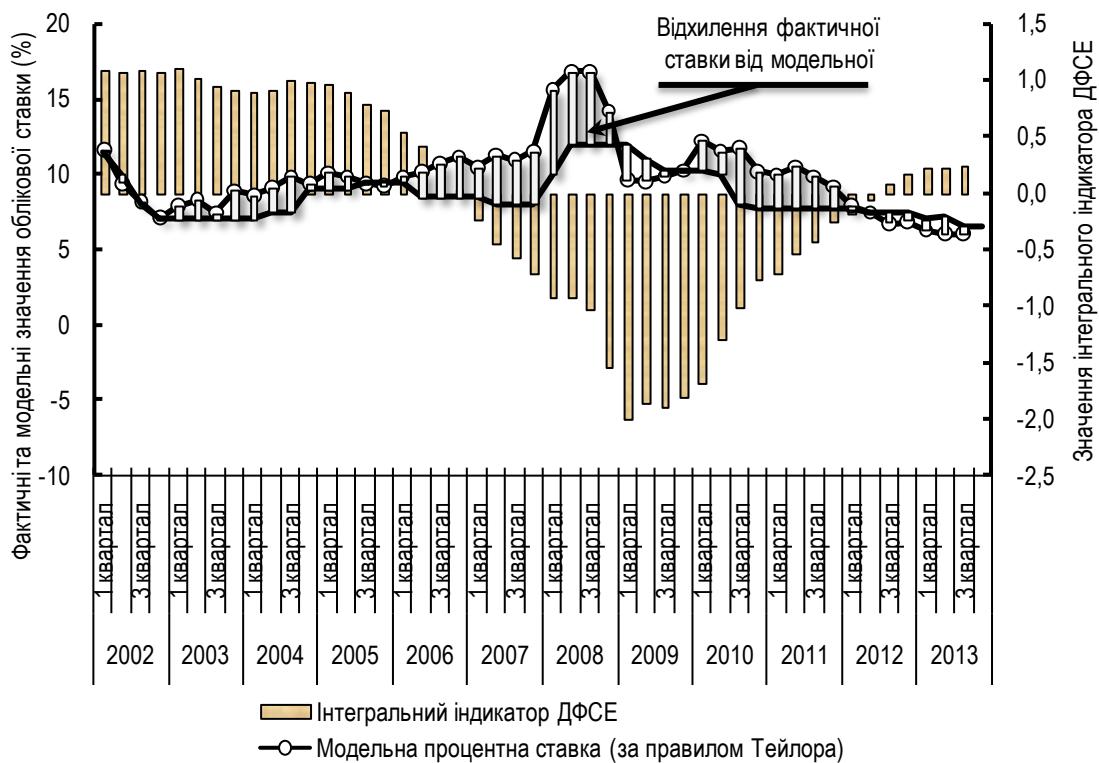
У роботі узагальнено зарубіжний досвід макропруденційного нагляду за ФСЕ на прикладі США та країн Євросоюзу, зокрема, щодо інституційного, організаційного та нормативно-правового забезпечення, а також обґрунтовано можливості його застосування в Україні. Перші кроки у напрямку узгодженого використання монетарного та макропруденційного інструментарію регулювання ДФСЕ в Україні вже зроблені, що виявилося, зокрема, в розширенні функцій НБУ (забезпечення не тільки цінової, а й фінансової стабільності банківської системи) та в змінах його організаційної структури (створення управління з питань фінансової стабільності).

Отримані автором результати формують методологічне підґрунтя для коригування стратегії державного регулювання ФСЕ в напрямку координації монетарної та макропруденційної політик, що забезпечить узгодження економічних інтересів учасників сучасних фінансових відносин в процесі трансформації акумульованих ресурсів в позичковий та інвестиційний капітал.

У п'ятому розділі “**Монетарні та макропруденційні інструменти регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України**” проаналізовано результативність монетарного регулювання з боку НБУ під час накопичення ДФСЕ; розроблено імпліцитне правило таргетування та правило формування/вивільнення контрциклічного буфера капіталу як основи для монетарного та макропруденційного регулювання ДФСЕ України відповідно.

У роботі узагальнено досвід реалізації НБУ монетарної політики в 2002–2013 рр., що дозволило дійти висновку, що в період суттєвого накопичення ДФСЕ (2006–2008 рр.) ефективність грошово-кредитної політики НБУ значно знизилася. Це було обумовлено як об'єктивними обставинами (зокрема, підвищеннем соціальних стандартів, яке було не підкріплено позитивними змінами в продуктивності праці, інфляцією пропозиції, неврожаями тощо), так і суб'єктивними причинами, зокрема, проциклічністю цієї політики, її нейтральністю та адаптивністю до зростаючих фінансових диспропорцій у ФСЕ України. Калібрування монетарних інструментів НБУ, що здійснювалося без урахування фази циклу розвитку ФСЕ, знизило можливості центрального банку

в досягненні поставлених цілей. Цей висновок зроблено автором на основі компаративного аналізу фактичних значень облікової ставки НБУ та її модельних значень, розрахованих за експліцитним правилом Тейлора (рис. 6).



**Рисунок 6 – Динаміка фактичної та модельної (за правилом Тейлора) ставок НБУ, а також інтегрального індикатора ДФСЕ в Україні в 2002–2013 рр.**

Як видно з рис. 6, в період 2006–2008 рр. в Україні мали місце суттєві та стійкі відхилення фактичної облікової ставки НБУ від її модельного значення, розрахованого за правилом Тейлора. За результатами кореляційного аналізу доведено, що динаміка модельної ставки значно більше, ніж фактичної облікової ставки НБУ, відповідає динаміці накопичення ДФСЕ (кофіцієнти кореляції між цими ставками та інтегральним індикатором ДФСЕ складають відповідно 0,78 та 0,00023). У той ж час при застосуванні експліцитного правила в процесі регулювання ФСЕ не враховуються ДФСЕ, які посилюють неординарне зростання цін на ринку нерухомості, фондовому ринку та обумовлюють збільшення волатильності облікової ставки.

З метою подолання цих недоліків виникає необхідність удосконалення методології формування монетарних правил регулювання ФСЕ. В роботі обґрунтовано необхідність переходу від застосування експліцитних правил (зокрема, правила Тейлора, МакКалума тощо) до імпліцитних правил таргетування, які дозволяють: 1) визначати проценту ставку шляхом моделювання взаємозв'язків між сукупним попитом і рівнем споживчої інфляції; 2) підвищити дискреційність у прийнятті рішень щодо вибору режиму монетарної політики.

