

Т.Є.УНКОВСЬКА, д-р екон. наук

Експертно-аналітичний центр Апарату Ради НБУ

СИСТЕМНЕ РОЗУМІННЯ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ: РОЗВ'ЯЗАННЯ ПАРАДОКСІВ*

Запропоновано новий методологічний підхід до визначення феномена фінансової стабільності та її кількісної оцінки. Розроблений теоретичний інструментарій, що включає концепції потенціалів фінансової дестабілізації та режимів фінансової рівноваги для економічних систем різного рівня, дозволяє закласти підвалини загальної теорії фінансової стабільності. Це дає можливість по-новому, з системних позицій, глянути на існуючі парадокси монетарного регулювання і розроблення системи сигналів раннього попередження (EWS - Early Warning System) фінансових криз.

Проблема відсутності загальновизнаного визначення феномена фінансової стабільності

"Монетарну стабільність визначено як стабільність загального рівня цін або як відсутність інфляції чи дефляції. Фінансова стабільність дотепер не має універсального і загальноприйнятого визначення".

Вім Дуйзенберг, экс-президент ЄЦБ

Світова фінансова криза, що почалася в серпні 2008 року з іпотечної кризи в США, змусила усвідомити всю гостроту проблем фінансової дестабілізації на різних рівнях – на рівні банків, підприємств, галузей, ринків, національних економік і світової фінансової системи загалом.

Ще в 1990-х роках під впливом хвилі фінансових криз у країнах, що розвиваються, і країнах Східної Азії у світовій практиці монетарного регулювання розпочалося фундаментальне зрушення в розумінні місії та пріоритетних цілей центральних банків. Уже тоді фокус уваги почав зміщатися від цілі підтримання низької інфляції до необхідності розв'язання ширших завдань забезпечення фінансової стабільності. Багато центральних банків включили у свої офіційні документи звіти про фінансову стабільність (табл. 1). Міжнародні фінансові інститути (МВФ, Світовий банк, Банк міжнародних розрахунків, Форум фінансової стабільності) розпочали вдосконалення стандартів макропруденційної політики, розроблення показників і

* Дослідження здійснено за фінансової підтримки Національної академії наук України в рамках науково-дослідного проекту "Грошово-кредитна політика Росії та України на сучасному етапі: нові виклики і можливі відповіді", затвердженого за результатами спільного конкурсу НАН України і Російського гуманітарного наукового фонду 2008 року. Проект 14-08/08-02-91205 а/У.

систематичний аналіз ризиків фінансової нестабільності. Вжито заходів щодо вдосконалення Базельських стандартів.

Таблиця 1

**Країни, чиї центральні банки офіційно звітують
про фінансову стабільність**

Країна	Грошова влада	Рік нововведення
Великобританія	Банк Англії	1996
Швеція	Ріксбанк	1997
Угорщина	Національний банк Угорщини	2000
Норвегія	Банк Норвегії	2000
Австрія	Австрійський національний банк	2001
Іспанія	Банк Іспанії	2001
Бельгія	Національний банк Бельгії	2002
Данія	Банк Данії	2002
Франція	Банк Франції	2002
Бразилія	Центральний банк Бразилії	2002
Канада	Банк Канади	2003
Фінляндія	Банк Фінляндії	2003
Індонезія	Банк Індонезії	2003
Австралія	Резервний банк Австралії	2004

Джерело: Haldane A., Saporta V., Hall S., Tanaka M. Financial Stability and Macroeconomic Models // Financial Stability Review. – 2004. – June. – № 16. – P. 80.

Проте всі ці зусилля не захистили світ від нової хвилі фінансових криз, які стали драматичним доказом того, що економічна наука і практика макропруденційного аналізу ще не досягли достатньої глибини сутнісного розуміння *феномена фінансової стабільності* та системного бачення механізмів її порушення. Внаслідок цього дотепер не розроблено дієвих способів ранньої діагностики і запобігання фінансових криз або, принаймні, ефективного скорочення їх руйнівних наслідків.

Хоч як це парадоксально, незважаючи на, здавалося б, очевидність поняття "фінансова стабільність", на сьогодні не вироблено єдиного загальноприйнятого і ясного визначення цього терміна. У численних працях з проблем фінансової стабільності досягнуто певного прогресу в розумінні механізмів фінансової дестабілізації, каналів її поширення і системи показників для її оцінки¹. В низці яскравих і змістовних досліджень здійснено спроби визначення цього терміна на підставі різних підходів: прямого, зворотного (від визначення фінансової нестабільності) та змішаного (табл. 2).

¹ Див., напр.: William A., Wood G. Defining and Achieving Financial Stability // Journal of Financial Stability. – 2006. – Vol. 2. – P. 152–172; Alenton A., Nier E., Yang J., Yorulmazer T. Networks Models and Financial Stability, Prepared for WEHIA, 2005; Aspachs O., Goodhart C.A.E., Tsomocos D.P., Zicchino K.N. Toward a measure of financial fragility // Annals of Finance. – 2007. – 3 (1). – January. – P. 37–74; Bank of Canada // Financial System Review. – 2007. – June; Blanchard O.J. The Tasks Ahead // IMF Working Paper, 2008. – P. 262; Central Bank of Norway // Financial Stability report. – 2007. – June; Cihak M. How do Central Banks Write on Financial Stability? // International Monetary Fund Working Paper 06/163. – 2006. – June; Crockett A. Marrying the Micro- and Macro-prudential Dimensions of Financial Stability. Remarks before the 11th International conference of banking Supervisors. Basel, 2000, September, 20–21.

Таблиця 2

Сучасний стан розуміння терміна "фінансова стабільність"

