

7. Business Environment and Stock Market Development: An Empirical Analysis [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.doingbusiness.org/special-features/conference/~media/GIAWB/Doing%20Business/Documents/Miscellaneous/Conference2014/S2-3.pdf>.
8. Ройко І. Сучасні біржові продукти залучення капіталу в контексті європейської інтеграції України / І. Ройко // Науковий клуб [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://sophus.at.ua/publ/2014_05_22_23_kampodilsk/sekcija_3_2014_05_22_23/suchasni_birzhovi_produkty_zaluchennja_kapitalu_v_konteksti_evropejskoji_integraciji_ukrajini/61-1-0-973.
9. Вітка Н.С. IPO українських компаній на європейських фондових біржах / Н.С. Вітка // Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eir.pstu.edu/bitstream/handle/123456789/4608/68.pdf?sequence=1>.
10. Кубліков В. IPO: сучасний стан та особливості розвитку в Україні / В. Кубліков, М. Іоргачова // Науковий вісник: зб. наук. праць. – 2014.

Анотація. В роботі рассмотрено предпосылки становлення и динамика развития украинского фондового рынка в контексте евроинтеграционных процессов. В частности, изучено состояние адаптации украинского законодательства к европейским стандартам; раскрыта структура выпуска ценных бумаг и особенности функционирования фондового рынка Украины; осуществлен сравнительный анализ объемов торгов на фондовых биржах Украины и Польши за последние годы; определено, что динамика развития национального фондового рынка имеет устойчивую тенденцию к росту.

Ключевые слова: фондовая биржа, фондовый рынок, инвестиционные ресурсы, финансовые активы, евроинтеграционные процессы.

Summary. The research deals with the formation and dynamics of the Ukrainian stock market in the context of European integration. The adaptation of Ukrainian legislation to the EU standards are analyzed. The structure of the securities issue and peculiarities of the stock market are investigated in general. The trading values of Ukrainian and Polish stock exchanges during recent years are analyzed. It has been determined that dynamics of Ukraine's stock market tends to increase.

Key words: stock exchange, stock market, investment funds, financial assets, eurointegration processes.

УДК 330.342

Кітц Р. Р.

*здобувач кафедри інформаційних систем у менеджменті
Львівської комерційної академії*

Kitz R. R.

*Applicant at the Department of Information Systems in Management
Lviv Academy of Commerce*

СИСТЕМНИЙ РИЗИК І ФІНАНСОВА СТАБІЛЬНІСТЬ МАКРОЕКОНОМІЧНИХ СИСТЕМ

SYSTEM RISK AND FINANCIAL STABILITY OF MACROECONOMIC SYSTEMS

Анотація. У роботі запропоновано концепцію трьохрівневого пруденційного регулювання на мікро-, мезо- та макро- рівнях для забезпечення фінансової стабільності макроекономічних систем. Виявлено причини нерационального розподілу ризиків між макроекономічними агентами в сучасних макроекономічних системах розвинутих країн. Установлено, що нерациональний розподіл ризиків між макроекономічними агентами посилює системний ризик, який може виникати в різних секторах і поширюватися на всю макроекономічну систему. Удосконалено визначення поняття фінансової стабільності макроекономічної системи. Описано механізми поширення системного ризику в макроекономічних системах.

Ключові слова: системний ризик, фінансова стабільність, макроекономічна система, фінансова стійкість, мікропруденційний нагляд, макропруденційний нагляд.

Вступ та постановка проблеми. Сучасні глобалізаційні процеси разом із посиленням ролі фінансового сектору в макроекономічних системах суттєво впливають на якісні та кількісні характеристики системного ризику. Раніше системний ризик можна було розуміти як ймовірність порушення процесу надання фінансових послуг, що обумовлено пошкодженням усієї або частини фінансової системи і несе загрозу для реального сектору економіки

[1, с. 14]. Виходячи з такої концепції системного ризику, можна припустити, що достатньо забезпечити лише фінансову стійкість фінансово-кредитних установ для гарантування фінансової стабільності макроекономічної системи. В умовах Базелю I для підтримання фінансової стійкості ставилася вимога до банків утримувати мінімальний рівень власного капіталу по відношенню до активів. Базель II вже передбачав зважування активів за