Автором розроблено імпліцитне правило таргетування для економіки України, що дозволяє згладжувати фінансові цикли, ґрунтуючись на оцінюванні

статистичних взаємозв'язків між інтегральним індикатором ДФСЕ, таргетами НБУ (за інфляцією та ВВП) та монетарним інструментом (обліковою ставкою НБУ). Критерій оптимізації регуляторних рішень при таргетуванні автором визначено наступним чином:

$$L = \frac{1}{2} \sum_{t=1}^n \left( (\pi_t - \pi^*)^2 + (1 - \lambda) \cdot (y_t^{s.adj.} - y_t^{HP})^2 \right) \rightarrow \min, \quad (6)$$

де  $L$  – функція втрат, яка визначає сукупну величину відхилень фактичних значень досліджуваних параметрів від сезонно згладжених та цільових;  $t$  – період часу з щоквартальним розбиттям;  $\pi_t$  – фактичний рівень інфляції в період  $t$ ;  $\pi^*$  – цільовий (таргетований) рівень інфляції;  $y_t^{s.adj.}$  – сезонно згладжений реальний ВВП;  $y_t^{HP}$  – очікуваний рівень реального ВВП (розрахований з використанням статистичного фільтра Ходріка-Прескотта);  $n$  – періоди часу;  $\lambda$  – коефіцієнт “жорсткості” таргетування інфляції ( $\lambda \in [0;1]$ ).

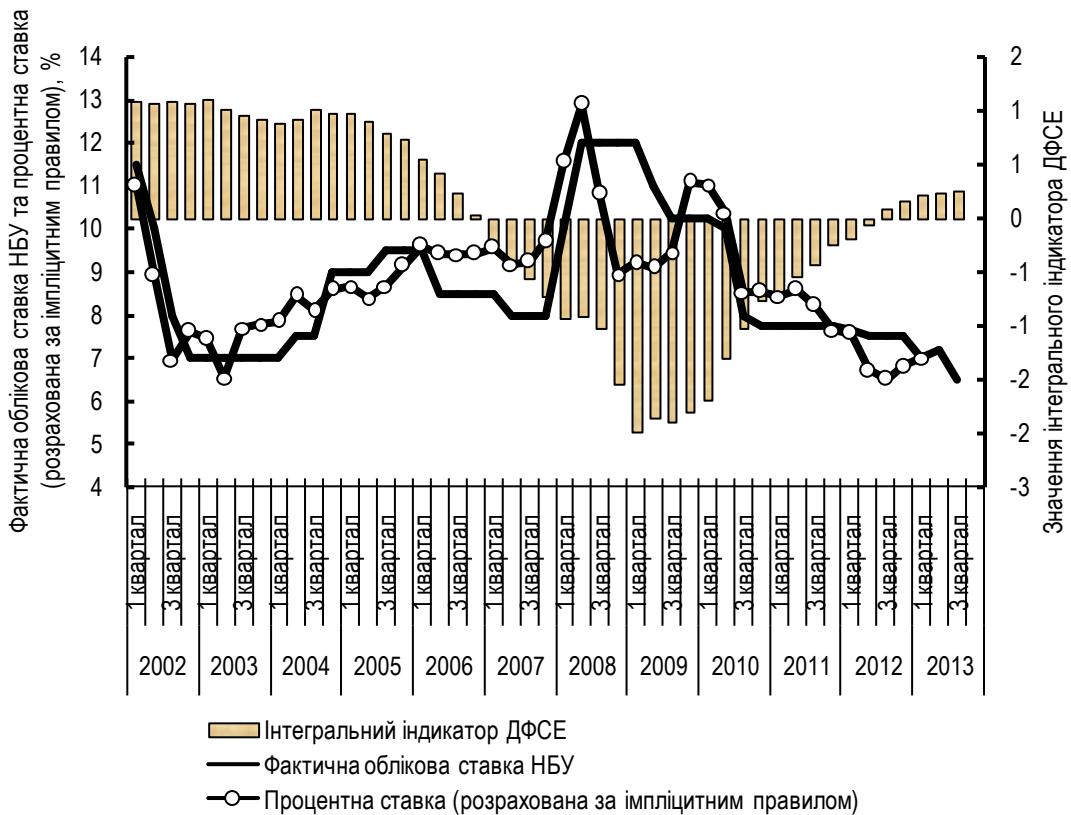
На основі узагальнення щоквартальних статистичних даних щодо функціонування ФСЕ у 2002–2012 рр. автором сформовано рівняння цільових параметрів таргетування для економіки України:

$$\begin{cases} \tilde{y}_t = 1,06\tilde{y}_{t-1} - 0,40\tilde{y}_{t-2} - 0,45 \cdot (i_t - \pi_{t+1}^*) - 6,46\Delta IIFS I_t \\ \pi_t = 0,91\pi_{t-1} + 0,09\pi_t^* + 0,26\tilde{y}_t - 10,43\tilde{q}_{t-1} + 7,05\Delta IIFS I_t \end{cases} \quad (7)$$

де  $t$  – період часу з щоквартальним розбиттям;  $\tilde{y}_t$ ,  $\tilde{y}_{t-1}$ ,  $\tilde{y}_{t-2}$  – відхилення реального ВВП від очікуваного значення (геп реального ВВП) в періоди  $t$ ,  $t-1$ ,  $t-2$  відповідно;  $i_t$  – облікова ставка;  $(i_t - \pi_{t+1}^*)$  – реальна процентна ставка (очищена від інфляції) в період  $t$ ;  $\pi_{t+1}^*$  – поточні (в період  $t$ ) очікування економічних агентів щодо рівня інфляції в періоді  $t+1$ ;  $\Delta IIFS I_t$  – щоквартальний темп приросту інтегрально-го індикатора ДФСЕ;  $\pi_t$ ,  $\pi_{t-1}$  – рівень інфляції в періодах  $t$  і  $t-1$ ;  $\tilde{q}_{t-1}$  – відхилення (геп) реального ефективного обмінного курсу від свого тренда в період  $t-1$ .

Побудовані рівняння таргетів можуть використовуватися в процесі калібрування монетарного інструментарію, оскільки вони мають високі прогностичні властивості (коефіцієнти детермінації для кожного із рівнянь системи (7) склали відповідно 0,78 та 0,85, виявлені взаємозв'язки є закономірними та статистично значимими). Врахування інтегрального індикатора ДФСЕ при формуванні монетарного правила дозволяє своєчасно враховувати негативні ефекти від накопичення фінансових диспропорцій, що виявляються у флюктуаціях рівня інфляції та реального ВВП. При практичному застосуванні зазначених рівнянь можливі їх модифікації шляхом розширення часових діапазонів за лаговими змінними (детермінантами кожного із рівнянь). Це обумовлено наявністю затримки у часі між зміною монетарного інструмента (облікової ставки) та результатом його впливу на розвиток грошового ринку.

Імпліцитне правило таргетування визначається шляхом пошуку розміру процентної ставки за системою рівнянь (7), яка мінімізувала б функцію втрат (6). Автором здійснено імітаційне моделювання впливу режимів таргетування (від “жорсткого” до “м’якого”) на результативність заходів монетарного регулювання в Україні за період 2002–2013 рр., що дозволило розрахувати значення процентної ставки відповідно до імпліцитного правила таргетування (рис. 7).



**Рисунок 7 – Динаміка облікової ставки НБУ, процентної ставки (розрахованої за імпліцитним правилом) та інтегрального індикатора ДФСЕ в Україні в 2002–2013 рр.**

Як видно з рис. 7, фактична облікова ставка НБУ була нейтральною (особливо, в 2006–2007 рр.) до формування ДФСЕ України та виявилася адаптивною до цінових диспропорцій, які поширювались в національній економіці (її зростання з 10 до 12 % відбулося лише в другому кварталі 2008 р.). З метою мінімізації відхилень рівня інфляції та реального ВВП від їх цільових значень облікова ставка повинна була підвищуватися в період накопичення суттєвих фінансових диспропорцій (2006–2007 рр.) та знижуватися під час фінансової кризи (2008–2009 рр.). Саме таку тенденцію відображає процентна ставка, яка розрахована автором на основі розробленого імпліцитного правила таргетування. Виходячи з цього, можна стверджувати, що вона має високий потенціал при реалізації контрциклічної грошово-кредитної політики НБУ.

