

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования
«Российская академия народного хозяйства и государственной службы
при Президенте Российской Федерации» (РАНХиГС)

ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ НА ЭКОНОМИЧЕСКОЕ РАЗВИТИЕ

Наркевич С.С., Трунин П.В., Чембулатова М.Е.

Москва 2020

АННОТАЦИЯ

Мировой финансовый кризис 2008-09 гг. наглядно продемонстрировал, что обеспечение ценовой стабильности центральными банками не гарантирует достижения финансовой стабильности и не является ее достаточным условием, а также показал, насколько разрушительным может быть результат накоплений дисбалансов в финансовой сфере. В ходе данного исследования систематизированы подходы к классификации инструментов макропруденциальной политики; определены каналы и механизмы влияния мер макропруденциальной политики на макроэкономические параметры развития; на основе обзора теоретической и эмпирической литературы выявлены условия и факторы, определяющие степень влияния макропруденциальной политики на экономику; систематизированы эконометрические методы и подходы, используемые для оценки влияния макропруденциальной политики на макроэкономические показатели; определены условия на финансовом рынке, при которых должны применяться меры макропруденциальной политики, а также оценены последствия реализации Банком России мер макропруденциальной политики.

ABSTRACT

The global financial crisis of 2008-09 patently demonstrated that ensuring price stability by central banks does not guarantee the achievement of financial stability and is not a sufficient condition for it. It also showed how destructive the result of accumulating imbalances in the financial sector can be. In the course of this study, approaches to the classification of macroprudential policy instruments have been systematized; channels and mechanisms of the influence of macroprudential policy measures on the macroeconomic parameters of development have been determined; on the basis of a review of theoretical and empirical literature, the conditions and factors that determine the degree of influence of macroprudential policy on the economy are identified; systematized econometric methods and approaches are used to assess the impact of macroprudential policy on macroeconomic indicators; the conditions in the financial market under which macroprudential policy measures should be applied are identified; assessed the consequences of the implementation by the Bank of Russia of macroprudential policy measures.

СОДЕРЖАНИЕ

ОБОЗНАЧЕНИЯ И СОКРАЩЕНИЯ	5
ВВЕДЕНИЕ	6
1 Макропруденциальная политика центральных банков	8
1.1 Макропруденциальная политика: цели, задачи, преимущества и недостатки	8
1.2 Меры макропруденциальной политики	17
2 Анализ каналов и механизмы влияния мер макропруденциальной политики на экономическое развитие	19
2.1 Обзор теоретических работ	19
2.2 Обзор эмпирических работ	22
3 Оценка влияния макропруденциальных мер Банка России на параметры экономического развития страны	23
3.1 Практика применения макропруденциальных мер в России	23
3.2 Анализ влияния макропруденциальных мер Банка России на параметры экономического развития	30
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	45
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ	53

ОБОЗНАЧЕНИЯ И СОКРАЩЕНИЯ

БМР (BIS)	– банк международных расчетов
ВВП	– валовой внутренний продукт
ДКП	– денежно-кредитная политика
ДФС	– департамент финансовой стабильности
ЕНМ	– единый надзорный механизм
ЕЦБ	– европейский центральный банк
ИФР	– инфраструктура финансового рынка
КФС	– комитет по финансовой стабильности
МВФ	– международный валютный фонд
МНК	– метод наименьших квадратов
МПП	– макропруденциальная политика
НСФС	– национальный совет по обеспечению финансовой стабильности
ФОР	– фонд обязательных резервов
DTI	– норматив соотношения суммы задолженности и дохода
IOSCO	– международная организация комиссий по ценным бумагам
LTV	– норматив соотношения объема кредита и стоимости залога
NOR	– ограничение на открытые валютные позиции

ВВЕДЕНИЕ

Мировой финансовый кризис 2008-2009 гг. наглядно продемонстрировал, что обеспечение ценовой стабильности центральными банками не гарантирует достижения финансовой стабильности и не является ее достаточным условием, а также показал, насколько разрушительным может быть результат накоплений дисбалансов в финансовой сфере. Учитывая то, что существующая система функционирования и регулирования не позволяет рынку самостоятельно и эффективно справляться с распределением рисков в условиях кризиса, в большинстве стран данную функцию начали выполнять центральные банки, что послужило началом нового этапа в процессе эволюции их целей и задач.

Так, цель по достижению центральными банками финансовой стабильности, традиционно рассматриваемая в качестве основной для макропруденциальной политики, по прошествии глобального кризиса 2008-2009 гг. была законодательно прописана и включена в их мандат во многих странах мира. При этом центральные банки стали применять специальные инструменты для достижения целей по обеспечению финансовой стабильности, призванные нивелировать провалы рынка и избыточное накопление рисков, а также обеспечить укрепление устойчивости финансовой системы к возможным шокам. Подобные инструменты получили название макропруденциальных, нацеленных в отличие от микропруденциальных инструментов на обеспечение системной стабильности, а не на стабильность отдельных институтов (микропруденциальная политика направлена на поддержание экономического роста и благосостояния, её основной задачей является стабильное функционирование отдельных организаций финансового рынка [1]). С учетом последствий кризиса основной акцент в новой системе макропруденциальных мер смещен в сторону системных рисков, возникающих в результате тесной финансовой интеграции не только отдельных финансовых институтов, но и мировой экономики в целом.

Банк России стал активно использовать макропруденциальные инструменты в 2012 г., когда перед ним встала задача ограничения избыточного накопления рисков в сегменте необеспеченного потребительского кредитования, и с тех пор перечень макропруденциальных инструментов Банка России стал регулярно пополняться. Например, рост кредитования в иностранной валюте вызвал повышение волатильности в финансовом секторе экономики в 2014-2015 гг., и, извлекая урок из сложившейся ситуации, Банк России в 2016 г. начал деятельность по стимулированию снижения уровня валютизации балансов участников банковского сектора посредством осуществления макропруденциальной политики [2]. В марте 2018 г. Банк России был наделен

полномочиями принимать решения по макропруденциальной политике без внесения изменений в нормативные акты [3].

Анализу как макропруденциальной политики в целом, так и опыта применения ее отдельных инструментов в различных странах посвящено значительное число исследований. Однако, несмотря на активное использование макропруденциальных инструментов монетарными властями разных стран в целях повышения устойчивости банковской системы и финансовых рынков в целом, открытым остается вопрос о вторичных эффектах макропруденциальной политики, т.е. о влиянии используемых макропруденциальных механизмов на макроэкономические показатели, тогда как этот аспект обосновывает необходимость координации мер макропруденциальной и монетарной политик.

Опыт Банка России и последствия использования им макропруденциальных инструментов также недостаточно изучены, и в большей степени исследователи ограничиваются описанием действующих макропруденциальных инструментов, а также причин их введения. Более того, как показывают результаты исследований, эффективность макропруденциальных инструментов зависит непосредственно от степени развития финансовой системы и открытости экономики в целом. В связи с этим, учитывая активное использование макропруденциальных мер Банком России, актуальным вопросом является определение возможных каналов и механизмов их влияния на экономику, а также оценка степени этого влияния.

В ходе данного исследования систематизированы подходы к классификации инструментов макропруденциальной политики; определены каналы и механизмы влияния мер макропруденциальной политики на макроэкономические параметры развития; на основе обзора теоретической и эмпирической литературы выявлены условия и факторы, определяющие степень влияния макропруденциальной политики на экономику; систематизированы эконометрические методы и подходы, используемые для оценки влияния макропруденциальной политики на макроэкономические показатели; определены условия на финансовом рынке, при которых должны применяться меры макропруденциальной политики; оценены последствия реализации Банком России мер макропруденциальной политики, в т.ч. с учетом перехода к инфляционному таргетированию.

1 Макропруденциальная политика центральных банков

1.1 Макропруденциальная политика: цели, задачи, преимущества и недостатки

Коммерческие банки играют решающую роль в распределении капитала и в реализации финансового посредничества в экономике, т.к. осуществляют деятельность по предоставлению кредитов и получению вкладов от населения [4]. Значительные сбои в функционировании банковского сектора, а также финансового сектора в целом создают серьезную нехватку кредитных ресурсов и повышают стоимость посредничества, что, как следствие, вызывает нежелательные экономические колебания. Так, средний по странам (как развитым, так и развивающимся) спад ВВП (отклонение фактического ВВП от тренда) в результате недавнего мирового финансового кризиса составляет 25% [5].

Представители академического сообщества и национальных регулирующих органов достаточно давно говорят о том [4], [6], [7], [8], [9], что, для обеспечения устойчивости финансовой системы недостаточно поддержания только лишь ценовой стабильности, и что накоплению масштабных системных дисбалансов способствуют такие факторы, как реализация сразу многими компаниями однотипных стратегий, направленных на использование краткосрочных заимствований, внебиржевых производных финансовых инструментов (форварды, опционы и свопы), а также наличие чрезмерной зависимости финансовых институтов от оценок их кредитоспособности рейтинговыми агентствами.