ризиками, що в умовах макроекономічного спаду означало підвищення капітальних вимог до банків у зв'язку з погіршенням кредитної якості активів. Логіка зрозуміла – чим гірша кредитна якість активів, тим більшим має бути розмір капіталу, який страхує можливі втрати, що, своєю чергою, забезпечує стабільність фінансового сектору і макроекономічної системи загалом. Помилковість такого підходу висвітлено у статті Covas Francisco та Fujita Shigeru [2, с. 170–171], де показано, що вимоги Базелю I і Базелю II посилюють коливання ВВП, тобто є проциклічними і дестабілізують макроекономічну систему в цілому. Механізм дестабілізації полягає в тому, що в умовах кризи Базель I і Базель II змушують банки скоротити фінансування реального сектору економіки, що тільки збільшує падіння. Тому правильне визначення механізмів поширення системного ризику є критичним для забезпечення фінансової стабільності макроекономічних систем.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У науковій літературі існує два підходи до трактування системного ризику. У вузькому розумінні системний ризик полягає в тому, що банкрутство одного чи кількох фінансових інститутів призводить до серії корельованих дефолтів інших учасників фінансово-грошових відносин. Прихильники такого підходу вказують на зростаючу роль фінансового сектору в сучасних макроекономічних системах. Недавня фінансово-економічна криза 2008–2009 рр. посилила впевненість цих науковців в тому, що головним джерелом дестабілізації макроекономічних систем є фінансовий сектор. Серед науковців, які трактують системний ризик у межах фінансового сектору, варто виділити Полікарпову О.С. [3], Шпачук В.В. [4], Черутті Е. [5]. У широкому розумінні системний ризик – це ймовірність того, що в макроекономічній системі існує такий рівноважний стан, при якому незначний по силі та тривалості макроекономічний шок різної природи може спровокувати значну волатильність цін на виробничі та фінансові активи, зменшення ліквідності та виникнення збитків у корпоративних позичальників, банкрутства банків, юридичних та фізичних осіб [6, с. 123]. На нашу думку, ширше розуміння системного ризику є більш продуктивним із точки зору розуміння механізмів поширення нестабільності в макроекономічних системах. Наступне визначення системного ризику чітко прив'язує його до макроекономічної системи і на відміну від попереднього вказує на причину нестабільності – нераціональний перерозподіл ризиків між макроекономічними агентами. Системний ризик – це потенційна небезпека появи ситуації, коли індивідуальна реакція макроекономічних агентів на різного роду ризику приводить не до кращого їх розподілу, диверсифікації, а навпаки – до підвищення загальної нестабільності [7, с. 24]. Із наведених визначень системного ризику зрозуміло, що фінансова стабільність у вузькому розумінні – це стабільність фінансової (банківської) сфери, а у широкому – це відсутність криз у фінансовому та реальному секторах і здатність фінансової системи пом'якшувати шоки в реальному секторі економіки [8, с. 18]. Загалом, визначення категорії фінансової стабільності як у вітчизняній, так і в зарубіжній науковій літературі є неоднозначним. Серед зарубіжних учених, які досліджували проблеми фінансової стабільності, варто виділити таких, як Вовченко Н.Г., Каллаур П.В., Мишкін Ф.С., Мінські Х.Ф., Шварц А., Шиназі Г.Дж. та ін. Низка провідних українських учених дослідили поняття фінансової стабільності у вітчизняних умовах функціонування економіки. Найбільш цінний теоретичний та практичний доробок належить таким вітчизняним науковцям, як: Барановський О.І., Белінська Я.В., Геєць В.М., Козюк В.В.,

Мищенко С.В., Науменкова С.В. та ін. Проте досі не існує єдиного визначення поняття фінансової стабільності, деякі науковці ще окремо виділяють макроекономічну стабільність та фінансову стійкість. Така неоднозначність у термінології ускладнює розв'язання практичних завдань фінансової стабілізації макроекономічних систем.

Метою даної роботи є виявлення причин нераціонального розподілу ризиків між макроекономічними агентами; пояснення механізмів поширення системного ризику в макроекономічних системах; конкретизація поняття фінансової стабільності макроекономічної системи для знаходження шляхів її досягнення.