На відміну від монетарних інструментів, макропруденційні інструменти (зокрема, контрциклічний буфер капіталу, вимоги щодо відношення основної суми кредиту до ринкової або оціночної вартості застави, податок за ризик

ліквідності тощо) дозволяють враховувати системний характер накопичення та дифузії фінансових диспропорцій.

На сьогодні в економічній літературі відсутній універсальний підхід до вибору правила використання макропруденційних динамічних інструментів. Зокрема, Базельський комітет з банківського нагляду запропонував регуляторам ФСЕ використовувати індикатор кредитних дисбалансів (відношення загальної суми кредитів, наданих в економіку, до ВВП) при формуванні контрциклічного буфера капіталу. Проте зазначений індикатор має обмеження при його практичному застосуванні, а саме: 1) є проциклічним (за умов зниження ВВП); 2) не відображає дисбаланси між залученими ресурсами та наданими кредитами (дисбаланси ліквідності); 3) не формалізовано межі діапазону його змін, які дозволяють визначити умови для резервування інституціями ФСЕ коштів під час кредитної експансії та їх вивільнення в період фінансових стресів.

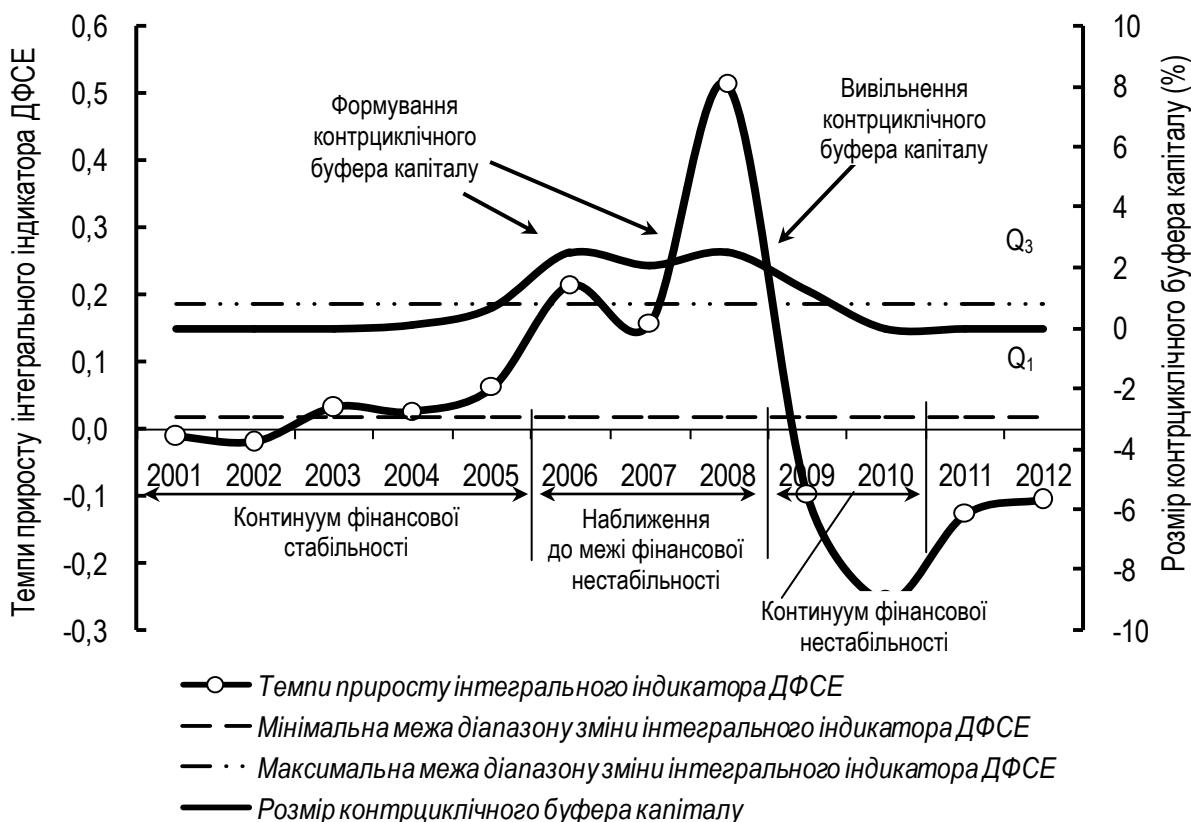
Виходячи з цього, автором розроблено наступне правило формування та вивільнення контрциклічного буфера капіталу:

$$\left\{ \begin{array}{l} b_t = b(\Delta IFSI_{t_{\text{зел.}}}) = \begin{cases} 0, & \text{if } \Delta IFSI_{t_{\text{зел.}}} < L \\ \frac{\Delta IFSI_{t_{\text{зел.}}} - L}{H - L} \cdot 2,5 & \text{if } L \leq \Delta IFSI_{t_{\text{зел.}}} \leq H \\ 2,5 & \text{if } H < \Delta IFSI_{t_{\text{зел.}}} \end{cases} \\ L = Q_1[\Delta IFSI_{t_{\text{зел.}}}] \\ H = Q_3[\Delta IFSI_{t_{\text{зел.}}}] \end{array} \right. \quad (8)$$

де  $t$  – період часу зі щорічним розбиттям;  $b_t$  – розмір контрциклічного буфера капіталу в процентному вимірі від зважених за ризиком активів інституції ФСЕ, що задіяні в процесі трансформації акумульованих фінансових ресурсів в позичковий та інвестиційний капітал;  $\Delta IFSI_{t_{\text{зел.}}}$  – приріст інтегрального індикатора ДФСЕ (згладжений у річному вимірі);  $Q_1$  – перша квартиль, що відображає четверту частину від всієї сукупності значень інтегрального індикатора ДФСЕ, упорядкованих за зростанням (найменші за величиною);  $L$  – мінімальна межа діапазону зміни інтегрального індикатора ДФСЕ (необхідність формування контрциклічного буфера капіталу відсутня; визначається апостеріорно), яка відповідає першій квартилі;  $Q_3$  – третя квартиль, що відображає три чверті від всієї сукупності значень інтегрального індикатора ДФСЕ, упорядкованих за зростанням (найвищі за величиною);  $H$  – максимальна межа діапазону зміни інтегрального індикатора ДФСЕ (формування контрциклічного буфера капіталу у повному розмірі; визначається апостеріорно), яка відповідає третій квартилі.

Підхід автора відрізняється від існуючих врахуванням: 1) виявлених ДФСЕ України; 2) різних типів фінансових диспропорцій в інтегральному індикаторі ДФСЕ, що робить правило формування та вивільнення контрциклічного буфера капіталу більш комплексним та менш проциклічним; 2) змін у фазах циклічного розвитку фінансових відносин в національній економіці.