Подобные выводы были подтверждены глобальным финансовым кризисом 2007-2009 гг., причиной которого являлась недооценка системных рисков, ограниченная эффективность финансового надзора, в том числе банковского, неполнота и неэффективность сложившейся на тот момент нормативно-правовой базы для обеспечения бесперебойной работы финансовых институтов и в целом системы. Мировой финансовый кризис послужил началу развития систем макропруденциального надзора по всему миру, способствовал разработке качественной политики по обеспечению финансовой стабильности, направленной на своевременное выявление и эффективное устранение проблем, угрожающих стабильности национальной и мировой финансовой системы, в целях реализации которой на Лондонском саммите в апреле 2009 г. странами Большой двадцатки (G20) был создан Совет по финансовой стабильности [10]. Затем в ноябре 2010 г. Совет по финансовой стабильности совместно с Международным валютным фондом (МВФ) и Банком международных расчетов (БМР) начал разработку мер, направленных на смягчение последствий волатильности потоков капитала, а

информировали о появлении данных мер и условиях их использования (в том числе, о необходимости учета индивидуальных, национальных и региональных характеристик страны при применении разработанных мер) органы власти различных стран [1].

Однако, хотя сам термин «макропруденциальная политика» стал широко использоваться лишь после мирового финансового кризиса, впервые он возник еще в конце 1970-х гг., в связи с быстрым ростом объемов международного кредитования и финансирования развивающихся стран, что имело отрицательное воздействие на финансовую стабильность в мире и приводило к появлению проблем с осуществлением регулирования финансовых рынков. Так, согласно сведениям Банка международных расчетов, впервые термин «макропруденциальная политика» был озвучен в 1979 г. на очередном заседании Базельского комитета по вопросам банковского надзора и регулирования (альтернативное название данного комитета – Комитет Кука) при обсуждении проблемы чрезмерного международного банковского кредитования, повлекшего за собой расширение масштабов взаимосвязи проблем на микро и макроуровне. Затем после заседания Комитета Кука термин «макропруденциальный» появился в материалах Банка Англии [4]. Затем после Азиатского экономического кризиса 1997-1998 гг. рассматриваемый термин получил более широкое распространение и нашел свое место в годовом отчете МВФ за 1998 г., где отмечается, что банковский надзор должен быть эффективным и может считаться таковым в случае, если он является непрерывным, а обеспечено это может быть, главным образом, посредством осуществления микропруденциального и макропруденциального надзора в рамках экономической политики каждой страны. Двумя годами позже в МВФ были разработаны «макропруденциальные индикаторы» (позже они стали называться «показатели финансовой устойчивости») для проведения макропруденциального анализа, программа расчета которых была внедрена в 2003 г. в Банке России [11].

Прежде чем дать определение понятия «макропруденциальная политика», отметим, что в настоящий момент многие авторы в своих научных работах отождествляют понятия «макропруденциальный надзор», «макропруденциальное регулирование» и «макропруденциальная политика» а также «пруденциальный банковский надзор», «микропруденциальное регулирование», «микропруденциальный (банковский) надзор» и «традиционное банковское регулирование» [12].

Однако в Российской Федерации определения термина «банковский надзор» не содержит в себе ни один нормативно-правовой акт. При этом представители научного сообщества считают, что «банковский надзор» и «банковский контроль» тождественные

термины и представляют собой часть более широкого понятия «банковское регулирование», а также являются разновидностью государственного финансового контроля [13]. Другие авторы определяют понятие «банковский надзор» как неотъемлемую часть замкнутой системы управления государственным финансами, способствующую достижению и поддержанию стабильности банковской системы за счет осуществления центральным банком активных упорядоченных действий, направленных на соблюдение кредитными организациями банковского законодательства, нормативных актов центрального банка и установленных обязательных нормативов [14]; или как разновидность публично-правовой деятельности, основной целью которой является поддержание стабильного развития банковской системы страны и защита интересов экономических агентов, а именно вкладчиков и кредиторов. При этом в статье 56 Федерального закона «О Центральном Банке РФ» вышеназванные цели относятся не только к целям банковского надзора, но и к главным задачам банковского регулирования, а сам центральный банк выступает органом и банковского регулирования, и банковского надзора [15]. Поэтому в данной работе понятия «надзор» и «регулирование» также являются равнозначными.

Согласно Рубио [16] термин «макропруденциальный» относится к использованию пруденциальных инструментов для явного содействия стабильности всей финансовой системы, а не только отдельных финансовых учреждений. При этом по определению Банка России, макропруденциальная политика – это экономическая политика центрального банка (в ряде стран – макропруденциального регулятора), направленная на обеспечение финансовой стабильности [17]. По мнению Моисеева, макропруденциальная политика представляет собой комплекс превентивных (профилактических, предупреждающих, предотвращающих) мер, направленных на минимизацию риска системного финансового кризиса, т. е. риска возникновения ситуации, при которой значительный процент финансовых институтов утрачивает платежеспособность или теряет ликвидность, в результате чего не может осуществлять свою деятельность в обычном режиме и эффективно функционировать без поддержки органа денежно-кредитного регулирования или пруденциального надзора [11]. Совет по финансовой стабильности, Банк международных расчетов и Международный валютный фонд определяют макропруденциальную политику как политику, использующую, в первую очередь, пруденциальные инструменты для ограничения системного финансового риска, минимизируя вероятность перебоев в предоставлении ключевых финансовых услуг (имеющих серьезные последствия для реальной экономики), ослабляя нарастание

финансовых дисбалансов и создавая защитные механизмы (сдерживающие скорость, масштабы и влияние последующих экономических спадов), выявляя и устраняя распространение воздействий, концентраций рисков, взаимосвязей и взаимозависимостей между участниками финансового сектора (являющихся источниками рисков прекращения функционирования системы в целом) [16].

Стоит отметить, что ни политики, ни ученые к настоящему времени не достигли консенсуса в отношении как определения макропруденциальной политики, так и ее целей. Однако наибольшее распространение получило мнение о том, что целью макропруденциальной политики является снижение системного риска – типа риска, который по своей природе является эндогенным [18], – и его совокупных издержек для экономики.

Для эффективного осуществления макропруденциальной политики, своевременного и качественного достижения желаемых целей и задач политики, процесс ее проведения разделяется на несколько основных этапов:

1) Выявление, оценка и регулярный мониторинг системного риска.

Раннее предупреждение системного риска является важнейшим условием эффективной макропруденциальной политики, т.к. при выборе инструментов и мер макропруденциальной политики источники системного риска должны учитываться посредством систематического и регулярного наблюдения и анализа динамики индикаторов риска для финансовой устойчивости (в дополнение к универсальным стандартным индикаторам, использование которых подходит для каждой страны, важно учитывать те показатели, которые отражают индивидуальные характеристики и типичные потенциальные проблемы каждой отдельной страны, в частности в России важно отслеживать проблемы сырьевого сектора экономики, особенно нефтегазового, динамику мировых цен на сырьевые ресурсы и т.п. [1]), создания отдельного индекса или даже целой системы индикаторов раннего оповещения, позволяющей идентифицировать вероятность возникновения финансовых дисбалансов и сигнализирующей о повышенной уязвимости, а также использования стресс-тестов. Макропруденциальные стресс-тесты включают оценку финансовой устойчивости большого количества проверяемых финансовых учреждений (не только банков, но и некредитных финансовых институтов), учитывающую внутриотраслевые и межотраслевые связи (сетевые экстерналии/эффекты), реакции экономических агентов на дисбалансы и шоки в финансовом секторе и их рыночные взаимодействия (эффекты обратной связи) для оценки экономической ситуации в финансовом цикле [2].

2) Отбор, применение и калибровка макропруденциальных инструментов.

Данный этап наступает только после того, как определена вероятность возникновения или роста системного риска, для заблаговременного устранения повышенной уязвимости экономики. Часто несколько инструментов используются одновременно для качественной борьбы с нестабильной ситуацией на финансовых рынках, что помогает достигать различных промежуточных целей. Однако важно учитывать результаты применения и взаимное влияние макропруденциальных мер во избежание снижения эффективности их применения [1].

3) Оценка эффективности примененного инструмента или макропруденциальной политики в целом.

Данный этап предполагает поиск ответов на вопросы о том, способствовала ли мера снижению вероятности возникновения источника риска или борьбе с реализованным системным риском, созданию «буфера безопасности», возможность использования которого необходима для поддержания устойчивости и бесперебойного функционирования финансовой системы в период финансовых дисбалансов, кризиса; способствовали ли принятые меры снижению вероятности наступления кризиса и потенциальных потерь в экономике при его возникновении.