№	Джерело	Визначення терміна "фінансова стабільність"
1.	Foot M. What is financial stability and how do we get it? // Speech on Meeting of the Financial Services Authority and ACI (UK), 2007.	"На відміну від терміна "монетарна (або цінова) стабільність", щодо якого вже досягнуто загально-го розуміння і консенсусу, термін "фінансова стабільність" ще не отримав загальновизнаного визначення, хоча ми всі розуміємо, що це "гарна річ". Моє визначення цього терміна полягає в такому. Маємо стан фінансової стабільності, якщо спостерігаємо: 1) монетарну стабільність; 2) рівень зайнятості, близький до природного; 3) упевненість в операціях більшості ключових фінансових інститутів і ринків в економіці; 4) відсутність різких цінових рухів фінансових і реальних активів, що порушують умови 1) і 2)".
2.	Показники фінансової стабільності. Посібник Міжнародного валютного фонду, 2007.	"Головне завдання цього видання полягає в тому, щоб дати роз'яснення щодо концепцій і визначень, джерел даних і методів, використовуваних у макропруденційному аналізі. Такий аналіз являє собою оцінку і контроль сильних боків і вразливих місць фінансових систем із метою підвищення фінансової стабільності, зокрема, для зниження ймовірності краху фінансової системи". (У цьому ключовому концептуальному виданні МВФ із фінансової стабільності відсутнє визначення терміна "фінансова стабільність". – Т.У.)
3.	Crockett A. The Theory and Practice of Financial Stability // GEI Newsletter Issue. Global Economic Institutions. – 1997. – № 6.	"Я збираюся визначати фінансову стабільність як відсутність нестабільності ... фінансова нестабільність – це ситуація, в якій функціонування економіки потенційно погіршується коливаннями цін фінансових активів або нездатністю фінансових інститутів виконувати свої договірні зобов'язання".
4.	Schinasi G.J. Defining Financial Stability // IMF Working Paper. International Monetary Fund. – 2004. – № 187. – P. 18.	"Фінансова стабільність – це ситуація, в якій фінансова система здатна задовільно виконувати три ключові функції одночасно. По-перше, фінансова система ефективно і безупинно сприяє міжчасовому розподілу ресурсів в економіці від власників заощаджень до інвесторів і розподілу економічних ресурсів загалом. По-друге, фінансові ризики на перспективу визначаються й оцінюються з прийнятною точністю, а також відносно добре керуються. По-третє, фінансова система перебуває в такому стані, що вона без напруги, якщо не безупинно, може абсорбувати фінансові та реальні економічні непередбачувані події або шоки. Фінансова система перебуває у стані стабільності, коли вона сприяє функціонуванню економіки (а не перешкоджає йому) і розсіює фінансові дисбаланси, які виникають ендегенно або як результат значних негативних і непередбачуваних подій".
5.	Ferguson R. From Speech on Meeting of the Board of Governors of the U.S. Federal Reserve System	"Мені видається корисним визначити фінансову стабільність через її протилежність – фінансову нестабільність. Я визначаю фінансову нестабільність як ситуацію, для якої характерні три основних критерії: 1) ціни на деякі ключові фінансові активи різко відхиляються від своїх фундаментальних основ; 2) функціонування кредитних ринків порушено, внаслідок чого 3) значно відхиляються від нормального рівня агреговані видатки".

№	Джерело	Визначення терміна "фінансова стабільність"
6.	Огляд фінансової стабільності. Бундесбанк, 2006.	"Термін "фінансова стабільність" означає сталий стан, за якого фінансова система ефективно виконує свої ключові економічні функції, такі як розподіл ресурсів, передання ризиків, здійснення платежів, а також здатна робити це в разі виникнення шоків, стресових ситуацій і в періоди глибоких структурних змін".
7.	В.Дуйзенберг, екс-президент ЄЦБ	"Монетарну стабільність визначено як стабільність загального рівня цін або як відсутність інфляції чи дефляції. Фінансова стабільність дотепер не має загальноприйнятого визначення. Тим не менш, здається, досягнуто широкого консенсусу в тому, що фінансова стабільність означає чітке функціонування ключових елементів, що складають фінансову систему".
8.	З виступу Т.Падоа-Скьоппа, члена Ради керівників і Виконавчої ради ЄЦБ, 2004.	Фінансова стабільність – це "стан, коли фінансова система здатна протистояти шокам без розвитку кумулятивних процесів, що порушують трансформацію заощаджень в інвестиції та здійснення платіжних операцій в економіці".
9.	Ф.Мишкин, член Ради керівників ФРС США.	Фінансова нестабільність виникає, коли фінансова система піддається шокам, що супроводжуються інформаційними потоками так, що вона більше не в змозі трансформувати заощадження в інвестиції.
10.	Центральний банк Норвегії	Фінансова стабільність визначається як відсутність криз у фінансовій системі, тобто фінансовий сектор є стійким до шоків фінансових установ чи фінансових ринків.
11.	Н.Веллінк, президент банку Нідерландів	Стабільна фінансова система здатна ефективно розподіляти ресурси й абсорбувати шоки, перешкоджати їх руйнівному впливу на реальну економіку або на інші фінансові системи.

Проте всі ці визначення описують, радше, наслідки фінансової стабільності (або нестабільності) для економіки, ніж її внутрішній змістовний зміст і фундаментальну сутність. Недостатня глибина розуміння феномена фінансової стабільності та відсутність її системного визначення перешкоджають осмисленню всього різноманіття механізмів її порушення, а отже, вибору ефективної послідовності превентивних або антикризових дій регулювальних органів.

У відомій праці Стіглера² сформульована фундаментальна методологічна проблема економічної теорії, що, зокрема, залишається каменем спотикання й у контексті досліджень фінансової стабільності. Вона полягає у традиційно недостатній увазі дослідників до точного визначення використовуваних термінів, обґрунтованості вихідних передумов, а також в існуванні неявних припущень, які припускають із контекста. Стіглером сформульовано основні вимоги до необхідного рівня чіткості й аналітичної цінності впроваджуваних визначень: "Упроваджувана концепція з задовільною ясністю, тобто з такою ясністю, яку дозволяє стан науки, має визначати модель, що може бути використана професіоналами в найрізнома-

² *Stigler J. Essays in the History of Economics. – Chicago: University of Chicago Press, 1965.*

нітніших теоретичних дослідженнях для того, щоб не було потреби обговорювати основи науки за кожного розширення або застосування теорії. Визначення має охоплювати внутрішній змістовний зміст розглядуваного явища, щоб теоретичні передбачення були емпірично надійними”³.

Незважаючи на різноманіття існуючих визначень і підходів до кількісної оцінки, щодо концепції “фінансова стабільність” ці вимоги на сьогодні остаточно не реалізовано. Більше за те, аналогічний стан справ спостерігаємо й у частині визначення термінів “фінансова система” і “фінансова рівновага”. Відсутність систематичних і чітких визначень ключових понять спричиняє логічні пробіли в засадах теорії, виникнення методологічної плутанини і парадоксів, що породжують суперечливі практичні висновки і помилки регулювання, що в кінцевому підсумку веде до величезних витрат.

Наведемо ключові та найвідоміші парадокси макрорегулювання, пов’язані з недостатньою глибиною розуміння феномена фінансової стабільності, які дотепер не знайшли свого розв’язання і є предметом активних дебатів.

1. Парадокс кредитора останньої інстанції (парадокс Мінські) (Lender-Of-Last-Resort Paradox – paradox Minsky).

Одним з інструментів макрорегулювання, спрямованих на забезпечення фінансової стабільності за виникнення фінансових потрясінь у банківському секторі, є виконання центральним банком функції кредитора останньої інстанції. З погляду короткострокових цілей підтримання фінансової стабільності такий захід є досить ефективним: він забезпечує довіру до банківської системи, перешкоджає поширенню банківської паніки і процесу масового вилучення депозитів у разі фінансових потрясінь. Проте в довгостроковому періоді цей регулювальний захід має приховані негативні наслідки. Він спотворює ринкові механізми координації й сам є джерелом нагромадження фінансової нестабільності в банківській системі: банки, знаючи про існування кредитора останньої інстанції, з метою отримання більшої прибутковості знижують свої кредитні стандарти (moral hazard problem) і тим самим провокують зростання ймовірності фінансових потрясінь. *Тобто короткострокові вигоди фінансової стабільності породжують витрати зростаючої ймовірності нестабільності в довгостроковому періоді.* Цей феномен, описаний у відомих працях Мінські (парадокс Мінські), має місце в будь-яких ситуаціях, у яких відносини між суб’єктами подібні до відносин між страховою компанією та її клієнтом, тобто коли несприятливі економічні події в житті однієї сторони гарантовано компенсуються іншою стороною. В такій ситуації перша із сторін отримує стимул іти на підвищений ризик. Ця суперечність, називана також міжчасовим парадоксом фінансової стабільності (intertemporal financial stability trade-off), сьогодні є предметом дискусій і джерелом суперечливих практичних рекомендацій.