Автором доведено, що в Україні активне формування контрциклічного буфера капіталу в ФСЕ повинно було відбуватися в період наближення ФСЕ до межі фінансової нестабільності (2006–2008 рр.), а його вивільнення – на фазі фінансової нестабільності (2009–2010 рр.), що дозволило б амортизувати кредитне стиснення у вітчизняній економіці (рис. 8).



**Рисунок 8 – Динаміка формування та вивільнення контрциклічного буфера капіталу в Україні в 2001–2012 рр.**

Таким чином, формалізоване макропруденційне правило формування та вивільнення контрциклічного буфера капіталу може бути покладено в основу реформування існуючої в Україні системи регулювання ФСЕ. Це дозволить підвищити рівень задоволення грошово-кредитних потреб суб'єктів суспільних перерозподільних відносин в умовах циклічного розвитку ФСЕ.

## ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне узагальнення і запропоновано нове вирішення наукової проблеми забезпечення умов фінансової стабільності у національній економіці шляхом розробки теоретико-методологічних засад виявлення, аналізу та регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України.

За результатами дослідження сформульовано наступні висновки:

1. Механізм адаптації ФСЕ до екзогенних та ендогенних шоків слід розглядати через процеси його самоорганізації та самоускладнення, ознаками яких є

розвиток фінансового інжинірингу, конвергенції фінансових послуг/ринків, які, з одного боку, є ключовими драйверами адаптації ФСЕ до зовнішніх та внутрішніх збурень, а з іншого – каталізаторами поширення можливих диспропорцій у процесі розвитку ФСЕ, що робить його менш еластичним до регулятивних заходів.

2. Систематизацію наукових поглядів на детермінанти та економічну природу виникнення нестабільності у ФСЕ доцільно проводити залежно від трактування її природи, джерел виникнення та причин проциклічності у розвитку ФСЕ, цілісності опису механізму нестабільності та врахування асиметрії інформації на фінансових ринках. Це дає можливість виокремити прототеорії (закладають основи для розуміння економічної природи проциклічності ФСЕ), проциклічні теорії (описують механізм ендогенного накопичення диспропорцій у ФСЕ), теорії недосконалості інформації (розвивають екзогенну природу фінансової нестабільності), а також стверджувати про генезис наукової думки від прототеорій через проциклічні теорії недосконалості інформації.

3. ДФСЕ слід трактувати як обумовлену екзогенними (регуляторними, технологічними, ринковими тощо) та/або ендогенними (процесами самоорганізації та самоускладнення ФСЕ) імпульсами диспропорцію щодо обсягів, термінів, джерел залучення/розміщення фінансових ресурсів, що призводить до спекулятивного зростання цін активів та рівня системних фінансових ризиків. За своїм економічним змістом ДФСЕ відрізняються від фінансових дисбалансів за сферою виникнення, врахуванням цінових диспропорцій, інструментарієм зменшення.

4. В процесі циклічного розвитку ФСЕ він послідовно проходить фази, на кожній з яких агентами ФСЕ змінюється сприйняття фінансового ризику: на фазі континууму фінансової стабільності (відсутність ДФСЕ) – ризики переоцінені, на фазі наближення до межі фінансової нестабільності (накопичення суттєвих ДФСЕ) – ризики недооцінені, на фазі континууму фінансової нестабільності (зниження ДФСЕ) – ризики знову переоцінені. На основі запропонованої дескриптивної моделі та за аналізом співвідношення кредитів ФСЕ до ВВП ці фази формалізовані для економіки України, що підтвердило ендогенно-кредитну природу формування ДФСЕ України.

5. З метою застосування в межах пруденційного нагляду за ФСЕ запропоновано використовувати інтегральний індикатор ДФСЕ, який, базуючись на методі головних компонент, узагальнює кількісні оцінки основних типів дисбалансів (кредитного дисбалансу, дисбалансів стратегічної, довгострокової ліквідності, валютного дисбалансу, дисбалансу боргового навантаження). Розрахунок цього індикатора для України за 2001–2012 рр. підтвердив суттєве зростання ДФСЕ, починаючи з 2006 р., найбільший їх рівень був у 2009 р., а зниження – у 2010–2011 рр.

6. Діагностика впливу ДФСЕ на рівень розвитку реального сектора економіки може здійснюватися із застосуванням індексу забезпеченості фінансування, який розраховується як відношення валового операційного прибутку нефінансових корпорацій та домогосподарств-підприємців до загального обсягу накопиченої в економіці кредитної заборгованості. Його розрахунок для України

показав, що протягом 1998–2005 рр. рівень забезпеченості сукупного боргу в національній економіці поступово знижувався, починаючи з 2006 р. сукупний кредитний борг перевищив валовий операційний прибуток реального сектора економіки на понад 20 %, а у 2009 р. цей розрив склав майже 50 %. Тобто у 2006–2009 рр. у секторі нефінансових корпорацій рівень заборгованості був критичним, що надалі, під час фінансового стресу, посилило флюктуацію темпів економічного розвитку України.

7. З метою ранньої діагностики загроз втрати фінансової стійкості ФСЕ запропоновано розраховувати інтегральний індикатор, який базується на використанні методу головних компонент та узагальнює показники діяльності інституцій ФСЕ (зокрема, показники достатності капіталу, якості активів, ефективності, ліквідності та ризику). Розрахунок цього індикатора для банків України за 2005–20012 рр. свідчить, що моніторинг показників платоспроможності та ліквідності банків України є пріоритетним в системі ранньої діагностики загроз виникнення дисбалансів у банківському секторі вітчизняної економіки.

8. У процесі оцінювання ДФСЕ доцільним є врахування міжсекторальних взаємозв'язків між банківським та парабанківським секторами економіки. Базуючись на інтегральних оцінках фінансової стійкості цих секторів, запропоновано розраховувати індекс дифузії фінансових шоків, який враховує: крос-ефекти перетікання капіталу між банківським та парабанківським секторами; різну ймовірність виникнення дисбалансів на різних фазах циклу розвитку ФСЕ; структуру ФСЕ за активами, та побудований із використанням базових положень портфельної теорії при формалізації взаємозв'язків між факторами ризику.

9. Оцінку вразливості національної економіки до впливу зовнішніх шоків, які призводять до поширення дестабілізаційних процесів у ФСЕ, запропоновано доповнити аналізом співвідношень динаміки інтегрального індикатора загроз втрати фінансової стійкості ФСЕ, інтегрального індикатора ДФСЕ та змін в індексі фінансового розвитку країни. Результати аналізу економік 12 країн світу за 2007–2009 рр. показали, що країни, рівень фінансової стійкості ФСЕ яких у докризовий період був достатньо високим, а кредитна експансія відбувалася відповідно до змін реального ВВП (наприклад, Філіппіни, Індія, Аргентина, Індонезія) не зазнали суттєвих спадів в економіці, незважаючи на невисокий рівень розвитку фінансової системи в цих країнах. Натомість Російська Федерація та Україна, які також поступаються іншим країнам за рівнем розвитку фінансових систем, зазнали найзначніших втрат під час фінансово-економічної кризи в 2008–2009 рр. в результаті надмірного зростання кредитування при невисокому рівні фінансової стійкості ФСЕ.