Существует ряд причин, по которым орган, ответственный за реализацию макропруденциальной политики, может столкнуться с рядом проблем. Например, риски для финансовой стабильности на практике трудно быстро и корректно обнаружить, что затрудняет определение необходимой степени смягчения или ужесточения макропруденциальной политики. Также зачастую устранение одного финансового дисбаланса способствует появлению других очагов нестабильности на финансовых рынках или наоборот. Кроме того, институциональные ограничения могут препятствовать оптимальному внедрению макропруденциальных инструментов. Например, в процессе реализации макропруденциальной политики государственным органам, ответственным за нее, может потребоваться, среди прочего, сотрудничество и координация решений и действий с микропруденциальными надзорными органами, что может быть юридически или институционально затруднено. Эти недостатки сами по себе могут привести к несовершенной или чрезмерно жесткой макропруденциальной политике. Более жесткие правила могут также создавать стимулы для их обхода, что связано с риском возникновения уязвимостей за пределами периметра регулирования [3].

Таким образом, при проведении макропруденциальной политики необходимо принимать во внимание возможные негативные последствия реализации макропруденциальных мер, в частности:

– Повышенные расходы финансовых институтов, потери в экономическом росте [4] (инструменты, воздействующие на объемы кредитования, такие как, нормативы LTV, DTI, ограничение темпа роста объемов кредитования и требования к капиталу препятствуют перегреву экономики, но могут привести к снижению спроса, инвестиционной активности и заработных плат, экономического роста [5]; например, контрциклический буфер капитала влияет на стоимость фондирования банков, на ставки банковского кредитования и объемы кредитования: как правило, более высокий буфер капитала увеличивает стоимость фондирования и уменьшает объемы кредитования, что приводит к снижению инвестиционных возможностей фирм [6]),

– Регуляторный арбитраж (перемещение деятельности между юрисдикциями или сегментами финансового сектора с различным уровнем регулирования и надзора) и стимулы регулируемых организаций перевести деятельность за пределы воздействия макропруденциальных инструментов [7].

Основным способом борьбы с «миграцией» финансового посредничества в теневой сектор является применение принципа взаимности, при котором несколько стран применяют одинаковые макропруденциальные меры. Также во избежание или для решения проблемы регуляторного арбитража и развития теневого сектора используется усиление контроля над дочерними компаниями финансовых учреждений, меры фискальной политики, своевременное и полное предоставление информации финансовым учреждениям и общественности о потенциальных или реализованных системных рисках и (в обязательном порядке) о мерах, принимаемых государственными органами в контексте макропруденциальной политики в том или ином случае.

В рамках информирования экономических агентов государственные органы, ответственные за проведение экономической политики, составляют и публикуют периодические обзоры финансовой стабильности. При этом стоит отметить, что публикация информации о финансовых системных рисках должна сопровождаться предоставлением отчета об антикризисных мерах государственных органов в данном случае, т.к. появление лишь плохих новостей в той или иной мере может способствовать более значительному падению уровня доверия участников финансового рынка и способствовать усилению кризиса. Например, перед мировым финансовым кризисом

2007-2009 гг. центральные банки во многих странах опубликовали отчеты, содержащие информацию о повышении системного риска, но, вопреки ожиданиям, большинство финансовых учреждений не ответили на полученную информацию, более того, данная информация не нашла своего отражения и непосредственно в направлении развития участников рынка. Но в то же время такие меры государственных органов, как детальное раскрытие результатов стресс-тестирования крупнейших банков США в 2009 г.; заранее подготовленная масштабная программа помощи банкам, нуждающимся в дополнительном объеме собственных средств; заявление Банка Англии в июне 2016 г., содержащее подробную информацию о его способностях содействовать поддержанию ликвидности национальных коммерческих банков (после голосования по вопросу о выходе Великобритании из Европейского союза), оказались эффективными и имели положительное влияние на финансовые рынки [8].

В целом, государственная информационная политика наряду с предоставлением соответствующим органам необходимых полномочий для разработки и внедрения мер макропруденциальной политики имеет решающее значение для ее эффективной реализации, дает возможность органу, ответственному за осуществление макропруденциального регулирования и надзора, контролировать все компоненты финансовой системы и следить за выполнением введенных макропруденциальных мер, осуществлять выявление системно значимых институтов и сбор необходимой для эффективного планирования и реализации политики информации, разрабатывать регуляторные стандарты. В связи с этим необходимой составляющей для эффективного осуществления макропруденциальной политики, гарантирующей продуктивное информационное взаимодействие с участниками финансового рынка, является наличие необходимых институциональных механизмов, четко определенной структуры государственных органов, ответственных за макропруденциальную политику, и их мандатов, а также перечня доступных им для распоряжения инструментов. [9], [10], [11], [12], [4], [13].

В настоящее время на глобальном уровне решения, связанные с обеспечением финансовой стабильности, координируются Советом по финансовой стабильности, а на территории еврозоны Европейский центральный банк (ЕЦБ) и национальные компетентные органы наделены полномочиями и обязанностями в области макропруденциальной политики, согласно положению о Едином надзорном механизме (ЕНМ) [2]. По общему правилу все государства-члены еврозоны автоматически считаются участниками Единого надзорного механизма, однако государства за ее

пределами могут принять решение о присоединении к ЕНМ посредством установления сотрудничества с Европейским центральным банком с помощью подписания Меморандума о взаимопонимании, где определен способ сотрудничества национального компетентного органа с ЕЦБ. Так, Европейский центральный банк 4 ноября 2014 г. принял на себя полномочия пруденциального надзора за 120 самыми крупными международными банками и обладает исключительной компетенцией выполнять соответствующие надзорные задачи в отношении всех банковских организаций, действующих на территории государств–членов Евросоюза. К основным задачам национальных надзорных органов относятся надзорное производство и процесс оценки банков и банковских групп, частота и тщательность которых зависят от объема, важности, природы и сложности деятельности конкретного банка [14].

Существует несколько подходов к институциональной организации макропруденциальной политики. Согласно первому подходу макропруденциальным регулятором является центральный банк, наделенный функциями и полномочиями в осуществлении макропруденциального надзора и регулирования, наряду с которым действует еще один государственный орган, деятельность которого носит координирующий и консультативный характер. Данная модель применяется в Австрии, Германии, Ирландии, Чехии, Словакии, Финляндии, Литве и с 2013 г. реализована в России (В России за координацию решений в области обеспечения финансовой стабильности отвечает Национальный совет по обеспечению финансовой стабильности, созданный при Правительстве РФ) [15]. Кроме того, в структуре большинства центральных банков были созданы специальные подразделения, отвечающие за проведение макропруденциального анализа и разработку инструментов реализации макропруденциальной политики – департаменты финансовой стабильности (ДФС) [16].

Так, в марте 2011 г. Департамент финансовой стабильности был создан в Банке России. Данный департамент занимается анализом системных рисков и разработкой мер борьбы с ними, в том числе, с помощью информации, полученной от других департаментов. В 2013 г. произошло вхождение Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР) (орган, ответственный за регулирование и надзор над небанковскими финансовыми учреждениями) в состав Банка России, что сделало Банк России единственным регулятором финансового рынка России (мегарегулятором) и наделило его мандатом по обеспечению финансовой стабильности. Для повышения эффективности межведомственной координации и разработки рекомендаций для органов власти, участвующих в поддержании финансовой стабильности, был создан Национальный совет

по обеспечению финансовой стабильности (НСФС). Для дальнейшего развития подразделения, ответственного за макропруденциальную политику, Банком России в ноябре 2014 г. был создан высокоуровневый профильный внутренний Комитет по финансовой стабильности (КФС), в обязанности которого входит оценка и анализ системных рисков и стабильности финансовой системы; исследование финансовой устойчивости системно значимых инфраструктур финансового рынка (ИФР) и финансового здоровья крупнейших нефинансовых организаций, их финансовых рисков и влияния этих рисков на банковскую систему и финансовые рынки; анализ проекта Отчета о финансовой стабильности [17].

Стоит отметить, что с августа 2019 г. при Банке России действует Консультативный совет по финансовой стабильности, в состав которого входят представители финансового рынка, созданный для обсуждения текущей ситуации на финансовых рынках, рисков финансовой стабильности и разработки рекомендаций по возможным мерам, направленным на обеспечение финансовой стабильности. Национальный совет по обеспечению финансовой стабильности был создан при Правительстве РФ, Комитет финансовой стабильности и Консультативный совет по финансовой стабильности созданы при Банке России и осуществляют свою деятельность в рамках Департамента финансовой стабильности. [18]

Второй подход характеризуется наличием нескольких макропруденциальных регуляторов, один из которых обладает полномочиями в осуществлении макропруденциального надзора над банковским сектором, другой – над страховым рынком, третий – над фондовым рынком, т.е. для данной модели характерно распределение ответственности между несколькими государственными органами. При этом обычно дополнительно функционирует координирующий орган в виде Комиссии по финансовой стабильности. Данная модель реализована в Канаде, Австралии, Италии, Португалии, Нидерландах, Франции, США, Великобритании и Бельгии.