2. Парадокс пруденційної політики (prudential policy paradox). Заходи пруденційної політики з підтримання фінансової стабільності передбачають деякі валютні обмеження, а також певні тверді вимоги до платоспроможності банків і створення ними резервів ліквідності. З одного

³ Там же. – С. 51.

боку, це сприяє абсорбції можливих шоків і скороченню ризиків фінансової дестабілізації, з іншого боку – збільшує альтернативні витрати банків із підтримання ліквідності та знижує їхні інвестиційні можливості. Таким чином, спотворюються ринкові механізми ефективного розподілу фінансових ресурсів у масштабах економіки загалом. Це в довгостроковому аспекті веде до зниження спроможності банків генерувати прибуток, а отже, і майбутню ліквідність. Суть парадокса пруденційної політики полягає в суперечності між стабільністю й ефективністю, або, інакше кажучи, в суперечності між короткостроковою і довгостроковою ліквідністю банківської системи. Дотепер обґрунтованого і вичерпного розв'язання цієї суперечності не знайдено, що спричиняє неузгоджені рекомендації на рівні макрорегулювання.

3. Парадокс цінової та фінансової стабільності (price stability and financial stability paradox). Інструменти центрального банку, використовувані для підтримання фінансової стабільності (ставки рефінансування, резервні вимоги, операції на відкритому ринку), з самого початку створювалися для розв'язання їхнього первинного завдання – підтримання цінової стабільності. Вплив цих інструментів на фінансову стабільність є непрямим і, крім того, виявляється з певними часовими лагами. Інтенсивне використання монетарних важелів для підтримання фінансової стабільності може спричинити цінові та курсові коливання і, таким чином, суперечити розв'язанню завдання підтримання цінової стабільності. Внаслідок того, що фінансова стабільність є дуже чутливою до екзогенних шоків – від природних катастроф і до змін ринкових настроїв, активна політика центрального банку з її підтримання сама може стати джерелом дестабілізації.

4. Парадокс кількісних індикаторів фінансової стабільності (Financial stability quantitative indicators paradox). На відміну від показника цінової стабільності, не існує єдиного загальновизнаного кількісного індикатора фінансової стабільності. Існуючі підходи до розроблення систем індикаторів фінансової стабільності (зокрема, підходи МВФ), незважаючи на те, що вони містять десятки показників, відбивають лише деякі боки фінансової стабільності й мають дискретну фрагментарну природу. Ясно, що це тільки перший етап у розумінні різноманітної та складної природи фінансової стабільності, який є явно недостатнім для запобігання фінансових криз або розроблення антикризових стратегій.

Абсолютно очевидно, що феномен фінансової стабільності має багатобічний і комплексний характер: не існує фінансової стабільності не лише без стабільності фінансових інститутів і фінансових ринків, а й також без бюджетної стабільності, стабільності платіжного балансу, фінансової стабільності реального сектора (нефінансових фірм, домогосподарств, товарних ринків) та інших елементів. Якщо різко знижується платоспроможність ключових підприємств реального сектора і відбувається спад виробництва, що, своєю чергою, спричиняє зростання безробіття і неплатоспроможність домогосподарств, то це неминуче позначається на стані банківської системи і призводить до фінансової дестабілізації. Якщо у платіжному балансі нагромаджуються диспропорції, які істотно відхиляють

його від стану рівноваги, це може призвести до дестабілізації валютного ринку, до валютної та фінансової кризи.

Цілком можливо, що саме це різноманіття і складність взаємозв'язків елементів фінансової стабільності й є причиною того, що в економічній науці дотепер ще не вироблене універсальне сутнісне операційне визначення цього терміна. І це, своєю чергою, призвело до того, що існуючі системи індикаторів фінансової нестабільності мають фрагментарний характер і не відбивають нелінійну динаміку процесів нагромадження в економіці потенціалу фінансової дестабілізації. Ясно, що це перешкоджає ефективній ранній діагностиці фінансових криз і своєчасному розробленню заходів щодо їх запобігання.

Перелік існуючих суперечностей можна продовжувати, проте й описаних тут достатньо, щоб зробити висновок про серйозність методологічних проблем, про відсутність цілісної теорії фінансової стабільності, що зумовлює нерозв'язаність гострих практичних завдань макрорегулювання і на рівні національних економік, і на рівні світової фінансової системи.

Для того щоб просунутися вперед у розв'язанні цих проблем, на мій погляд, **потрібно вийти за вузькі рамки загальноприйнятого підходу до розуміння феномена фінансової стабільності**. Цей феномен є таким складним і різноманітним, що охопити його за допомоги недостатньо розвинутого концептуального апарата, набору (хай навіть великого) простих коефіцієнтів і мислення в рамках лінійного аналізу уявляється неможливим. Необхідний понятійний апарат, який дозволив би розглядати фінансову стабільність як складне системне динамічне явище, аналізувати ступінь координації його підсистем і прогнозувати нелінійні процеси нагромадження потенційних дисбалансів. Розгляду такого понятійного апарата і присвячено наступні розділи.

Фінансова стабільність як складне системне динамічне явище

"Будь-яке досить складне явище не може бути описано засобами однієї мови".

Нільс Бор

Сенс твердження Нільса Бора полягає в тому, що опис складних явищ є можливим лише за допомоги засобів, які самі мають достатній рівень складності. Як показала практика, обійти цей загальний методологічний принцип за розв'язання проблем підтримання фінансової стабільності й на рівні окремих країн, і на рівні світової економічної системи не вдається.

Виокремимо ті *явні та неявні методологічні установки, які сьогодні панують* у сфері досліджень фінансової стабільності та практики її забезпечення:

- 1) фінансова стабільність – це певна властивість фінансової системи;
- 2) термін "фінансова система", який західні автори тлумачать у вузькому сенсі – як сукупність фінансових інститутів (банківських і небанківських фінансових організацій), фінансових ринків і фінансової інфраструктури; натомість у пострадянському академічному просторі панує

точка зору на фінансову систему як на сукупність усіх фінансових відносин в економіці;

3) як сутнісні властивості фінансової стабільності пропонуються різні описи наслідків стабільності або нестабільності для економіки загалом;

4) існує "методологічна прірва" між розумінням макрофінансової стабільності та фінансової стабільності на мікрорівні (на рівні банку, підприємства тощо). Якщо фінансову стабільність банку розуміють як його високу платоспроможність і ліквідність, оцінювану за допомоги усталеної системи показників, то фінансова стабільність на макрорівні не є таким самим чітким і вимірним поняттям, а являє собою набагато складнішу і неструктуровану концепцію.