10. Оцінювання ймовірності кредитного стиснення на основі побудови багатофакторної регресійної пробіт-моделі (за даними консолідований статистики щодо економічного розвитку країн СНД за 2007–2009 рр.) дало можливість стверджувати, що країна має високу експозицію до суттєвого скорочення кредитної пропозиції, якщо вона не має розвинутих фінансових ринків і за невеликий період

часу в її економіці формуються кредитні буми (“кредитні бульбашки”). Зокрема, ця ймовірність для країн СНД виявилася занадто високою: через 2 роки після кредитного буму кредитного стиснення зазнало 90 % проаналізованих країн.

11. Фінансалізація сучасних економічних відносин вимагає більшої уваги щодо рівня дифузії дестабілізуючих шоків ФСЕ України до реального сектора економіки. Оцінювання синхронності коливань окремих показників розвитку ФСЕ (обсягу кредитів в економіку, фондових індексів, грошової маси ( $M_2$ )) та індикатора економічного зростання (реального ВВП) дозволили кількісно довести: на фазі зростання економіки кредитна експансія (2002–2005 рр.), що супроводжувалася позитивними зрушеннями у реальному секторі економіки, посилювала темпи економічного зростання (коєфіцієнт конкордації між кредитуванням та реальним ВВП склав майже 0,65). На фазі уповільнення та/або спаду темпів макроекономічної динаміки стійкі темпи розширення кредитування здійснювалися переважно на спекулятивній основі (зокрема, у 2006–2008 рр. коєфіцієнт конкордації між кредитуванням та реальним ВВП склав уже 0,42), що призвело до виникнення ДФСЕ, а надалі, в умовах кредитного стиснення – до збільшення темпів спаду розвитку економіки.

12. Ефективне регулювання ДФСЕ базується на гармонійному поєднанні монетарних та макропруденційних інструментів, тактика застосування яких повинна враховувати фази циклу розвитку ФСЕ та рівня інфляції. Зокрема, в умовах наближення ФСЕ до межі фінансової нестабільності (інтегральний показник ДФСЕ нелінійно зростає) монетарні та макропруденційні інструменти повинні застосовуватися консолідовани, навіть в умовах низької інфляції, оскільки в середньо- та довгостроковому періоді ДФСЕ можуть стимулювати зростання цін, а в періоди фінансових стресів досить часто відбуваються дефляційні процеси.

13. При здійсненні монетарної політики слід обрати стратегію поступового переходу від застосування експліцитних правил таргетування до імпліцитних правил, що на відміну від існуючих експліцитних (інструментальних) правил, базується на встановленні статистичних взаємозв'язків між інтегральним показником ДФСЕ, цілями НБУ та монетарним інструментом. На основі апробації даного підходу на прикладі ФСЕ України (за 2002–2012 рр.) встановлено, що запропоноване правило має високі прогностичні властивості, зокрема, стандартне відхилення інтегрального індикатора ДФСЕ пояснює 22 % від загального рівня флюктуації споживчої інфляції та майже 35 % – від флюктуацій реального ВВП.

14. При реалізації макропруденційної політики в Україні слід використовувати контрциклічний буфер капіталу залежно від змін відповідних фаз циклічного розвитку фінансових відносин. Аналіз економіки України (за 2002–2012 рр.) показав, що формування контрциклічного буфера капіталу повинно було здійснюватися пропорційно накопиченню ДФСЕ (розрахункова база для розрахунку – інтегральний показник ДФСЕ), починаючи з 2005 р. по 2008 р., а його вивільнення – під час фінансового стресу (з кінця 2008 року до початку 2010 року).

## СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ

### *Монографії*

1. Луняков О. В. Дисбалансы в финансовом секторе экономики: сущность и инструменты регулирования: монография / О. В. Луняков. – Севастополь: Рибэст, 2013. – 416 с. (18,10 друк. арк.).
2. Луняков О.В. Регулювання фінансового сектора економіки України / О. В. Луняков // Фінансово-кредитний механізм соціально-економічного розвитку країни : монографія / за заг. ред. д.е.н., професора Коровінової З. П., к.е.н., доц. Храпкіної В. В.; Макіївський економ.-гуманіт. ін.-т. – Донецьк : Видавець Дмитренко Л. Р., 2013. – С. 94–99 (0,39 друк. арк.).
3. Єпіфанов А. О. Економічна природа банківських ризиків / А. О. Єпіфанов, О. В. Луняков // Управління ризиками банків : монографія у 2 томах. Т. 1: Управління ризиками базових банківських операцій / [А. О. Єпіфанов, Т. А. Васильєва, С. М. Козьменко та ін.] / за ред. д-ра екон. наук, проф. А. О. Єпіфанова і д-ра екон. наук, проф. Т. А. Васильєвої. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2012. – С. 9–25 (1,01 друк. арк.). Особистий внесок: узагальнено методологічну базу дослідження фінансових ризиків (0,92 друк. арк.).
4. Луняков О. В. Особливості прояву ризику втрати платоспроможності банку та управління ним у посткризових умовах / О. В. Луняков, Я. О. Піонтковська // Управління ризиками банків: монографія у 2 томах. Т. 2: Управління ринковими ризиками та ризиками системних характеристик / за ред. д-ра екон. наук, проф. А. О. Єпіфанова і д-ра екон. наук, проф. Т. А. Васильєвої. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2012. – С. 195–201 (0,13 друк. арк.). Особистий внесок: досліджено проблеми зменшення платоспроможності фінансових посередників (зокрема, банків) в умовах подолання наслідків ДФСЕ (0,07 друк. арк.).

### *Статті у наукових фахових виданнях*

5. Vasilyeva T. A. Analysis of endogenous and external imbalances of the financial sector of Ukrainian economy / T. A. Vasilyeva, S. V. Leonov, O. V. Lunyakov // Актуальні проблеми економіки. – 2013. – № 12. – С. 176–184. Особистий внесок: розроблено підхід до оцінювання рівня ДФСЕ України (0,30 друк. арк.).
6. Vasilyeva T. A. Financial cycles and financial imbalances in economy / T. A. Vasilyeva, O. V. Lunyakov // Економіка і регіон. – 2013. – № 3(40). – С. 124–130. Особистий внесок: проаналізовано динаміку фінансових циклів в економіці зарубіжних країн (0,40 друк. арк.).
7. Луняков О. В. Межстрановой факторный анализ устойчивости финансового сектора экономики / О. В. Луняков // Бізнес Інформ. – 2013. – № 6. – С. 95–99 (0,44 друк. арк.).
8. Луняков О. В. Синхронизация антициклического буфера капитала и периодов накопления финансовых дисбалансов / О. В. Луняков // Вісник Української академії банківської справи. – 2013. – № 1[34]. – С. 3–9 (0,55 друк. арк.).
9. Огієнко В. І. Систематизація та аналіз індикаторів фінансової стійкості в Україні / В. І. Огієнко, О. В. Луняков // Вісник Університету банківської