В рамках третьего подхода предполагается наличие отдельного органа, отвечающего именно за финансовую стабильность в стране, осуществляющего микро- и макропруденциальный надзор, регулирование всех финансовых рынков, наряду с которым действует орган, выполняющий координирующую и консультативную роль. Данная модель реализована в Дании, Швеции, Венгрии, Японии, Латвии, Эстонии, Мальте и Польше [15].

Таким образом, при реализации денежно-кредитной политики у центрального банка может возникнуть выбор между целями по обеспечению ценовой и финансовой

стабильности. Избежать данный компромисс возможно за счет применения мер макропруденциальной политики. Цель макропруденциальной политики заключается в предотвращении и смягчении системного риска посредством укрепления устойчивости финансовой системы для обеспечения бесперебойного предоставления финансовых услуг. Действие макропруденциальной политики направлено на финансовую систему в целом, а не на ее отдельные компоненты, и учитывает эффекты «заражения», возможного распространения риска, что отличает ее от микропруденциальной политики.

Хотя использование макропруденциального регулирования в целях поддержания финансовой стабильности не является новшеством посткризисного времени, но после глобального финансового кризиса, который показал, что без согласованных действий институтов, осуществляющих регулирование отдельных сегментов финансового сектора, для предотвращения финансовой нестабильности на национальном и на международном уровнях развитие финансового сектора невозможно, регуляторы большинства государств осознали необходимость в формировании инструментария для борьбы с системными рисками. При этом существует вероятность негативных последствий макропруденциальных мер, что должно учитываться регулятором при планировании и реализации макропруденциальной политики.

1.2 Меры макропруденциальной политики

До мирового финансового кризиса 2008-2009 гг. деятельность центральных банков состояла преимущественно в обеспечении стабильности цен и проведении микропруденциальной политики для поддержания стабильности отдельных финансовых учреждений. Однако одной из причин кризиса стало слабое понимание макропруденциальных рисков, уязвимости финансовой системы и механизмов, посредством которых шоки могут распространяться и усиливаться в системе [19].

В результате кризиса большинство стран создали и организовали работу органов макропруденциального надзора и регулирования, которые повышают способности экономики противостоять потрясениям и позволить финансовой системе эффективно функционировать в неблагоприятных условиях. Как было отмечено в предыдущем разделе, инструментами макропруденциальной политики можно считать методы регулирования, нормы, требования и другие средства, применяемые в рамках макропруденциальной политики с целью управления системным риском финансового сектора

Рассмотренный опыт различных стран показывает, что для ограничения системных рисков используется комплекс макропруденциальных мер. Согласно международному

опыту макропруденциальные меры в рамках сдерживающей макропруденциальной политики в большей степени используются в случае возрастания системных рисков. Однако интересен вопрос о возможности смягчающего эффекта макропруденциальной политики. Так, МВФ приводит примеры осуществления стимулирующей макропруденциальной политики некоторыми странами в 2008 г., когда разразился глобальный финансовый кризис, в числе которых снижение ограничений по показателю LTV в Китае, Дании, Исландии, Республике Корея, Латвии, Люксембурге, Сербии, Таиланде, а также по показателю DSTI в Республике Корея. А в июле 2016 г. в связи с неопределенностью относительно темпов экономического роста и увеличения вероятности реализации системного риска в Великобритании в 2016 г. Комитетом по финансовой стабильности принято решение об отмене повышения размера контрциклического буфера капитала на 0,5 п.п. Иными словами, хотя стимулирующая макропруденциальная политика и должна применяться в случае снижения вероятности наступления системного риска или в случае смягчения проблем на финансовых рынках, однако международный опыт говорит о том, что осуществление стимулирующей макропруденциальной политики целесообразно и при реализации системных рисков, в случае, если эффективность применения макропруденциальных мер оказывается под сомнением, т.е. приводит к большим издержкам от применения, появлению новых дисбалансов на финансовых рынках или влечет к негативным побочным эффектам для экономики в целом.

Отметим, что решение о смягчении макропруденциального регулирования не может приниматься автоматически. В частности, снижения агрегированного спроса недостаточно для принятия решения о смягчении мер макропруденциальной политики, поскольку финансовые дисбалансы могут продолжать нарастать в периоды циклического снижения экономики. Преждевременное смягчение макропруденциальной политики в данном случае может способствовать росту рисков; кроме того, необходимо обеспечивать соблюдение минимальных пруденциальных требований, чтобы иметь запас прочности при возникновении шоков в будущем [27].

Таким образом, мировой финансовый кризис 2008 г. продемонстрировал некоторые ошибки экономической политики при регулировании финансового сектора, в связи с чем к настоящему времени разработано большое количество макропруденциальных инструментов, применение которых необходимо в силу несовершенств финансовых рынков для снижения вероятности наступления крупных мировых финансовых кризисов. Применение тех или иных макропруденциальных инструментов должно быть основано на

соблюдении ряда критериев, а именно учете издержек от использования инструмента, возможных побочных эффектов и непредвиденных последствий для экономики от его применения; необходимости обращать внимание на способы воздействия того или иного инструмента на источник риска с учетом того, что механизм данного воздействия должен быть относительно прост, известен и четко определен, а конечный результат не должен проявляться с большой задержкой.

К настоящему времени существует большое количество инструментов, способствующих достижению целей макропруденциальной политики, а именно снижению системного риска, к ним относятся, в том числе, и меры других (помимо макропруденциальной политики) направлений экономической политики: меры денежно-кредитной политики (например, нормативы обязательных резервов), фискальной политики (введение специальных налогов и сборов для участников финансовых рынков), микропруденциального регулирования (требования к капиталу, ликвидности, содержанию статей баланса) и другие. Применение различных инструментов государственной экономической политики с целью содействия макропруденциальной политике, подготовка соответствующей нормативной базы для этого и расширение спектра действия инструментов на финансовую систему в целом (а не только на отдельные институты) стало новым явлением с момента после мирового финансового кризиса. Кроме того, мировой финансовый кризис привел к включению в список новых требований к ликвидности (обязательных нормативов LCR и NSFR), изменению требований к существующим нормативам в рамках Базеля III (например, усилены требования к достаточности капитала банков). При этом наиболее распространенными инструментами, направленными на достижение целей макропруденциальной политики, являются нормативы LTV, DTI, ограничение на объемы кредитования, в том числе на займы иностранной валюте, ограничение открытой валютной позиции, резервные требования, ограничения на распределение прибыли, контрциклический буфер капитала и ограничения на соотношение срочности активов и обязательств. Недостаток информации у кредиторов, а также ограниченная ответственность заемщиков (как банков, так и реального сектора) могут приводить к излишнему накоплению рисков, нежелательному поведению и дефолтам, что еще больше усугубляется наличием внешних эффектов (экстерналий) от индивидуальных действий на макроуровне. Инструменты политики центральных банков в целом и макропруденциальной политики в частности должны реагировать на конкретные несовершенства финансовых рынков и порождаемые ими эффекты.

2 Анализ каналов и механизмы влияния мер макропруденциальной политики на экономическое развитие

2.1 Обзор теоретических работ

Результаты кризиса 2008-09 гг. показали, что полный отказ от реагирования на потенциальную финансовую нестабильность с помощью ДКП может приводить к накоплению рисков в финансовом секторе, реализация которых в итоге оказывает значительное негативное воздействие всю экономическую систему. Одновременно, как было указано выше, эффективная борьба с финансовой нестабильностью требует отдельного инструмента, в качестве которого большинство современных экономистов выделяют МПП. В настоящее время приоритетным считается подход, при котором основным инструментом обеспечения финансовой стабильности является МПП, но монетарная политика при этом выступает в качестве дополнительного инструмента достижения финансовой стабильности в той мере, в которой это не противоречит достижению основной цели ДКП – долгосрочной стабильности цен на рынках товаров и услуг.

Модели мер МПП для внутреннего рынка позволяют изучить действие различных мер МПП в рамках рынков активов, состоящих из кредиторов и заемщиков (или покупателей и продавцов ценных бумаг) в масштабах экономики страны. Сами модели, как правило, представляют собой стандартные макроэкономические модели с финансовым рынком, в которых определенным образом задается несовершенство этого рынка (*incomplete market*). Обычно это делается с помощью введения в модель определенных финансовых ограничений (*financial constraints*) или финансовых трений (*financial frictions*). Такой подход дает возможность в явном виде рассматривать проблемы финансового рынка и инструменты МПП, служащие для их решения.

Большинство существующих моделей, учитывающих ограничения спроса на кредитование, основаны на введении ограничения по залогу в стандартную модель общего равновесия с рынками активов. Ограничение по залогу вводится в модели динамического стохастического общего равновесия (*dynamic stochastic general equilibrium models – DSGE models*). Это позволяет рассмотреть влияние эффекта залога как на ситуацию на финансовых рынках, так и на основные макроэкономические переменные.