Результати дослідження. Для розуміння категорії фінансової стабільності макроекономічної системи необхідно, на нашу думку, розглядати всі елементи системи в комплексі, а не концентруватися лише на окремому фінансовому секторі чи інших складових. Макроекономічна система – це сукупність економічних суб'єктів країни, діяльність яких відбувається в умовах конкретно-історичних виробничих відносин та адекватних їм механізмів регулювання економіки. Макроекономічна система зображується у вигляді взаємодії чотирьох суб'єктів: сектора домашніх господарств, підприємницького сектора, держави та закордону – на чотирьох ринках: благ, праці, грошей і цінних паперів [9, с. 8]. Переважна більшість сучасних макроекономічних систем є відкритими, що означає їх зв'язок з економічними системами інших країн (рис. 1). На рис. 1. спрощено відображено головні грошові потоки між суб'єктами макроекономічної системи. Тому на рис. 1 імпорту – це грошовий потік із внутрішньої національної економіки за кордон, при цьому на рисунку відображено тільки найбільшу категорію імпорту – імпорту товарів споживання для домогосподарств, а імпорту фірм та держави не відображено.

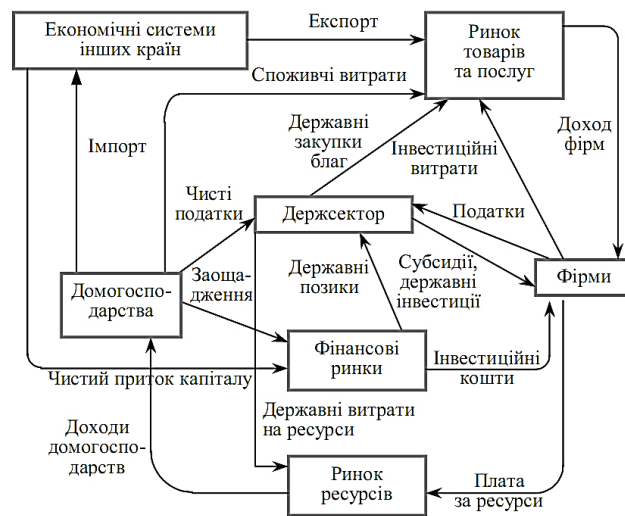


Рис. 1. Модель кругообігу грошей для відкритої макроекономічної системи [9]

З рис. 1 видно, що навіть спрощена схема тільки грошових потоків між елементами макроекономічної системи має складну структуру. Також треба враховувати, що в національному господарстві країни середнього розміру функціонують мільйони домогосподарств, тисячі фірм, десятки банків, тому велика кількість елементів макроекономічної системи не дає змогу сформувати точну математичну модель системи. Відповідно, неможливо розробити управлінські впливи на макроекономічну систему, які матимуть детермінований вплив на неї.

Частина науковців окремо виділяє макроекономічну та фінансову стабільність [10, с. 230]. Якщо розглядати

макроекономічну стабільність у контексті фінансової стійкості суб'єктів макроекономічної системи, то можна сформулювати інший перелік показників макроекономічної та фінансової стабільності [11, с. 51–54]. Стійкість означає можливість системи повертатися до стану рівноваги після шоків або кризових явищ у цілому. Стабільність означає незмінність структури системи, проте частина науковців не розрізняє зазначені поняття. В офіційних документах МВФ [12, с. 9] для характеристики стабільності фінансової системи використовують як мікропруденційні агреговані показники, так і макроекономічні показники, які охоплюють показники економічного зростання макроекономічної системи, платіжного балансу країни, показники інфляції, процентних та обмінних ставок та ін. Загалом, включення тих чи інших показників для характеристики фінансової або макроекономічної стабільності залежить від того, наскільки широко враховуються взаємозв'язки в макроекономічній системі.

З рис. 1 видно, що фінансовий сектор має прями зв'язки з усіма іншими суб'єктами макроекономічної системи, що робить його особливим. Тому він є базовим у забезпеченні фінансової стабільності. Мікропруденційне регулювання встановлює ряд нормативних вимог до суб'єктів фінансового сектору і спрямоване на забезпечення надійності кожного з фінансових посередників. Уважається, що макропруденційне регулювання враховує взаємозв'язки між суб'єктами фінансового сектору та іншими секторами і спрямоване на усунення системного ризику. Базель III зобов'язує банки поступово збільшувати свої регулятивні капітали адекватно до ризиків і формувати контрциклічний буфер капіталу в сприятливі макроекономічні періоди. Під час криз цей капітал повинен використовуватися для фінансування реального сектору економіки. По суті, Базель III спрямований на усунення системного ризику в межах фінансового і реального секторів макроекономічної системи. Ми пропонуємо регулювання, яке спрямоване на усунення системного ризику в межах фінансового сектору і охоплює його зв'язки з фірмами та домогосподарствами, називати мезопруденційним. Під макропруденційним регулюванням ми пропонуємо розуміти сукупність заходів, які спрямовані на усунення системного ризику в межах всієї макроекономічної системи. Макропруденційне регулювання повинно охоплювати закордонний сектор, державний сектор, бюджетно-фіскальну і монетарну політику уряду в комплексі. На думку президента Німецького федерального банку Йенса Вайдмана [13], саме поєднання мікропруденційної, макропруденційної (мезопруденційної, згідно з нашою термінологією) та монетарної (макропруденційної) політик може забезпечити фінансову стабільність. Отже, тісні фінансові взаємозв'язки між різними секторами макроекономічної системи обумовлюють те, що фінансова стабільність може забезпечуватися лише в комплексі для всієї макроекономічної системи. Під фінансовою стабільністю макроекономічної системи ми пропонуємо розуміти такий її стан, при якому мінімізується системний ризик у широкому розумінні.