- справи Національного банку України. – 2013. – № 1[16]. – С. 3–8 (0,59 друк. арк.). Особистий внесок: здійснено поелементний аналіз індикаторів фінансової стійкості для економіки України (0,39 друк. арк.).
10. Луняков О. В. Интегральный подход к оценке дисбалансов и устойчивости финансового сектора экономики / О. В. Луняков [Электронный ресурс] // Фінансовий простір: міжнародний науково-практичний журнал / Університет банківської справи Національного банку України, Черкаський інститут банківської справи. – м. Черкаси. – № 1[9]. – 2013. – С. 24–32. – Режим доступу : <http://fp.cibs.ck.ua/files/1301/13loviat.pdf> (0,56 друк. арк.).
  11. Луняков О. В. Инструменты и модели регулирования финансового сектора экономики / О. В. Луняков // Економіка. Фінанси. Право. – 2013. – № 3. – С. 33-36 (0,42 друк. арк.).
  12. Луняков О. В. Экономическая категория “финансовые дисбалансы” в системе взаимосвязанных понятий / О. В. Луняков // Економічний форум. – 2013. – № 2. – С. 247–256 (0,78 друк. арк.).
  13. Луняков О. В. Самоорганизация и самоусложенение финансового сектора экономики / О. В. Луняков // Механізм регулювання економіки. – 2013. – № 1. – С. 224–233 (0,88 друк. арк.).
  14. Луняков О. В. Релевантні фактори стабільності функціонування фінансового сектора [Електронний ресурс] / О. В. Луняков // Соціально-економічні проблеми і держава. – 2013. – Вип. 1[8]. – С. 133–140. – Режим доступу : <http://sepd.tntu.edu.ua/images/stories/pdf/2013/13lovffs.pdf> (0,45 друк. арк.).
  15. Луняков О. В. Кредитная экспансия и макроэкономическая стабильность / О. В. Луняков // Актуальні проблеми економіки. – 2012. – № 11. – С. 65–73 (0,37 друк. арк.).
  16. Луняков О. В. Ендогенна природа циклічності кредитного ринку України / О. В. Луняков // Вісник Національного банку України. – 2012. – № 11. – С. 43–47 (0,54 друк. арк.).
  17. Луняков О. В. Динамические взаимосвязи основных сегментов финансового рынка Украины / О. В. Луняков // Бізнес Інформ. – 2012. – № 9. – С. 256–261 (0,43 друк. арк.).
  18. Луняков О. В. Структурная модель цикличности функционирования финансового рынка / О. В. Луняков // Науковий вісник: Фінанси, банки, інвестиції. – 2012. – № 4. – С. 34–40 (0,50 друк. арк.).
  19. Луняков О. В. Кредитная экспансия и эффективность банковской деятельности [Электронный ресурс] / О. В. Луняков // Ефективна економіка. – 2012. – № 4. – Режим доступа : <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=1306> (0,34 друк. арк.).
  20. Луняков О. В. Особенности циклического функционирования финансового рынка / О. В. Луняков // Економічний простір. – 2012. – № 63. – С. 195–201 (0,29 друк. арк.).
  21. Огіенко В. І. Інтернет-банкінг як перспективний напрям розвитку ринку фінансових послуг / В. И. Огиенко, О. В. Луняков, О. Ю. Лісняк // Ефективна

- економіка. – 2012. – № 6. – Режим доступу : <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=1217> (0,40 друк. арк.). Особистий внесок: досліджено проблеми та перспективи віртуалізації послуг у ФСЕ (0,20 друк. арк.).
22. Луняков О. В. Финансовые агрегаты в идентификации сокращений на финансовом рынке / О. В. Луняков // Економічний форум. – 2012. – № 4. – С. 330–336 (0,45 друк. арк.).
23. Огиенко В. И. Кредитное rationирование в условиях асимметрии информации / В. И. Огиенко, О. В. Луняков, Н. А. Лунякова [Электронный ресурс] // Ефективна економіка. – 2012. – № 7. – Режим доступа : <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=1268> (0,30 друк. арк.). Особистий внесок: обґрунтовано напрямки подолання асиметрії інформації в процесі розвитку ФСЕ України (0,10 друк. арк.).
24. Луняков О. В. Синхронность колебаний сегментов финансового рынка Украины / О. В. Луняков // Економіка та держава. – 2012. – № 9. – С. 15–18 (0,49 друк. арк.).
25. Луняков О. В. Финансовая хрупкость взаимоотношений предприятий и банков Украины / О. В. Луняков // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2011. – Вип. 31. – С. 189–195 (0,34 друк. арк.).
26. Луняков О. В. Теоретические аспекты финансовых понятий: “финансовая нестабильность” и “финансовая хрупкость” / О. В. Луняков // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики : збірник наукових праць: у 2 частинах / Харківський інститут банківської справи Університету банківської справи Національного банку України. – Харків : ХІБС УБС НБУ, 2011. – Вип. 1[10]. – Ч. II. – С. 272–277 (0,44 друк. арк.).
27. Луняков О. В. Фінансова крихкість кредитно-фінансових взаємовідносин банків та підприємств: вітчизняний досвід / О. В. Луняков // Економіка. Фінанси. Право. – 2010. – № 7. – С. 26–29 (0,13 друк. арк.).
28. Луняков О. В. Проявление финансовой хрупкости в экономике Украины / О. В. Луняков, В. А. Сигаев // Економічний простір. – Дніпропетровськ. – 2010. – № 38. – С. 112–117 (0,27 друк. арк.). Особистий внесок: досліджено прояви нестабільності ФСЕ України за фазами циклу його розвитку (0,22 друк. арк.).
29. Луняков О. В. Генезис понятий “Финансовая нестабильность” и “финансовая хрупкость” в контексте мировых финансовых кризисов / О. В. Луняков // Вісник Хмельницького національного університету. – Хмельницький. – 2010. – № 2. – С. 185–188 (0,46 друк. арк.).
30. Луняков О. В. Теоретические аспекты ряда базовых понятий банковской деятельности / О. В. Луняков // Вісник СевДТУ : зб. наук. праць. – Севастополь, 2009. – Вип. 98. Економіка та фінанси. – С. 80–83 (0,43 друк. арк.).
31. Лунякова Н. А. Кластеризация регионов Украины за уровнем депозитного риска / Н. А. Лунякова, О. В. Луняков // Вісник соціально-економічних досліджень. – Одеса. – 2007. – № 26. – С. 196–202 (0,38 друк. арк.). Особистий внесок: згруповано регіони України за рівнем депозитного ризику (0,10 друк. арк.).

### *Публікації в інших виданнях*

32. Ogienko V. I. Financial fragility of bank-enterprise relations in Ukraine / V. I. Ogienko, O. V. Lunyakov, N. A. Lunyakova // Dilemmas of the Contemporary Management : a book of articles / ed. by A. Malina, R. Oczkowska, T. Rojek. – Cracow : Foundation of the Cracow University of Economics, cop. 2012. – P. 163–181 (1,00 друк. арк.). *Особистий внесок: оцінено рівень фінансової крихкості економіки України (0,40 друк. арк.)*.
33. Lunyakov O. V. The influence of financial imbalances on economic growth: the experience of Ukraine / O. V. Lunyakov // Nauka i studia. – 2013. – № 25(93). – С. 109–113 (0,40 друк. арк.).
34. Lunyakov O. V. Synthesis of monetary and macroprudential policies for regulating the imbalances in the financial sector of economy / O. V. Lunyakov // Современный научный вестник. – (Серия “Экономика”). 2013. – № 24(163). – С. 17–21 (0,40 друк. арк.).
35. Lunyakov O. V. The influence of financial imbalances on economic growth: the experience of Ukraine / O. V. Lunyakov // ОРАЛДЫН ФЫЛЫМ ЖАРШЫСЫ. – (Серия “Экономика”). – 2013. – № 16(64). – С. 17–21 (0,40 друк. арк.).