Ці установки не можна назвати неправильними, проте вони мають низку істотних хиб: з одного боку, надмірну вузькість, з іншого – деяку розпливчастість, яка не дозволяє дати універсальне системне динамічне визначення фінансової стабільності, що відіграло б конструктивну роль у розумінні процесів фінансової дестабілізації та запобіганні фінансових криз.

Якщо під фінансовою стабільністю мати на увазі певну властивість *фінансової системи*, яку західні автори розуміють у вузькому сенсі, то така концепція стабільності не зможе охопити всю повноту фінансових процесів у реальному секторі, проблеми незбалансованого державного бюджету, кризові процеси в динаміці зовнішньоекономічних потоків і платіжного балансу, проблеми дестабілізації цін на товарних ринках та інфляційні процеси. Саме у зв'язку з цим виникають методологічні парадокси, описані вище. Якщо під фінансовою системою розуміти всю сукупність фінансових відносин в економіці, що, на наш погляд, ближче до істини, то виникає інша проблема – недостатньої чіткості й інструментальності для розроблення сутнісного операційного визначення фінансової стабільності, і тут потрібні уточнення.

Автором запропоновано методологічний підхід, що, по-перше, дозволяє зняти проблему вузькості вихідних установок, а по-друге, відкриває можливості для системного, конструктивного і ясного визначення фінансової стабільності, яке матиме достатній рівень загальності та глибини. За допомоги цього підходу можна також розробити ефективну систему діагностики потенціалів фінансової дестабілізації – провісників фінансових криз. Окрім того, цей методологічний підхід може стати фундаментальною підставою для розроблення загальної теорії фінансової стабільності, що пояснює глибинні основи циклічних фінансових процесів і закономірностей виникнення і розвитку фінансових криз. Така теорія дозволила б по-новому глянути, зокрема, на закономірності утворення і розвитку валютних зон, закони еволюції світової фінансової архітектури та інші найважливіші питання, що дотепер залишаються неясними для економічної науки.

Суть цього методологічного підходу полягає в такому.

1. У концептуальний апарат теорії фінансової стабільності треба ввести і глибоко розробити поняття *фінансової рівноваги економічної системи* як особливого динамічного фінансового режиму, в якому в ідеалі

може функціонувати економічна система (докладніше див. п. 3). Окремі вчені розробляли концепцію фінансової рівноваги, проте дотепер вона не отримала широкого застосування і вимагає подальшого розвитку й уточнень. Сьогодні в рамках досліджень фінансової стабільності цю концепцію взагалі не використовують. Утім, стабільність є властивістю, похідною від здатності системи перебувати в режимі рівноваги, тому осмислити феномен фінансової стабільності без глибокого розуміння сутності фінансової рівноваги не уявляється можливим. Саме тому дотепер відсутнє універсальне визначення фінансової стабільності, яке дозволило б правильно розуміти її сутність, адекватно оцінювати складну динаміку дестабілізаційних процесів і вчасно запобігати їх руйнівному впливу на економіку.

Термін "стабільність" (лат. *stabilis* – *сталий, постійний*) означає зміцнення, приведення в рівноважний усталений стан або підтримання цього стану, наприклад, забезпечення сталості яких-небудь процесів. Будь-яку систему можна подати як структуру, тобто низку одиниць або компонентів із стабільними властивостями. Проте система – це і події, і процеси, в ході яких "щось відбувається", змінюючи деякі властивості та відносини між одиницями. Як показав Т.Парсонс, система є стабільною, якщо вона може перебувати у відносній рівновазі, тобто відносини між її структурою і процесами, що відбуваються всередині її, а також між нею і зовнішнім світом є такими, що властивості та відносини, називані структурою, виявляються незмінними. В динамічних системах таке підтримання рівноваги залежить від процесів, що постійно змінюються, які "нейтралізують" як екзогенні, так і ендогенні шоки, що можуть призвести до деструктивної зміни структури і загибелі системи.

Отже, перший методологічний принцип пропонованого підходу полягає в тому, що **глибоке розуміння змісту фінансової стабільності без розуміння фундаментальної сутності фінансової рівноваги не уявляється можливим.**

2. Другий методологічний принцип полягає в необхідному розширенні розуміння об'єкта, до якого застосовують термін "фінансова стабільність". **Під фінансовою стабільністю слід розуміти певну властивість усієї економічної системи, а не фінансової системи у вузькому сенсі.** Це дозволить охопити фінансовий аспект функціонування всіх ключових підсистем економіки, які визначають можливості підтримання фінансової стабільності. Крім того, це усуне методологічні провали і парадокси, створить чітку логічну підставу для розуміння фінансової стабільності з єдиних концептуальних позицій для економічних систем різного рівня: підприємства, банку, банківської системи, товарних і фінансових ринків, бюджету, платіжного балансу, національної економіки і світової економічної системи загалом.

3. Перші два методологічні принципи дозволяють розширити, поглибити і конкретизувати визначення фінансової стабільності економічної системи. Отже, **під фінансовою стабільністю економічної системи слід розуміти такий режим її функціонування, коли а) вона перебуває в динамічному стані фінансової рівноваги або б) в разі екзогенних чи**

ендогенних шоків її відхилення від рівноваги лежить у заданих межах і вона здатна повернутися в режим фінансової рівноваги.

Таке визначення дозволяє охопити реальні риси складної економічної дійсності за рахунок таких переваг нового підходу:

1) відповідно до нього фінансова стабільність має *системний характер* і є синергетичним результатом взаємодії економічних підсистем; цей принцип відкриває можливості з системних позицій розглянути нелінійні процеси нагромадження потенціалів фінансової дестабілізації;

2) фінансова стабільність має *складний динамічний характер* і виявляється у здатності економічної системи до самозбереження в умовах екзогенних і ендегенних шоків; такий підхід дозволяє досліджувати механізми підтримання економічною системою режиму фінансової рівноваги;

3) на базі цього визначення стає можливим на єдиній концептуальній основі дати чіткі конструктивні визначення фінансової стабільності для конкретних економічних систем різного рівня (підприємств, банків, галузей, ринків, національної економіки, світової економіки загалом);

4) запропонований підхід дозволяє *розв'язати існуючі методологічні парадокси*, описані вище, і з системних позицій, використовуючи апарат загальної теорії систем, розробити систему діагностики потенціалів фінансової дестабілізації для економічних систем різного рівня.

Для того щоб визначення фінансової стабільності було чітким і конструктивним за своєю суттю, треба *чітко і конструктивно визначити вихідне поняття – фінансову рівновагу економічної системи*, чому і присвячений наступний розділ.