У макроекономічній системі прояви системного ризику можуть бути різним, наприклад цінові шоки на ринках товарів або ресурсів, роздування фінансових «бульбашок», неадекватна фіскально-бюджетна чи монетарна політика уряду тощо. Усі ці прояви є резуль-

татом рішень макроекономічних агентів, які неадекватно розподіляють ризики. Нераціональний розподіл ризиків спрямовує грошові потоки і ресурси суспільства в неправильне русло. По суті, економіка неправильно вирішує питання, що і скільки виробляти, тому причину наростання системного ризику слід шукати в інформації, якою володіють макроекономічні агенти. У розвинутих країнах грошові потоки значною мірою регулюються рейтинговою інформацією від провідних міжнародних рейтингових агентств (РА). У табл. 1 наведено показники точностей рейтингів РА Moody's та РА S&P для нефінансових корпорацій та банків. Із табл. 1 видно, що рейтинги корпорацій є надійними, тому збитковість банківських кредитів, які надаються корпораціям, є прогнозованою і керованою.

Таблиця 1

Середні рівні точностей (AR 1 рік та AR 5 років) рейтингів нефінансових корпорацій і банків РА Moody's та РА S&P за 2000–2011 рр. [14, с. 32]

Назва економічного сектору	РА Moody's		РА S&P	
	AR 1 рік	AR 5 років	AR 1 рік	AR 5 років
Нефінансові корпорації	0,8237 (0,0134)	0,7514 (0,0175)	0,8108 (0,142)	0,7152 (0,0193)
Банки	0,5211 (0,1006)	0,2788 (0,1027)	0,4818 (0,1033)	0,2274 (0,0979)
Нефінансові корпорації + Банки	0,7919 (0,0148)	0,6815 (0,0201)	0,7882 (0,0150)	0,6660 (0,0207)

Із табл. 1 також видно, що рейтингові оцінки банків є ненадійними, тому збитковість міжбанківських кредитів є непрогнозованою і некерованою. Оскільки дефолти банків у західних країнах відбуваються нечасто, то ненадійні банки можуть протягом тривалого терміну на міжбанківському ринку акумулювати значні фінансові ресурси, які, своєю чергою, розміщуються в ненадійні активи. З точки зору виробництва це означає, що суспільні ресурси спрямовуються на виробництво непотрібних товарів та послуг. Яскравим прикладом є недавня фінансово-економічна криза 2008–2009 рр., яка розпочалася з ринку нерухомості і поширилась на банківську сферу. До початку кризи ринок нерухомості протягом тривалого часу перефінансовувався банківською системою. Криза банківської сфери потім ударила по реальному сектору економіки спочатку США, а потім інших країн світу.

Висновки. Фундаментальною причиною виникнення системного ризику, який може порушити фінансову стабільність макроекономічної системи, є рішення макроекономічних агентів в умовах невизначеності спрямовувати ресурси в ризикові активи, при цьому розподіл ризиків між макроекономічними агентами посилює нестабільність усієї економіки. Під фінансовою стабільністю макроекономічної системи доцільно розуміти такий її стан, при якому мінімізується системний ризик у широкому розумінні.

Подальші дослідження повинні бути спрямовані на розроблення дієвих механізмів макропруденційного регулювання, яке крім банківського сектору повинно охоплювати закордонний сектор, державний сектор, бюджетно-фіскальну і монетарну політику уряду в комплексі.