### *Тези доповідей на наукових конференціях*

36. Луняков О. В. Синтез политик регулювання дисбалансов в фінансовом секторе економики України / О. В. Луняков // Політичні, правові та фінансово-економічні пріоритети розвитку економіки України: стратегія і перспективи : збірник матеріалів ІІІ Міжнародної науково-практичної конференції 30 травня 2013 р. – Умань : Видавничо-поліграфічний центр “Візаві”. – 2013. – С. 82–83 (0,13 друк. арк.).
37. Луняков О. В. Инструменты регулирования дисбалансов в финансовом секторе экономики / О. В. Луняков // Фінансова система України: проблеми та перспективи розвитку в умовах трансформації соціально-економічних відносин: збірник тез Міжнародної науково-практичної конференції (18–19 травня 2013 р.). – Севастополь : СІБС УАБС НБУ, 2013. – С. 188–189 (0,13 друк. арк.).
38. Луняков О. В. Институциональные основы регулирования финансового сектора экономики Украины / О. В. Луняков // Фінансово-кредитний механізм в соціально-економічному розвитку країни : збірник тез доповідей ІІІ Міжнародної науково-практичної конференції (20–21 лютого 2013 р.) / Ред. кол. Веретенников В. І. та ін. – Макіївка : МЕГІ. – 2013. – С. 75–76 (0,08 друк. арк.).
39. Луняков О. В. Макропруденциальный анализ в исследовании дисбалансов финансового сектора экономики / О. В. Луняков // Економіка і управління : виклики та перспективи : збірник матеріалів Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції 4–5 лютого 2013 р., Дніпропетровськ. – Дніпропетровськ : “Герда”, 2013. – С. 306–307 (0,06 друк. арк.).
40. Луняков О. В. Классификация дисбалансов финансового сектора экономики Украины в контексте мирового финансово-экономического кризиса /

- О. В. Луняков // Сучасна економічна наука: теорія та практика : матеріали Всеукраїнської науково-практичної Інтернет-конференції, 15–16 листопада 2012 року. – Полтава : ПолНТУ, 2012. – С. 274–276 (0,09 друк. арк.).
41. Луняков О. В. Исследование дисбалансов в финансовом секторе экономики Украины / О. В. Луняков // Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України в умовах фінансової нестабільності : матеріали Всеукраїнської науково-практичної інтернет-конференції (15 листопада 2012 р.). – Тернопіль, 2012. – С. 247–249 (0,13 друк. арк.).
42. Луняков О. В. Формы регулирования дисбалансов в банковском секторе Украины / О. В. Луняков // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей XV Всеукраїнської науково-практичної конференції (8–9 листопада 2012 р.) / Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”. – 2012. – С. 130 (0,06 друк. арк.).
43. Луняков О. В. Индикаторы формирования дисбалансов в финансовом секторе Украины / О. В. Луняков // Облік, аудит, фінанси: сучасні проблеми теорії, практики та підготовки фахівців : II Міжнар. наук.-практ. конф., 26 жовтня 2012 р. : [тези] / редкол. : О. І. Черевко [та ін.] ; Харківський держ. ун-т харч. та торг. : Х. : ХДУХТ, 2012. – С. 187–189 (0,10 друк. арк.).
44. Луняков О. В. Науково-методичний підхід в дослідженні синхронності динаміки фінансового та реального секторів економіки / О. В. Луняков // Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків [Текст]: Збірник тез VII Міжнародної науково-практичної конференції, 18–19 жовтня 2012 р. – Черкаси : ЧІБС УБС НБУ, 2012. – С. 253–255 (0,12 друк. арк.).
45. Луняков О. В. Влияние кредитной экспансии на эффективность функционирования банковского сектора Украины / О. В. Луняков // Методы и модели финансового обеспечения устойчивого экономического развития : материалы Всеукр. науч.-практ. конф., г. Севастополь, 5–8 сентября 2012 г. – Севастополь : СевНТУ, 2012. – С. 170–171 (0,15 друк. арк.).
46. Луняков О. В. Идентификация и исследование дисбалансов в финансовом секторе Украины / О. В. Луняков // Материалы за 8-а международна научна практична конференция, “Новини на научения прогрес”, 17–25 август 2012, Т. 1. Икономики. – Софія : “Бял ГРАД-БГ” ООД. – Р. 3–5 (0,18 друк. арк.).
47. Луняков О. В. Взаимосвязь кредитной экспансии, дисбалансов и эффективности функционирования банковского сектора Украины / О. В. Луняков // Materiały VIII Międzynarodowej naukowi-praktycznej konferencji “Nauka : teoria i praktyka – 2012” Volume 1/ Ekonomiczne nauki. – Przemyśl : Nauka I studia – Р. 12–15 (0,17 друк. арк.).
48. Луняков О. В. Макроэкономическая стабильность в условиях кредитной экспансии / О. В. Луняков // Materiály VII Mezinárodní vědecko-praktická konference “Aplikované vědecké novinky – 2012”. – Dil 1. Ekonomické vedy. – Praha : Publishing House “Education and science” s.r.o. – Р. 3–5 (0,14 друк. арк.).

49. Луняков О. В. Ендогенна природа циклічності кредитного ринку / О. В. Луняков // Міжнародна банківська конкуренція: теорія та практика : зб. тез доп. VI Міжнар. наук.-практ. конф. (24–25 травня 2012 р.) : у 2 т. / Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2012. – С. 115–116 (0,08 друк. арк.).
50. Луняков О. В. Аналіз фінансової хрупкості транзитивної економіки України / О. В. Луняков, В. А. Сигаев // Стан і проблеми обліку, контролю і аналізу в умовах транзитивної економіки : матер. II Міжнар. наук.-практ. інтернет-конф., 10 червня 2010 р. / М-во освіти і науки України, Донецька нац. ун-т економіки і торгівлі ім. М. Туган-Барановського. – Донецьк : ДонНУЕТ, 2010. – С. 112–117 (0,18 друк. арк.). *Особистий внесок: виокремлено причини зростання фінансової крихкості в економіці України (0,14 друк. арк.).*

## АНОТАЦІЯ

Луняков О. В. Формування, аналіз та регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит. – Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”, Суми, 2013.