Концепція фінансової рівноваги економічної системи

1. Класифікація типів рівноваги економічних систем. Одна з найзагальніших класифікаційних ознак, що дозволяє структурувати все різноманіття типів рівноважних станів і виокремити два широкі класи серед них (цільова і нецільова рівновага), – це спосіб реалізації спрямованого руху системи.

Нецільової рівноваги система досягає за рахунок об'єктивного пристосування протидіючих сил у системі, що характеризують внутрішній принцип її устрою, і вона не пов'язана з цілепокладанням керуючого суб'єкта. Нецільова рівновага не має оцінного забарвлення – вона може бути "гарною" або "поганою" з погляду окремих критеріїв ефективності функціонування системи і є тим особливим станом, якого досягає система в результаті процесів саморегуляції та самоорганізації. Засобами реалізації спрямованого руху системи до нецільової рівноваги є дія механізмів негативних зворотних зв'язків, коли в *рівноважній області зовнішній вплив на систему спричиняє в ній процеси, які компенсують цей вплив*. Інакше кажучи, діє закон рівноваги Ле-Шательє: системи, що перебувають у рівновазі, виявляють тенденцію зберігати її, чинячи внутрішній опір силам, спрямованим на її зміну.

Якщо ж внутрішній устрій системи є таким, що в ній домінують механізми позитивного зворотного зв'язку, тобто зовнішній вплив спричиняє

внутрішні процеси, що підсилюють цей вплив, то система дедалі більше відхиляється від рівноважного стану і він стає для неї недосяжним.

Цільова рівновага – це стан оптимуму, якого досягає система під впливом діяльності керуючого суб'єкта. Такий тип рівноваги пов'язаний із виокремленням керуючої підсистеми, яка є функціонально автономною, процесом суб'єктивного цілепокладання й оптимального керування. Стан цільової рівноваги економічної системи відповідає рівноважним значенням змінних функціонального інваріанта, які оптимізують певну цільову функцію.

Друга найважливіша класифікаційна ознака рівноважного стану пов'язана з методологією, використовуваною дослідником, – статикою, порівняльною статикою або динамікою. Напрямок еволюції теоретичних уявлень про рівноважні стани визначається прагненням дослідників до подолання статичності методологічних принципів на дедалі вищому рівні: від статичної – до порівняльної статичної – до динамічної і лагової динаміки.

Наступною класифікаційною ознакою систематизації рівноважних станів є рівень і специфіка економічної системи, рівновагу якої досліджують. Прикладами рівноважних станів на підставі цієї ознаки можуть бути: на макrorівні – рівновага ринку, рівновага національного доходу за заданих умов інвестування і споживання в економіці, фінансова рівновага економіки; на мікрорівні – фінансова рівновага підприємства, банку, рівновага споживача, загальна рівновага фірми. На рис. 1 подано загальну схему класифікації типів рівноваги економічних систем і місце фінансової рівноваги в цій класифікації.

Перейдемо до дослідження змістовного смислу терміна "фінансова рівновага економічної системи" і розроблення його системного операційного визначення.

2. Визначення фінансової рівноваги економічної системи мікрорівня. Термін "фінансова рівновага" (*l'equilibre des flux*) найповніший розвиток отримав стосовно економічних систем мікрорівня. Його використовують учені французької наукової школи фінансового менеджменту для позначення такого режиму функціонування підприємства, за якого в кожний період часу процеси надходження і витрачання коштів є збалансованими, тобто сальдо додатних і від'ємних грошових потоків дорівнюють нулю:

$$\sum_{i=1}^{n_1} f_i^+(t) = \sum_{j=1}^{n_2} f_j^-(t), \text{ де } t \in [0, T].$$

Передбачають, що такий режим функціонування підприємства, який називають режимом фінансової рівноваги, забезпечує його безкризисний фінансовий розвиток: відсутні кризи ліквідності та платоспроможності.

У понятійному апараті американської школи фінансового менеджменту термін "фінансова рівновага" відсутній, проте як його аналог використовують поняття синхронізації грошових потоків у часі (*cash flows synchronization*).

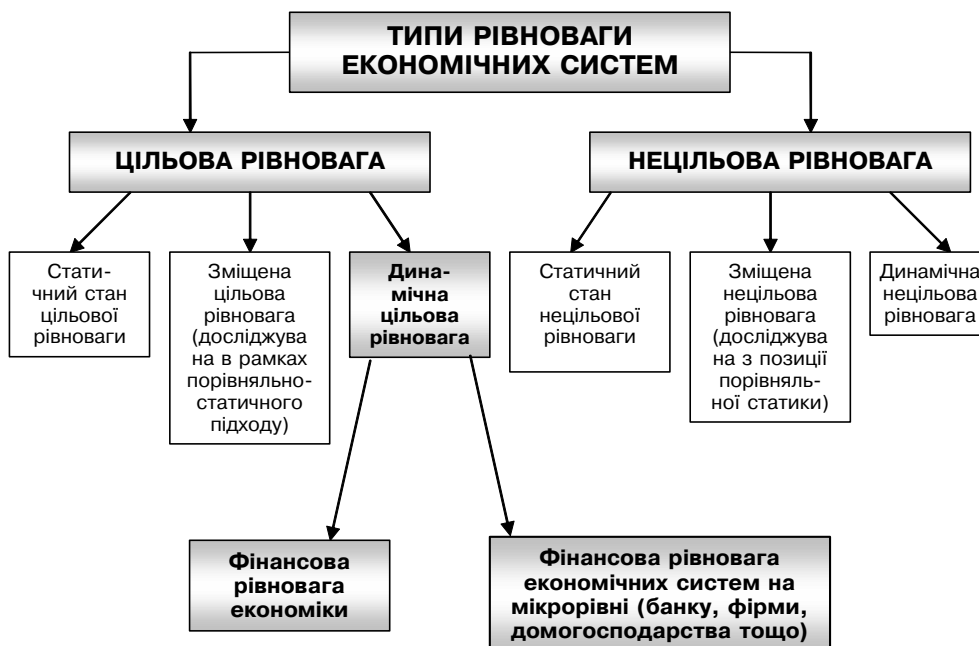


Рисунок 1. Класифікація типів рівноваги економічних систем і місце фінансової рівноваги в цій класифікації

На наш погляд, концепція фінансової рівноваги має набагато глибший змістовний зміст, який охоплює широкий спектр питань взаємодії фінансових процесів у складних динамічних економічних системах. Вона застосовна до економічних систем різного рівня – підприємств, домогосподарств, банківської системи, ринків, бюджету, платіжного балансу, національної економіки, світової економіки в цілому. Як наслідок ця концепція може стати тим методологічним мостом, який дозволить перебороти розриви в розумінні фінансової стабільності на макро- і мікрорівні.