Список використаних джерел:

1. Выявление системно значимых финансовых организаций: обзор методологий / С.А. Айвазян [и др.] // Деньги и кредит. – 2011. – № 8. – С. 13–18.
2. Covas Francisco, Fujita Shigeru. Procyclicality of Capital Requirements in a General Equilibrium Model of Liquidity Dependence. – International Journal of Central Banking. – Vol. 6 No. 4. – December 2010. – 137–173 pp.

3. Полікарпова О.С. Фінансові дисбаланси та макропруденційна політика у валютному союзі / О.С. Полікарпова // Проблеми економіки. – 2015. – № 4. – С. 46–52.
4. Шпачук В.В. Государственное антикризисное управление банковской системой Украины / В.В. Шпачук // Научные исследования по государственному и муниципальному управлению. – 2013. – № 2. – С. 104–115.
5. Cerutti E. Systemic risk in global banking: what can available data tell us and what more data are needed? / E. Cerutti, S. Claessens, P. McGuire // Bank for international settlements. – Working Papers. – № 376. – April, 2012. – 26 pp.
6. Kupiec P., Nickerson D. Assessing Systemic Risk Exposure from Banks and GSEs Under Alternative Approaches to Capital Regulation // The Journal of Real Estate Finance and Economics. – Vol. 28. – 2004. – 123-145 pp.
7. Говтвань О.Дж., Мансуров А.К. Системный риск в финансовой сфере: теоретический анализ и подходы к оцениванию / О.Дж. Говтвань, А.К. Мансуров // Проблемы прогнозирования. – 2011. – № 2. – С. 24–36.
8. Подкуйко М.С. Финансовая стабильность стран в условиях глобализации / М.С. Подкуйко // Финансовые исследования. – 2007. – № 15. – С. 17–26.
9. Базілінська О.Я. Макроекономіка: [навч. посіб.] / О.Я. Базілінська; 2-ге вид., випр. – К.: Центр учбової літератури, 2009. – 442 с.
10. Артеменко І.А. Фінансова стабільність держави як складник макроекономічної стабільності національної економіки / І.А. Артеменко // Молодий учений. – 2015. – № 10 (25). – Ч. 2. – С. 228–232.
11. Ходжаян А.О. Макроекономічна стійкість в системі забезпечення конкурентоспроможного розвитку економіки / А.О. Ходжаян // Економічний вісник. – 2013. – № 3. – С. 47–59.
12. Macroprudential Indicators of Financial System Soundness. Staff Teamled by Owen Evans, Alfredo M. Leone, Mahinder Gill, and Paul Hilbers // IMF. Occasional Paper. – № 192. – April 2000. – 54 p.
13. Weidman J. All for one and one for all? The roles of microprudential, macroprudential and monetary policy in safeguarding financial stability // Bundesbank Symposium on «Financial Stability and the Role of Central Banks». – February 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2014/2014_02_27_weidmann.html.
14. Elisabeth Van Laere, Jessie Vantieghem, Bart Baesens. The difference between Moody's and S&P bank ratings: is discretion in the rating process causing a split? September, 2013. – 52 p. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://world-finance-conference.com/papers_wfc/279.pdf.

Аннотация. В работе предложена концепция трехуровневого пруденциального регулирования на макро-, мезо- и макроуровнях для обеспечения финансовой стабильности макроэкономических систем. Выявлены причины нерационального распределения рисков между макроэкономическими агентами в современных макроэкономических системах развитых стран. Установлено, что нерациональное распределение рисков между макроэкономическими агентами усиливает системный риск, который может возникнуть в различных секторах и распространяться на всю макроэкономическую систему. Усовершенствовано определение понятия финансовой стабильности макроэкономической системы. Описаны механизмы распространения системного риска в макроэкономических системах.

Ключевые слова: системный риск, финансовая стабильность, макроэкономическая система, финансовая устойчивость, микропруденциальный надзор.

Summary. The paper presents the concept of three-level prudential regulation at the macro, meso and macro levels to ensure the financial stability of macroeconomic systems. The reasons of unsustainable macroeconomic risk sharing between agents in the current macro-economic systems of developed countries. Established that the irrational distribution of risks between macroeconomic agents increases systemic risk that may arise in different sectors and extended to the entire macroeconomic system. Improved definition of the financial stability of the macroeconomic system. The mechanisms of the spread of systemic risk in the macroeconomic system.

Key words: systemic risk, financial stability, macroeconomic system, financial stability, macro-prudential supervision.