Дисертаційне дослідження присвячене розробці теоретико-методологічних зasad обґрунтування економічної природи формування дисбалансів у фінансовому секторі економіки (ДФСЕ), поглибленню методичного інструментарію їх аналізу, розвитку методології та практичних механізмів їх регулювання в Україні. У роботі обґрунтовано механізм самоорганізації фінансового сектора економіки (ФСЕ) з позиції адаптації до ендогенних та ендогенних шоків; згруповано наукові теорії за сутністю поглядів на економічну природу виникнення фінансової нестабільності; обґрунтовано сутність ДФСЕ, природу їх формування в Україні на основі розробленої дескриптивної моделі циклічного розвитку ФСЕ; розроблено інтегральний індикатор загроз втрати фінансової стійкості ФСЕ, індекс дифузії фінансових шоків, інструментарій поелементного та інтегрального оцінювання ДФСЕ; оцінено синхронність змін індикаторів розвитку ФСЕ та економіки в цілому; поглиблено інструментарій прогнозування ймовірності виникнення кредитного стиснення в економіці після кредитного бума, інструментарій оцінювання потенціалу дестабілізації розвитку нефінансового сектора економіки; розроблено концепцію комплексної взаємодії монетарної та макропруденційної політик регулювання ДФСЕ, імпліцитне (монетарне) правило таргетування та правило формування та вивільнення контрциклічного буфера капіталу з урахуванням ДФСЕ України.

**Ключові слова:** фінансовий сектор економіки, дисбаланси у фінансовому секторі економіки, фінансова стійкість, монетарне регулювання, макропруденційне регулювання, кредитна експансія, міжсекторальні крос-ефекти.

## АННОТАЦИЯ

Луняков О. В. Формирование, анализ и регулирование дисбалансов в финансовом секторе экономики Украины. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук по специальности 08.00.08 – Деньги, финансы и кредит. – Государственное высшее учебное заведение “Украинская академия банковского дела Национального банка Украины”, Сумы, 2013.

Диссертационная работа посвящена разработке теоретико-методологических основ обоснования экономической природы формирования дисбалансов в финансовом секторе экономики (ДФСЭ), углублению методического инструментария их анализа, развитию методологии и практических механизмов их регулирования в Украине.

Предложены научно-методические подходы к определению ДФСЭ; выделены его отличия от понятия “финансовый дисбаланс”, а также исследованы существующие трактовки понятий “финансовая стабильность”, “финансовая устойчивость”, “финансовая хрупкость”, “финансовая нестабильность”. Описаны процессы самоорганизации и самоусложнения финансового сектора экономики (ФСЭ) в контексте его финансовой устойчивости к шокам. Произведена группировка научных теорий и школ, объясняющих экономическую природу возникновения нестабильности в ФСЭ.

Выделены основные фазы циклического развития ФСЭ в зависимости от величины накопленных в нем дисбалансов. Объяснены причины и катализаторы возникновения дисбалансов на каждой фазе циклического развития ФСЭ. На основе практических расчетов показано, что природа формирования ДФСЭ в экономике Украины имеет эндогенно-кредитный характер. Систематизирован мировой и отечественный опыт выявления и оценивания финансовых диспропорций в развитии экономики, обоснованы их преимущества и недостатки, а также возможности применения для оценки ДФСЭ.

Для осуществления мониторинга за формированием, накоплением и материализацией ДФСЭ предложено рассчитывать интегральный показатель ДФСЭ Украины, который основывается на учете различных типов дисбалансов и позволяет оценить общий уровень финансовых диспропорций. Его апробация на основе консолидированных статистических данных экономики Украины позволила выявить накопление существенных ДФСЭ в экономике Украины в 2006–2008 гг. На основе межстранового анализа (на примере стран СНГ) выделены и статистически доказаны преимущества использования интегрального показателя ДФСЭ в объяснении флуктуаций макроэкономических показателей в периоды финансовых стрессов, а также предложен научно-методический подход к группированию стран в зависимости от накопленных ДФСЭ, уровня развития финансовой системы и общего уровня финансовой устойчивости.

Проведен критический анализ индикаторов финансовой устойчивости, которые используются Национальным банком Украины в процессе пруденциального

надзора за функционированием ФСЭ. Выделенные недостатки существующей системы индикаторов позволили обосновать разработку интегрального индикатора финансовой устойчивости. Проанализированы существующие научно-методические подходы к оценке межсекторальных взаимосвязей между банковской и парабанковской системами. Предложено рассчитывать индекс диффузии финансовых шоков, который позволяет учитывать кросс-эффекты перетока капитала между этими секторами экономики, а также долю каждого из них в совокупных финансовых активах ФСЭ.

Проведен критический анализ применения инструментария монетарной и макропруденциальной политики в разных странах мира для регулирования ДФСЭ, по результатам которого определены условия их согласованной имплементации. В разрезе монетарной политики формализовано правило таргетирования, на основе количественной оценки модельных параметров которого сформулированы рекомендации относительно его использования для регулирования ДФСЭ Украины в процессе пруденциального надзора.

Проведен обзор релевантных макропруденциальных инструментов регулирования ДФСЭ, предложено использовать разработанный автором интегральный показатель ДФСЭ в правилах формирования и высвобождения контрциклического буфера капитала, которые в отличие от существующих подходов, являются комплексными по учету выявленных в ФСЭ Украины различных типов дисбалансов, их динамики на соответствующих фазах циклического развития финансовых отношений.

**Ключевые слова:** финансовый сектор экономики, дисбалансы в финансовом секторе экономики, финансовая устойчивость, монетарное регулирование, макропруденциальное регулирование, кредитная экспансия, межсекторные кросс-эффекты.

## SUMMARY

Lunyakov O. V. Buildup, analysis and regulation of imbalances in the financial sector of Ukraine. – Manuscript.

The dissertation for reception of scientific degree of doctor of economic science on speciality 08.00.08 – Money, finance and credit. – The State Highest Educational Institution “Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine”, Sumy, 2013.

Dissertation is devoted to development theoretical and methodological foundations of economic nature of formation the imbalances in financial sector (IFS), deepening of methodological tools of analysis, development of methodologies and practical mechanisms of IFS regulation in Ukraine. In dissertation we substantiated the mechanism of self-organization of the financial sector (FS) from the positions of adaptation to exogenous and endogenous shocks, grouped by scientific theories the views on the economic nature of the financial instability, substantiated the essence of imbalance IFS; the nature of IFS of their formation in Ukraine on the basis of the developed descriptive model of cyclic FSE on the basis of developed descriptive model of cyclical development of FS; developed an integrated indicator of threats of loss of

financial soundness in FS, diffusion index of financial shocks, tools of IFS estimating by on the elements and integral levels; estimated changes in synchronicity of FS indicators and the economy as a whole; deepened the tools of predictions of credit crunches after the credit booms; the tools of evaluating of potential destabilization in the real (non-financial) sector; developed the concept of the complex interaction between monetary and macroprudential policies for regulating DFSE; the implicit (monetary) targeting rule and rule of formation and releasing of countercyclical capital buffers for Ukraine's economy.

**Keywords:** financial sector, imbalances of financial sector, financial soundness, monetary regulation, macroprudential regulation, credit extension, cross-sector effects.

Відповідальний за випуск  
доктор економічних наук, професор  
*Васильєва Тетяна Анатоліївна*

Підписано до друку 19.12.2013.  
Формат 60x90/16. Обл.-вид. арк. 1,9.  
Гарнітура Times. Тираж 120 пр.

Державний вищий навчальний заклад  
“Українська академія банківської справи  
Національного банку України”.  
Адреса: вул. Петропавлівська, 57, м. Суми, 40000, Україна.  
Свідоцтво про внесення до Державного реєстру  
видавців, виготівників і розповсюджувачів  
видавничої продукції: серія ДК № 3160 від 10.04.2008