Розробимо ширше визначення терміна "фінансова рівновага" стосовно економічних систем мікрорівня. Розуміння концепції фінансової рівноваги підприємства як абсолютної синхронізації грошових потоків є надто обмеженим. Якщо підприємство перебуває в такому фінансовому режимі, то теоретично сума коштів на його рахунку може бути рівною нулю. Ця ситуація є не оптимальною внаслідок того, що в цьому разі задовольняється лише транзакційний попит підприємства на кошти, при цьому інші життєво важливі компоненти сукупного попиту на гроші – попит, зумовлений мотивом обережності (precautionary demand), а також мотивом підтримання кредитного рейтингу і зберігання компенсаційних залишків, лишаються незадоволеними. Тобто режим синхронізації грошових потоків не описує структуру оптимального фінансового стану і не дозволяє досить повно розкрити вплив параметрів фінансової політики підприємства і зовнішнього середовища на динамічні властивості рівноважного стану, його досяжність і стабільність. Потрібне ширше розуміння фінансової рівноваги, для якого синхронізація грошових потоків буде лишень одним з окремих випадків. Для цього треба ввести низку нових понять.

Назвемо **сукупним потенціалом фінансової дестабілізації $F(t)$** підприємства таку величину, яка відбиває непокриті фінансові потреби підприємства в момент часу t для фінансування його ефективної операційної, інвестиційної та фінансової діяльності відповідно до заданої економічної стратегії.

Зміна функції потенціалу фінансової дестабілізації в часі несе в собі значну інформацію про траєкторії фінансового розвитку фірми, її відхилення від рівноваги і нагромадження джерел нестабільності. В основі структури цієї функції лежать три ключових елементи, які відбивають три різномірних джерела формування потенціалу фінансової дестабілізації:

$$F(t) = U(t) + Z(t) - E(t),$$

де $U(t)$ – **внутрішній** потенціал фінансової дестабілізації фірми, що відбиває нагромадження фінансових проблем унаслідок помилок внутрішньофірмового управління; $Z(t)$ – фінансові втрати внаслідок **екзогенних шоків**, що впливають на підприємство (наприклад, для України – різкі несприятливі зміни курсу валюти, падіння експортних цін, зростання цін на імпортований газ тощо); $E(t)$ – компенсація фінансових втрат унаслідок впливу **зовнішніх стабілізаторів**, зокрема, заходів макрорегулювання, спрямованих на компенсацію екзогенних шоків.

Розглянемо глибше змістовний зміст **внутрішнього потенціалу фінансової дестабілізації**.

Назвемо **ефективним попитом підприємства на гроші $D_e(t)$** мінімальний обсяг коштів, необхідний підприємству в момент часу t для найефективнішого здійснення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності для заданої економічної стратегії та задоволення:

- 1) транзакційного попиту на гроші $D_{TR}(t)$;
- 2) попиту, зумовленого мотивом обережності $D_P(t)$;
- 3) попиту на компенсаційні залишки $D_C(t)$;
- 4) попиту на кошти для підтримання кредитного рейтингу $D_R(t)$.

Оскільки одна і та сама сума може одночасно слугувати кількома цілям, структуру ефективного попиту підприємства на гроші можна подати в такий спосіб:

$$D_E(t) = \max\{D_C(t), D_R(t)\} + D_\Delta(t),$$

де перша складова, визначена як максимальне значення з двох величин – компенсаційного залишку і суми для підтримання кредитного рейтингу, задає той рівень, нижче якого не має опускатися сума коштів на рахунок підприємства; друга складова – волатильна частина ефективного попиту $D_\Delta(t)$ – має відповідати сумі коштів для задоволення транзакційного попиту і попиту, зумовленого мотивом обережності (рис. 2).

Рівень волатильної складової ефективного попиту – $\max\{D_C(t), D_R(t)\}$ – визначається вибором банку, його політикою надання кредиту й інших послуг, загальною кон'юнктурою кредитного ринку, що детермінує потріб-

ний рівень кредитного рейтингу підприємства для укладання ефективних угод із залучення фінансових ресурсів.

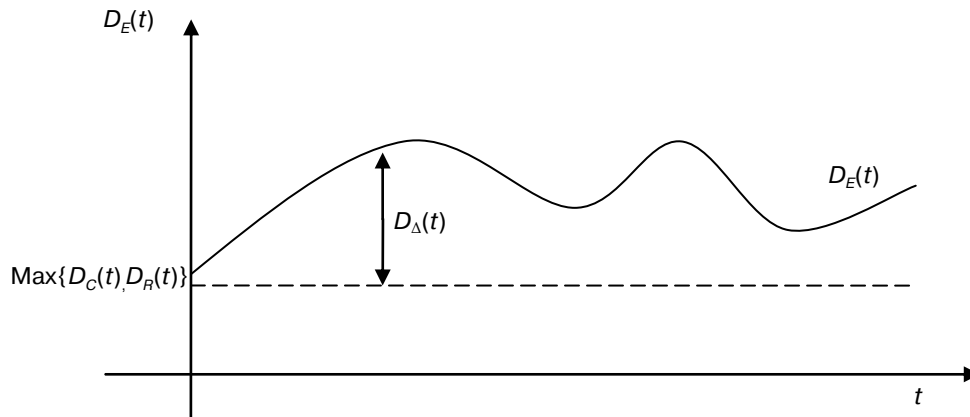


Рисунок 2. Структура ефективного попиту підприємства на кошти

Рівень другої складової ефективного попиту $D_{\Delta}(t)$ визначається параметрами, які детермінують трансакційний попит і попит на грошовий резерв для страхування від ризику. До чинників, що визначають трансакційний попит, належать характеристики економічної стратегії підприємства, особливості його операційного, інвестиційного і фінансового циклів. Рівень попиту, зумовленого мотивом обережності, визначається мірою нестабільності ринків, на яких розвивається діяльність підприємства, масштабом діяльності, чинниками ризику загальноекономічної ситуації у країні та світі.

Таким чином, сукупність параметрів, що визначають ефективний попит підприємства на кошти, можна об'єднати у три групи:

1) сукупність параметрів політики фінансового управління підприємством, вираженої у вигляді вектора $\vec{\varphi}(t) = (\varphi_1(t), \varphi_2(t), \dots, \varphi_l(t))$;

2) вектор параметрів його економічного розвитку $\vec{z}(t) = (z_1(t), z_2(t), \dots, z_k(t))$;

3) вектор параметрів, що задають стан зовнішнього середовища, $\vec{l}(t) = (l_1(t), l_2(t), \dots, l_j(t))$.

При цьому фінансова політика підприємства залежить від його економічного розвитку, стратегічних цілей і стану зовнішнього середовища, тобто компоненти вектора фінансової політики є функціями векторів $\vec{z}(t)$ та $\vec{l}(t)$: $\vec{\varphi}(t) = \vec{\varphi}(t, \vec{z}(t), \vec{l}(t))$.

Функція ефективного попиту підприємства на кошти має вигляд:

$$D_E = D_E(t, \vec{\varphi}(t, \vec{z}(t), \vec{l}(t)), \vec{z}(t), \vec{l}(t)).$$

Оптимальний фінансовий режим функціонування підприємства, тобто його фінансова рівновага, передбачає, що ефективний попит під-

приємства на кошти в кожний момент t розглядуваного періоду $[0; T]$ має бути задоволений.