Другой вид моделей нестабильности финансовой системы основан на отличии между предельными уровнями замещения полезности активов в собственности (т.е. богатства) покупателей и продавцов. Помимо ограничений по залогу, вводятся ограничения, отражающие внешний эффект, связанный с перераспределением

благополучия между покупателями и продавцами активов при изменении цены на эти активы. Данное различие является следствием неполноты рынков и возникает в случаях, когда покупатель какого-либо актива не обладает возможностью заключения полного контракта на владение данным активом: такого контракта, который включал бы страхование собственника данного актива от существенного снижения цены на него.

Описанная модель в значительной мере является обобщением эффектов залога и различия в предельных уровнях замещения. Учет обоих эффектов позволяет более полно описать взаимодействие переменных модели, а также сделать выводы для оптимизации МПП. Ключевыми дополнительными направлениями МПП в таких случаях должны быть расширение защиты заемщиков на случаи, которые они не могут предусмотреть или полностью от них застраховаться (в частности, использование ограничений на размеры кредитования для заемщиков), а также стабилизация стоимости активов, которые выступают в качестве обеспечения по кредитам (в данном случае более высокие цены на активы снижают разницу в предельных уровнях замещения, ослабляя давление на заемщиков, которые используют их в качестве залога).

Модели финансового акселератора являются подходом, который концентрируется не столько на причинах неполноты рынков, как два предыдущие подхода к моделированию финансовых рынков, сколько на самом развитии и усилении любых экономических шоков через финансовую систему. В целом, механизм финансового акселератора достаточно стандартен.

Модели с ограничениями предложения кредитования демонстрируют, как меры МПП, направленные на финансовых посредников, позволяют снизить риски возникновения нестабильности финансовой системы. В первую очередь это достигается за счет ограничения кредитной активности банков *ex ante*, т.е. в периоды роста экономики, а также за счет накопления дополнительных резервов в эти периоды. Вместе с тем, важной составляющей подобных мер МПП является необходимость их ослабления в периоды финансовой нестабильности для того, чтобы банки могли воспользоваться сформированными стандартными и дополнительными резервами капитала для предотвращения собственных банкротств.

Модели сетей отличаются от остальных теоретических моделей МПП, описываемых в текущем разделе. В них отсутствует явное моделирование предпочтений или полезности экономических агентов и не рассматриваются их оптимизационные задачи, а основное внимание сосредоточено на системах связей между участниками финансового рынка. Во многом подобные модели опираются на механизм

распространения кризисных явлений в финансовой сфере (financial contagion models). В целом, данная категория теоретических моделей разрабатывается с начала 1990-х гг., а широкую распространенность получила после Азиатского финансового кризиса 1997-98 гг.

В базовом виде модели финансовая система состоит из определенного количества банков, которые кредитуют друг друга для того, чтобы полученные средства использовать для инвестирования в предпринимательские проекты. Система этих взаимных кредитных обязательств называется финансовой сетью. При этом помимо необходимости выполнения обязательств друг перед другом в каждом рассматриваемом периоде у банков существуют другие обязательства (выплата зарплат, налоговые платежи). Если банк не может в текущем периоде осуществить все необходимые платежи, то он вынужден изъять средства из инвестиционного проекта до получения доходов от него, а если даже в этом случае средств недостаточно, то банк банкротится.

Модели применения МПП в открытой экономике во многом схожи с моделями обеспечения финансовой стабильности внутри страны: в них рассматриваются такие же механизмы формирования и накопления рисков для стабильности финансовой системы. Вместе с тем, в отличие от теоретических моделей МПП в закрытой экономике модели мер для борьбы с внешними шоками, как правило, исследуют источники нестабильности, идущие извне.

Подытоживая рассмотрение теоретических работ, необходимо отметить несколько ключевых выводов. Во-первых, существование финансовой сферы дает возможность решить определенные проблемы, возникающие в экономических системах, основанных на инвестировании. Среди этих проблем несовпадение желаний экономических агентов по суммам, срокам и рискам вложений, асимметричность информации между заемщиком и кредитором, а также транзакционные издержки проведения платежей в экономике.

Во-вторых, существуют определенные источники нестабильности, присущие любой финансовой системе. Ключевым из этих факторов является неполнота рынков, связанная с невозможностью задания всех возможных финансовых контрактов в виде финансовых обязательств Эрроу-Дебре. В частности, неполнота финансовых рынков ведет к возникновению денежных внешних эффектов, которые описываются в виде эффекта залога, неравенства предельных уровней замещения между заемщиком и кредитором, а также финансового акселератора. Кроме того, важным эффектом для работы финансовой системы является невыполнение теоремы Модильяни-Миллера.

В-третьих, помимо самой денежно-кредитной политики в качестве ключевых инструментов МПП рассматриваются ограничения спроса на кредитование (ограничения по залогу, налогообложение кредитных операций) и ограничение предложения кредитования (требования к достаточности капитала).

2.2 Обзор эмпирических работ

Важной особенностью существующих эмпирических исследований в области МПП является их нацеленность на поиск и определение практических инструментов, которые могут использоваться регуляторами финансового сектора для достижения целей МПП. Отметим, что существующие эмпирические оценки использования МПП можно по аналогии с теоретическими моделями разделить на исследования МПП для внутреннего рынка или модели без подробного рассмотрения внешних факторов и эмпирические модели, в которых основной целью является изучение использования МПП для противодействия внешним шокам и дисбалансам.

Во-первых, исследования мер, направленных на стабилизацию внутренней финансовой системы, в целом подтверждают их эффективность для снижения финансовых рисков. Эмпирические оценки мероприятий по борьбе с внешними шоками также говорят о высокой результативности использования МПП для противодействия внешним источникам финансовой нестабильности.

Во-вторых, эмпирические работы, рассматривающие МПП в качестве комплекса мер для достижения финансовой устойчивости, пока достаточно малочисленны. Более того, подходы, используемые в данных исследованиях, вызывают множество вопросов, а эффективность использования МПП требует дальнейшей эмпирической проверки и анализа.

3 Оценка влияния макропруденциальных мер Банка России на параметры экономического развития страны

3.1 Практика применения макропруденциальных мер в России

В качестве ключевых вопросов существующей практики использования МПП в российской экономике можно выделить собственно описание применяемых мер и их сочетание с другими видами экономической политики в частности с ДКП. В целом российский финансовый рынок соответствует уровню макроэкономического развития страны и развивается схожими темпами вместе с другими секторами экономики. Таким образом, в рамках общего подхода к МПП российские регуляторы должны проявлять большую активность в сфере МПП, чем, например, финансовые власти развитых экономик.

Динамика применения инструментов МПП и баланс макропруденциальных мер в России представлена на рисунке (1). В 2013 г. цели по развитию финансового рынка и обеспечению стабильности финансовой системы были определены в качестве задач Банка России^{1,2}. Как можно видеть на графике, после этого активность их использования финансовыми властями существенно выросла. Необходимо отметить, что МПП в России на протяжении рассматриваемого периода практически непрерывно ужесточалась, и общая позиция регулятора в области макропруденциального регулирования в настоящее время стала существенно более рестриктивной как по отношению к началу ряда доступных данных, так и по отношению к 2013 г.

Можно отметить, что российские финансовые власти активно используют многие макропруденциальные инструменты. Меры кредитного характера играют ключевую роль:

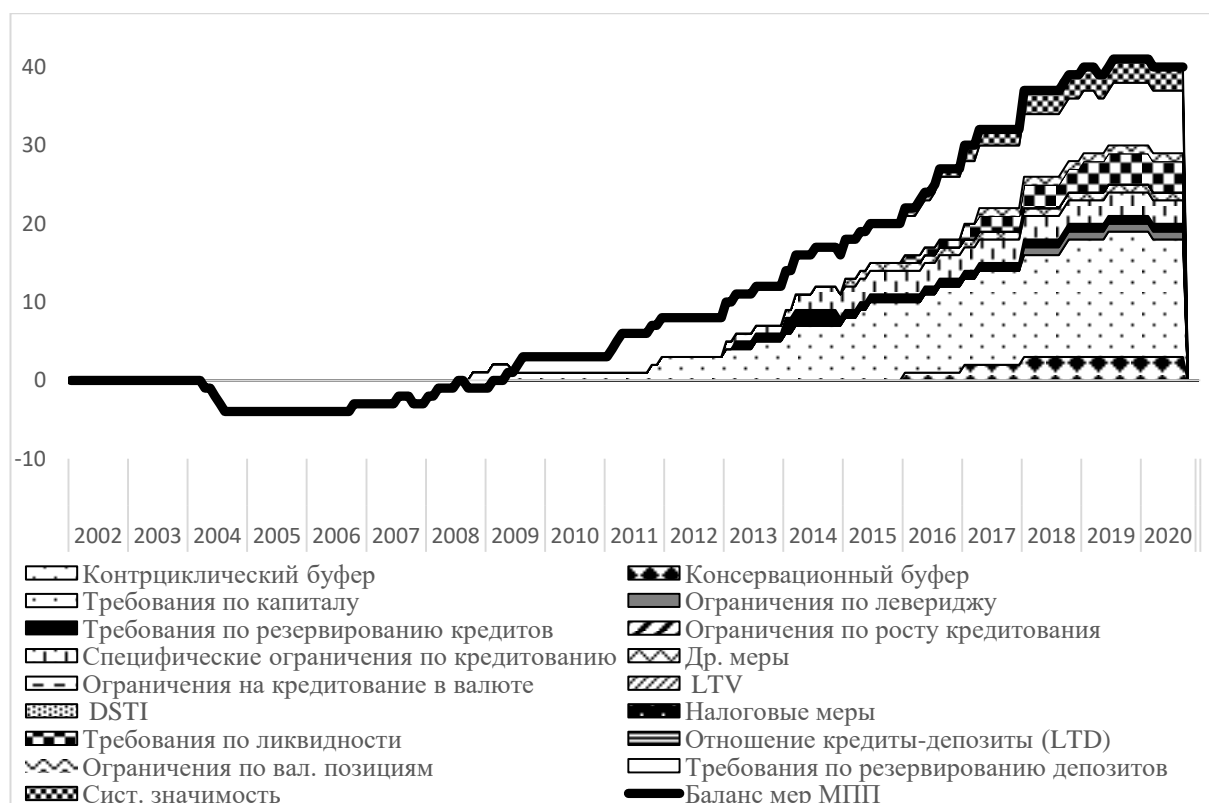
- Требования по капиталу (в приводимой статистике требования по капиталу включают как изменение общих лимитов требований, так и коэффициентов для расчета взвешивания активов по риску) служат основным инструментом проведения МПП – вместе с консервационным, контрциклическим буферами и надбавками за системную значимость требования по капиталу использовались российским регулятором примерно в половине случаев;