Суму коштів, наявних у підприємства в момент часу t для задоволення його ефективного попиту на гроші, назовемо **акцептованою пропозицією коштів підприємства $S(t)$** .

Його величина також визначається вектором фінансової політики підприємства, параметрами економічного розвитку і станом зовнішнього середовища:

$$S = S(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t)).$$

У цьому контексті категорії ефективного попиту й акцептованої пропозиції тлумачать у термінах грошових запасів, збалансована динаміка яких визначає можливість досягнення підприємством стану фінансової рівноваги. Якщо ефективний попит на гроші істотно перевищує їх акцептовану пропозицію, це стає внутрішнім джерелом виникнення кризи ліквідності, тобто фінансової дестабілізації підприємства.

Величина неузгодженості ефективного попиту на гроші й акцептовану пропозицію грошей у момент часу t і складає зміст **внутрішнього потенціалу фінансової дестабілізації підприємства $U(t)$** :

$$U(t) = D_E(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t)) - S(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t)).$$

Якщо внутрішній потенціал фінансової дестабілізації більше 0, тобто $U(t) = D_E(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t)) - S(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t)) > 0$, то ефективний попит на гроші не задовольняється і виникають передумови кризи ліквідності. Негативний потенціал фінансової дестабілізації свідчить про надлишок коштів понад необхідні резерви, тобто про неефективну фінансову політику підприємства й утрату прибутковості, що може негативно позначитися на стані ліквідності в майбутньому.

Динаміка внутрішнього потенціалу фінансової дестабілізації може бути описана диференціальним рівнянням:

$$\frac{d\bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t))}{dt} = \gamma(t) [D_E(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)) - S(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t))],$$

$$\frac{d\gamma(t)}{dt} < 0, \gamma(0) = 0,$$

де $\frac{d\bar{\varphi}}{dt}$ – швидкість зміни фінансової політики підприємства в разі неузгодженості ефективного попиту на гроші та їх акцептованої пропозиції; $\frac{d\gamma(t)}{dt}$ описує зміни мультиплікатора щодо цього дисбалансу.

Це рівняння описує закон попиту підприємства на гроші та їх пропозиції. Разом із рівнянням

$$U(t) = D_E(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t)) - S(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t)) = 0$$

воно описує динамічний процес, який у разі стабільності досягає своїх граничних значень. За виконання останньої рівності внутрішній потенціал

фінансової дестабілізації дорівнює нулю $U(t) = 0$ і фінансова політика $\bar{\varphi}(t) = \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t))$ не вимагає змін. Це відповідає режиму фінансової рівноваги підприємства в ситуації відсутності екзогенних шоків.

У загальному випадку, коли існує можливість екзогенних шоків, оптимальному фінансовому режиму функціонування, тобто **динамічному режиму фінансової рівноваги підприємства, відповідає ситуація, коли сукупний потенціал фінансової дестабілізації підприємства дорівнює нулю:**

$$F(t) = U(t) + Z(t) - E(t) = [D_E(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t)) - S(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t))] + Z(t) - E(t) = 0.$$

Оптимальний вектор фінансової політики підприємства $\bar{\varphi}^*(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t))$, який забезпечує досягнення фінансової рівноваги, тобто рівність сукупного потенціалу фінансової дестабілізації нулю, назовемо **рівноважним вектором фінансової політики підприємства:**

$$[D_E(t, \bar{\varphi}^*(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t)) - S(t, \bar{\varphi}^*(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t))] + Z(t) - E(t) = 0, \quad \forall t \in [0; T].$$

На базі запропонованого методологічного підходу стає можливим дати визначення фінансової рівноваги будь-якої економічної системи: **фінансова рівновага економічної системи – це фінансовий режим її функціонування, за якого сукупний потенціал фінансової дестабілізації цієї системи дорівнює нулю.**

Якщо рівновага не встановилася й у системі існують градієнти сукупного потенціалу фінансової дестабілізації, то фінансовий режим функціонування системи є нерівноважним.

Процес фінансової релаксації економічної системи – це процес її переходу з нерівноважного стану у стан фінансової рівноваги. **Період фінансової релаксації** – інтервал часу, впродовж якого відбувається цей процес.

Якщо розглянути процес, що протікає в економічній системі із швидкістю, значно меншою за швидкість релаксації, на будь-якому етапі котрого сукупний потенціал фінансової дестабілізації встигає вирівнюватися (проходить через нульове значення), він являє собою ланцюжок рівноважних станів. Такий процес, досить повільний щодо швидкості релаксації системи, доцільно називати рівноважним. Теоретична модель цього процесу може стати адекватним аналітичним інструментом дослідження проблеми рівноважного економічного зростання.

Прикладна цінність уведеного визначення фінансової рівноваги економічної системи полягає в тому, що воно дозволяє на єдиній методологічній основі досліджувати закономірності режиму фінансової рівноваги для економічних систем різного роду: підприємств, домогосподарств, банків, небанківських фінансових інститутів тощо (табл. 3).

Розроблений підхід дозволяє перейти до розгляду концепції фінансової рівноваги на вищому рівні узагальнення і на підставі цього конкре-

тизувати вказане визначення фінансової стабільності економічної системи стосовно макроекономічного рівня.

Таблиця 3

Фінансова рівновага для економічних систем мікрорівня

№	Економічна система	Визначення фінансової рівноваги даної системи	Позначення
1	Банк	$F_b(t) = U_b(t) + Z_b(t) - E_b(t) =$ $[D^b_E(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t)) -$ $- S^b(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t))] +$ $+ Z^b(t) - E^b(t) = 0$	D^b_E – ефективний попит банку на кошти; S^b – акцептована пропозиція коштів; $Z^b(t)$ – фінансові втрати банку від екзогенних шоків; $E^b(t)$ – компенсація фінансових втрат банку внаслідок впливу зовнішніх стабілізаторів (монетарних і фінансових заходів органів макрорегулювання)
2	Домогосподарство	$F_h(t) = U_h(t) + Z_h(t) - E_h(t) =$ $= [D^h_E(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t)) -$ $- S^h(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t))] +$ $+ Z^h(t) - E^h(t) = 0$	D^h_E – ефективний попит домогосподарства на кошти; S^h – акцептована пропозиція коштів; $Z^h(t)$ – фінансові втрати домогосподарства від екзогенних шоків; $E^h(t)$ – компенсація фінансових втрат домогосподарств унаслідок впливу зовнішніх стабілізаторів
3	Підприємство	$F(t) = U(t) + Z(t) - E(t) =$ $= [D_E(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t)) -$ $- S(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t))] +$ $+ Z(t) - E(t) = 0$	D_E – ефективний попит підприємства на кошти; S – акцептована пропозиція коштів; $Z(t)$ – фінансові втрати підприємства від екзогенних шоків; $E(t)$ – компенсація фінансових втрат підприємства внаслідок впливу зовнішніх стабілізаторів

3. Визначення терміна "фінансова рівновага" для економічних систем макрорівня. Для забезпечення функціонування економіки в рівноважному фінансовому режимі необхідна підтримка у фінансовій рівновазі її ключових підсистем. Розглянемо концепції фінансової рівноваги і потенціалу фінансової дестабілізації стосовно таких економічних підсистем: реального сектора (тобто підприємств, домогосподарств, товарних ринків), банківської системи, сектора небанківських фінансових інститутів, фінансових ринків (табл. 4).

За допомоги уведених понять потенціалів фінансової дестабілізації ключових економічних підсистем: реального сектора – сектора підприємств $F_1(t)$, домогосподарств $F_2(t)$, товарних ринків $F_3(t)$; фінансової системи – банківської системи $F_4(t)$, системи небанківських фінансових інститутів $F_5(t)$, фінансових ринків $F_6(t)$; державного бюджету $F_7(t)$ і платіжного балансу $F_8(t)$, можна описати сукупний потенціал фінансової дестабілізації національної економіки загалом.

Таблиця 4

Визначення сукупного потенціалу фінансової дестабілізації економічних систем макрорівня

№	Економічна система	Сукупний потенціал фінансової дестабілізації для даної системи	Позначення
1	Сектор підприємств	$F_1(t) = \sum_{j=1}^N \alpha_{1j}(t) F_{1j}(t)$	$F_1(t)$ – показник сукупного потенціалу фінансової дестабілізації сектора підприємств; $F_{1j}(t)$ – сукупний потенціал фінансової дестабілізації j -го підприємства реального сектора; $\alpha_{1j}(t)$ – вага j -го підприємства у фінансовому розвитку всього сектора
2	Сектор домогосподарств	$F_2(t) = \sum_{j=1}^N \alpha_{2j}(t) F_{2j}(t)$	$F_{2j}(t)$ – сукупний потенціал фінансової дестабілізації j -ї групи домогосподарств; $\alpha_{2j}(t)$ – вага j -ї групи у фінансовому стані сектора домогосподарств
3	Банківський сектор	$F_3(t) = \sum_{j=1}^N \alpha_{3j}(t) F_{3j}(t)$	$F_3(t)$ – показник сукупного потенціалу фінансової дестабілізації банківської системи; $F_{3j}(t)$ – потенціал фінансової дестабілізації j -го банку банківської системи; $\alpha_{3j}(t)$ – вага j -го банку у фінансовому стані банківської системи
4	Сектор небанківських фінансових інститутів	$F_4(t) = \sum_{j=1}^N \alpha_{4j}(t) F_{4j}(t)$	$F_{4j}(t)$ – потенціал фінансової дестабілізації j -го небанківського фінансового інституту; $\alpha_{4j}(t)$ – вага j -го інституту у фінансовому стані сектора
5	Державний бюджет	$F_5(t) = U_5(t) + Z_5(t) - E_5(t) = [D^5_E(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t)) - S^5(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t)) + Z^5(t) - E^5(t)$	$U_5(t)$ – внутрішній потенціал фінансової дестабілізації держбюджету; $Z^5(t)$ – втрати держбюджету від екзогенних шоків; $E^5(t)$ – компенсація втрат держбюджету внаслідок дії зовнішніх стабілізаторів
6	Платіжний баланс	$F_6(t) = U_{PB}(t) + Z_{PB}(t) - E_{PB}(t),$ де $U_{PB}(t) = D^{PB}_E(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t)) - S^{PB}(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t))$	$U_{PB}(t)$ – внутрішній потенціал фінансової дестабілізації платіжного балансу, що дорівнює неузгодженості ефективного попиту країни на валютні кошти D^{PB}_E та їх акцептованої

№	Економічна система	Сукупний потенціал фінансової дестабілізації для даної системи	Позначення
			пропозиції $S^{PB}(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t))$; $Z_{PB}(t)$ – втрати валютних коштів країни внаслідок екзогенних шоків; $E_{PB}(t)$ – компенсація валютних втрат за рахунок зовнішніх стабілізаторів
7	Товарні ринки	$F_7(t) = \sum \alpha_{i7}(t) F_{i7}(t),$ $F_{i7}(t) = U_M^i(t) + Z_M^i(t) - E_M^i(t),$ $U_M^i(t) = D^i(t) - S^i(t)$	$\alpha_{i7}(t)$ – ваговий коефіцієнт, що відбиває значимість i -го товарного ринку у формуванні інфляційних процесів; F_{i7} – сукупний потенціал фінансової дестабілізації i -го товарного ринку; U_M^i – внутрішній потенціал фінансової дестабілізації; $Z_M^i(t)$ – дестабілізація, зумовлена екзогенними шоками; $E_M^i(t)$ – компенсація за рахунок дії зовнішніх стабілізаторів
8	Фінансові ринки	$F_8(t) = \sum_{i=1}^m \alpha_{i8}(t) F_{i8}(t)$ $F_{i8}(t) = U_{FM}^i(t) + Z_{FM}^i(t) - E_{FM}^i(t),$ $U_{FM}^i(t) = D^i(t) - S^i(t).$	$\alpha_{i8}(t)$ – ваговий коефіцієнт, що відбиває значимість i -го фінансового ринку у формуванні фінансової нестабільності економіки; $F_{i8}(t)$ – сукупний потенціал фінансової дестабілізації i -го фінансового ринку; U_{FM}^i – внутрішній потенціал фінансової дестабілізації; $Z_{FM}^i(t)$ – нестабільність, зумовлена екзогенними шоками; $E_{FM}^i(t)$ – компенсація за рахунок дії зовнішніх стабілізаторів

Сукупний потенціал фінансової дестабілізації економіки в момент часу t – це вектор $\vec{F}(t)$, компонентами якого є величини сукупних потенціалів фінансової дестабілізації ключових підсистем економіки:

$$\vec{F}(t) = (F_1(t), F_2(t), F_3(t), F_4(t), F_5(t), F_6(t), F_7(t), F_8(t)).$$

Це дозволяє дати системне визначення фінансової рівноваги економіки і використати його як аналітичний інструмент для дослідження проблем фінансової стабільності.

Стан фінансової рівноваги економіки – це такий фінансовий режим функціонування економіки, за якого вектор сукупного потенціалу фінансової дестабілізації економіки дорівнює нулю: $\vec{F}(t) = \vec{0}$.



Розроблений концептуальний апарат дозволяє дати системне визначення фінансової стабільності: **фінансова стабільність національної економіки – це такий режим функціонування економіки, коли а) вона перебуває в динамічному стані фінансової рівноваги або б) в разі екзогенних або ендегенних шоків її відхилення від рівноваги лежить у заданих межах і вона здатна повернутися в режим фінансової рівноваги.**

Запропонований концептуальний підхід – це лише крок уперед до розуміння складної природи фінансової стабільності та тих нелінійних циклічних процесів, які ведуть до її порушення. В подальшому він може сприяти розробленню загальної теорії фінансової стабільності й удосконаленню методів ранньої діагностики фінансових криз.