- Средним уровнем активности в использовании можно охарактеризовать специфические ограничения по кредитованию и требования по ликвидности;

- Среди других мер можно выделить единичные факты ужесточения требований по резервированию кредитов, ограничений по леввериджу и других мер.

¹ Федеральный закон от 23.07.2013 № 251-ФЗ.

² Цель по обеспечению стабильности и развитию национальной платежной системы была скорректирована в редакции Федерального закона от 27.06.2011 № 162-ФЗ.



Примечание – Источник: база данных МВФ по инструментам МПП, сайт Банка России, расчеты авторов.

Рисунок 1 – Использование мер МПП в России в 2002-20 гг.

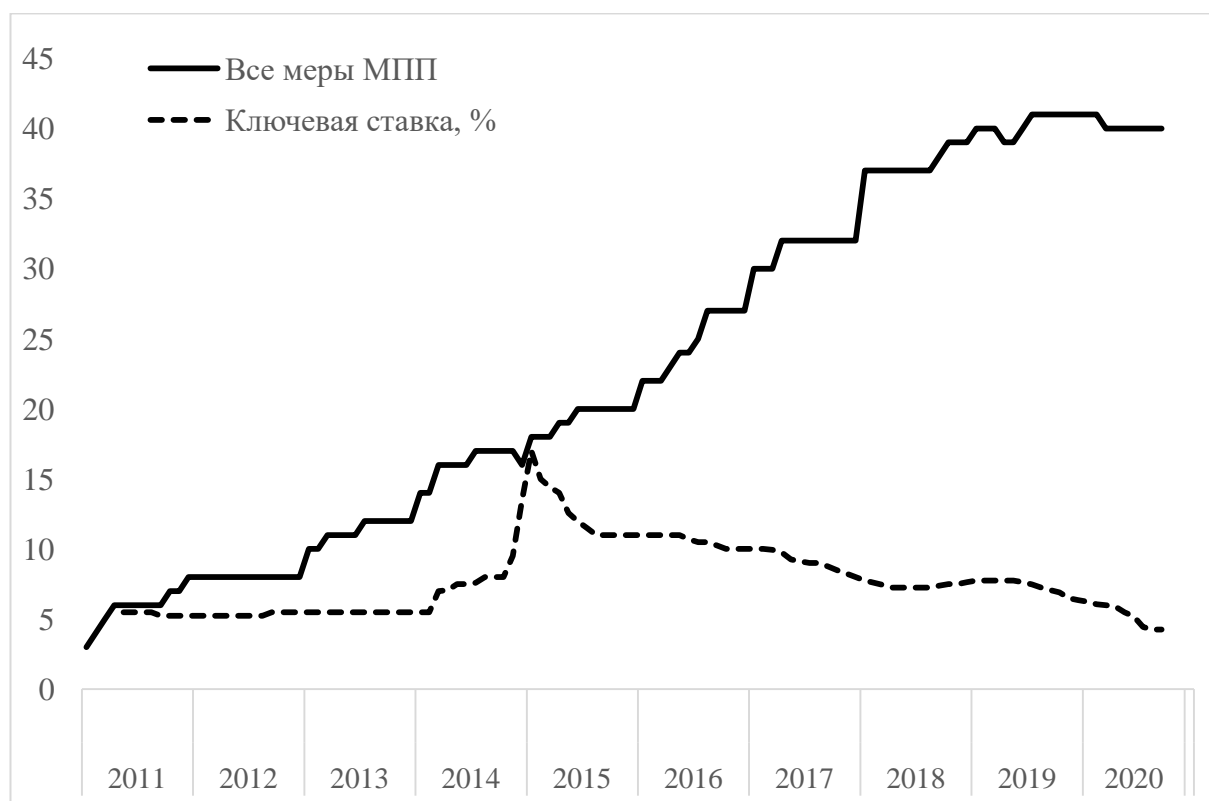
Среди неиспользованных мер для кредитования необходимо отметить прямые ограничения роста кредитных портфелей и ограничения, налагаемые на заемщиков. Кроме того, существенную роль продолжает играть инструмент, используемый для ограничения пассивов банковского сектора – требования по резервированию депозитов, которые на протяжении последних лет использовались российскими финансовыми властями примерно в четверти случаев.

Отдельно можно выделить действия, предпринятые Банком России и другими органами российских экономических властей после начала эпидемии коронавируса и связанного с этим резкого падения экономической активности. Среди мер, которые можно отнести к МПП:

- Ослабление требований по капиталу в отношении некоторых категорий активов – в марте 2020 г. было принято решение не применять надбавки к коэффициентам риска по валютным кредитам организациям, производящим лекарства, медицинские материалы и оборудование, а также по вложениям валютные долговые ценные бумаги таких организаций;

Рекомендации Банка России кредитным организациям не проводить активные действия, направленные на взыскание просроченных кредитов, среди которых реструктурирование кредитов физическим лицам, у которых обнаружена коронавирусная инфекция, запрет на взыскание недвижимости у таких граждан и некоторые другие меры.

На рисунке (2) представлена динамика использования мер МПП и ключевой ставки, которая в настоящее время является наиболее важным инструментом ДКП в 2011-20 г. Можно отметить определенную разнонаправленность двух видов экономической политики: монетарная политика последовательно ослаблялась с 2015 г., в то время как позиция финансовых властей в области макропруденциальных мер становилась все более жесткой.



Примечание – Источник: Банк России, расчеты авторов.

Рисунок 2 – ДКП и МПП в России

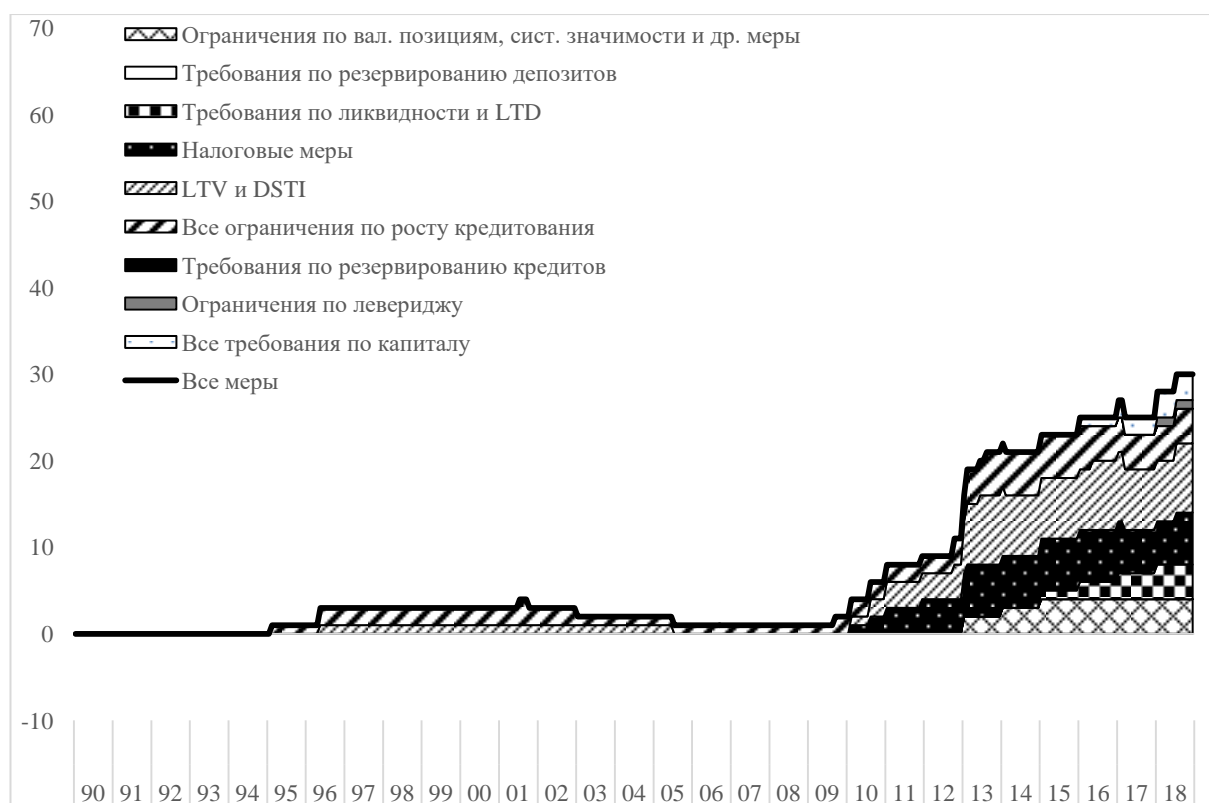
Рассмотрение подходов к МПП, используемых в различных странах целесообразно начать с общей характеристики позиций регуляторов. Регуляторы стран с развивающейся и переходной экономикой³ более активно используют инструменты МПП. Причинами этого, как указывают, например, [20], [21], [22], [23], являются, как правило,

³ Используется классификация стран авторов базы данных МВФ.

нестабильность инфляции и относительно низкая эффективность ДКП, а также высокая волатильность трансграничных потоков капитала.

Для определения причин подобных различий в подходах к использованию МПП целесообразно рассмотреть динамику мер МПП по инструментам по каждой из стран отдельно. Ввиду схожести МПП в рамках групп стран, будет представлен анализ по использованию инструментов в следующих экономиках: Китай и Сингапур.

В качестве развитой экономики, активно применяющей МПП, на рисунке (3) представлен Сингапур. Можно отметить, что требования по капиталу и ограничения по леввериджу использовались не очень часто, а меры по резервированию депозитов не использовались вообще. Вместе с тем, у сингапурского регулятора популярно было применение таких инструментов как ограничения по росту кредитования, ограничения для заемщиков (LTV и DSTI), налоговые меры, требований по ликвидности и LTD, а также надбавок за системную значимость.



Примечание – Источник: расчеты авторов.

Рисунок 3 – Использование инструментов МПП в Сингапуре, 1990-2018 гг.

В качестве ключевых аргументов, определяющих использование такого подхода, сам регулятор – Денежно-кредитное управление Сингапура (Monetary Authority of Singapore) – выделяет набор принципов, которыми руководствуется МПП в стране, и систему инструментов МПП (см. [24]). Таким образом, с одной стороны, принципы МПП

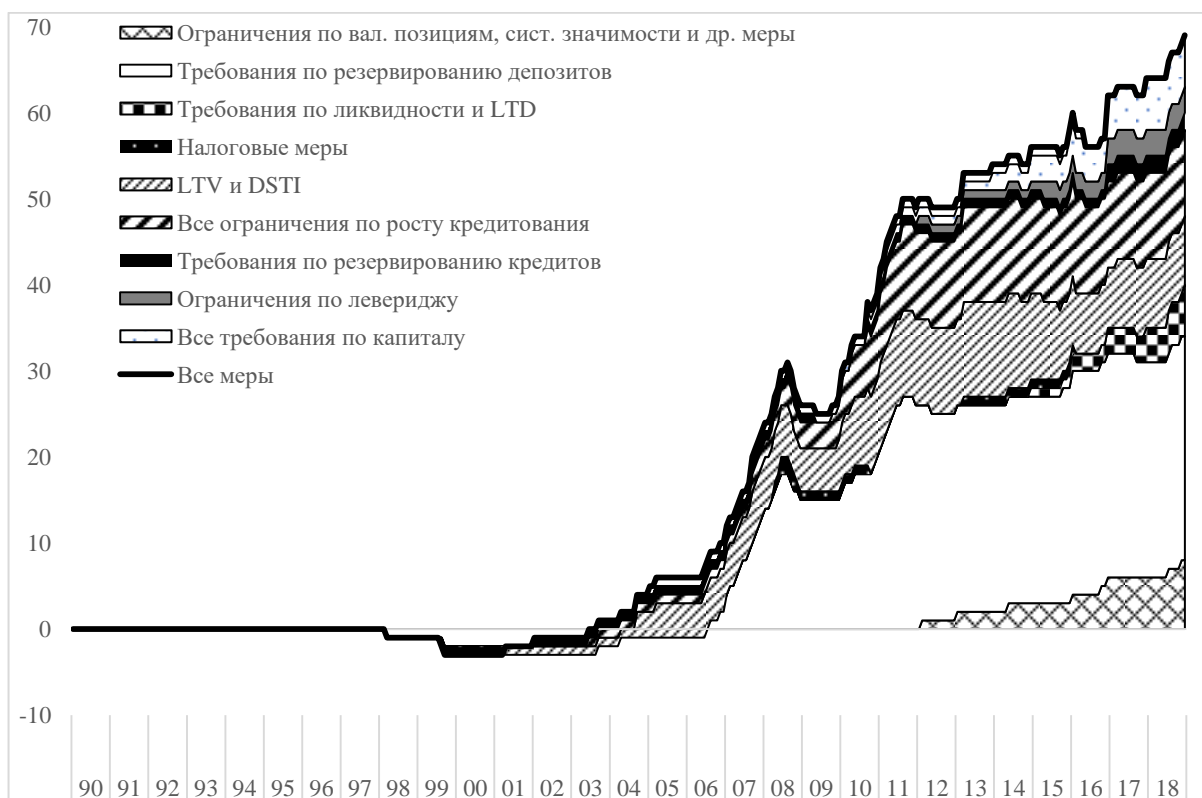
предполагают упреждение, целевое использование, взвешенный подход (calibrated approach) и расчет на комплекс мер. В качестве примера применения определенного инструмента в соответствии с указанными принципами регулятор приводит свои действия по изменению коэффициентов LTV (см. [24], [25]). Изменение значений коэффициентов было предпринято задолго до начала роста доля необслуживаемых кредитов в портфелях коммерческих банков, целью были только ипотечные кредиты, значения коэффициентов калибровались так, чтобы регуляторная мера была нацелена только на заемщиков с двумя и более кредитами, а в дополнение к LTV налоговые и другие меры. С другой стороны, набор инструментов регулятора Сингапура нацелен на борьбу с конкретными рисками даже в рамках парадигмы макропруденциального регулирования. Для нивелирования общесистемных рисков используются требования по капиталу и надбавки за системную значимость, а остальные инструменты нацелены на риски, формирующиеся на рынках конкретных активов, например, недвижимости.

В целом, необходимо отметить, что различия в практических подходах к ведению МПП, между регуляторами развитых стран во многом определяются стратегиями достижения финансовой стабильности, установленными для каждого из регуляторов. При этом позиция регуляторов стран Европы и Северной Америки во многом соответствует базовому формату Базель III, который предполагает меры по капиталу и ликвидности в качестве основных инструментов МПП. Данная группа развитых экономик опирается на указанные меры даже несмотря на то, что сам Базель III дает регуляторам возможность использовать любые дополнительные средства достижения макрофинансовой стабильности. Вместе с тем, отношение регуляторов экономик Гонконга и Сингапура использует расширенное понимание как задач МПП, так и набора ее инструментов, предопределяя более активную позицию в сфере достижения финансовой стабильности. Помимо этого, необходимо отметить особенности денежно-кредитных систем Гонконга и Сингапура, которые действуют в режиме валютного комитета (currency board) и плавающей привязки (crawl-like arrangement)⁴, что, возможно, требует от их финансовых регуляторов более внимательно и осторожно относиться к трансграничным потокам капитала не только для достижения финансовой стабильности, но и для обеспечения устойчивости национальной валюты.

Китай является развивающейся экономикой, в которой меры МПП используются наиболее активно. Динамика использования инструментов представлена на рисунке (4).

⁴ По классификации МВФ.

Можно отметить, что китайские финансовые власти используют практически весь набор макропруденциальных инструментов. Вместе с тем, необходимо отметить, что более трети мер являются изменениями в области резервов по депозитам, т. е. направлены на ограничение возможностей использования пассивной части баланса банков для выдачи кредитов. Среди мер, используемых для ограничения кредитования, можно выделить ограничения по капиталу и леввериджу, прямые ограничения на рост кредитного портфеля и меры для заемщиков.



Примечание – Источник: расчеты авторов.

Рисунок 4 – Использование инструментов МПП в Китае, 1990-2018 гг.

Сами китайские финансовые власти отмечают (см., например, [26]), что они избрали путь активного использования всего комплекса мер для обеспечения стабильности финансовой системы. Отдельно указывается на использование требований по резервированию депозитов и операций по валютным производным финансовым инструментам (в частности, валютным форвардам) в качестве меры, прямо направленной на поддержание устойчивости обменного курса национальной валюты. Остальные меры в целом укладываются в рамки подхода, предложенного в Базель III, внедрение которого в общую систему мер МПП является одной из задач регуляторов.

Подытоживая рассмотрение практик использования МПП в различных странах мира, можно отметить, что в настоящее время в общем подходы делятся на два основных:

рамочный подход Базеля III и активное использование всего набора инструментов МПП. Первый вариант используется, как правило, в развитых экономиках Европы и Северной Америки, а также некоторых странах Латинской Америки. Он основан на требованиях по капиталу и ликвидности, заложенные в описании Базель III. Однако часто даже эти меры применяются относительно неактивно, а использование других инструментов МПП, которое в инструкциях Базельского комитета оставлено на усмотрение национальных регуляторов, вообще является фрагментарным. Второй подход применяется многими развивающимися экономиками и некоторыми развитыми странами Азии. Он предполагает активность финансовых властей практически по всем типам макропруденциальных инструментов, которые находятся в их распоряжении для достижения финансовой стабильности. При этом многие регуляторы отмечают необходимость комплексного применения данного набора мер (см. [24], [26]).

3.2 Анализ влияния макропруденциальных мер Банка России на параметры экономического развития

Учитывая возросшую за последние годы сложность современной российской финансовой системы и комплексность взаимосвязей между ней и другими секторами экономики, анализ влияния МПП целесообразно разделить на несколько частей. Во-первых, необходимо рассмотреть результативность макропруденциальных инструментов для достижения финансовой устойчивости как главной цели МПП. Во-вторых, принято оценивать состояние рынка недвижимости и его реакцию на действия финансовых властей в области кредитования. В-третьих, важно понять, как реагировали на МПП сектора экономики, связанные с внешней торговлей и движением капитала. И, наконец, в-четвертых, нужно проанализировать воздействие данного вида экономической политики на ключевые параметры экономического развития страны, такие как рост ВВП, производство, благосостояния населения.

3.2.1

МПП и финансовая стабильность

Рассмотрение воздействия МПП на финансовую стабильность предполагает определение индикаторов, которые характеризуют саму устойчивость финансовой системы. В литературе принято выделять несколько показателей:

- Переменные, характеризующие состояние кредитного рынка, такие как общий объем кредитования, объемы выдаваемых кредитов, номинальные темпы прироста кредитного портфеля;

– Показатели, описывающие динамику кредитования относительно кредитного цикла, наиболее популярным из которых является кредитный гэп;

– Показатели состояния и устойчивости банков, включая долю просроченных (или невозвратных) кредитов в портфеле, достаточность капитала.

Первый тип показателей позволяет оценить воздействие мер МПП на текущую ситуацию на рынке. Учитывая схожесть самих переменных, ниже представлена только ежемесячная динамика темпов прироста кредитного портфеля в годовом выражении (месяц к соответствующему месяцу предыдущего года). На рисунке (5) на фоне мер МПП показаны ежемесячные темпы прироста (месяц к соответствующему месяцу предыдущего года) портфелей активов коммерческих банков России, включая все активы, кредиты нефинансовым компаниям и кредиты населению.



Примечание – Источник: Банк России, база данных МВФ, расчеты авторов.

Рисунок 5 – Использование всех мер МПП и темпы прироста кредитного портфеля

Необходимо отметить несколько особенностей реакции банковской системы на использование мер МПП:

– С 2013 г., когда МПП начала активно использоваться финансовыми властями, темпы прироста портфелей существенно замедлились (в среднем примерно в 2 раза по всем категориям активов);

– Помимо МПП на активную часть балансов банков очевидно действовали и

другие факторы, т. к. несмотря на почти непрерывный цикл ужесточения МПП, динамика прироста кредитов изменилась на положительную с начала 2017 г.;

– Существует определенный разрыв между реакцией корпоративного кредитования и активов в целом и реакцией кредитов населению, которые меняются с некоторым запаздыванием, особенно учитывая то, что большая часть макропруденциальных мер была направлена именно на розничное кредитование и ипотеку⁵.

Учитывая то, что требования по резервированию депозитов играют существенную роль в структуре МПП в России, целесообразно помимо динамики кредитного портфеля рассмотреть изменения в темпах прироста депозитного портфеля в ответ на изменение требований по депозитам. На рисунке (б) представлены изменение МПП в области создания обязательных резервов по депозитному портфелю и динамика портфеля депозитов нефинансовых компаний и населения в коммерческих банках. В целом можно сказать, что прирост депозитов резко замедлился после цикла ужесточения мер в 2016 г. и после этого стабилизировался на уровне около 10% в год.

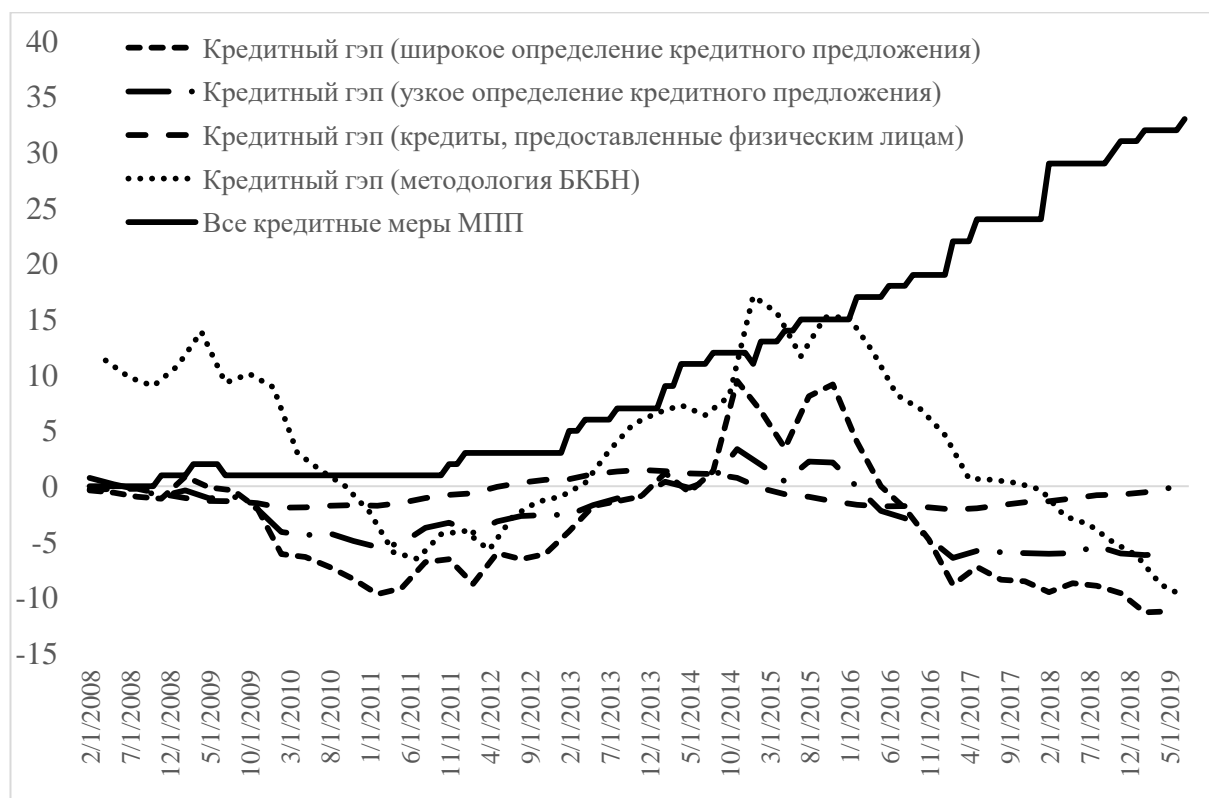


Примечание – Источник: Банк России, база данных МВФ, расчеты авторов.

⁵ Важной особенностью реакции кредитных агрегатов также является более значительная подверженность портфеля кредитов нефинансовым организациям (и как следствие, всего портфеля активов) колебаниям обменного курса.

Рисунок 6 – Использование требований по резервированию депозитов и темпы прироста депозитного портфеля коммерческих банков в России.

Второй тип показателей дает возможность определить, насколько меры МПП воздействуют на состояние финансовой системы относительно более долгосрочных тенденций. Используемые индикаторы называют кредитными гэпами. Они характеризуют отклонение отношения кредитного портфеля к ВВП от долгосрочных трендов, которые, как правило, определяются с помощью фильтров Ходрика-Прескотта. Анализируемые кредитные портфели при этом могут варьироваться по типу кредитов. Динамика кредитных гэпов для нескольких типов кредитов представлена на рисунке (7).



Примечание – Источник: Банк России, база данных МВФ, расчеты авторов.

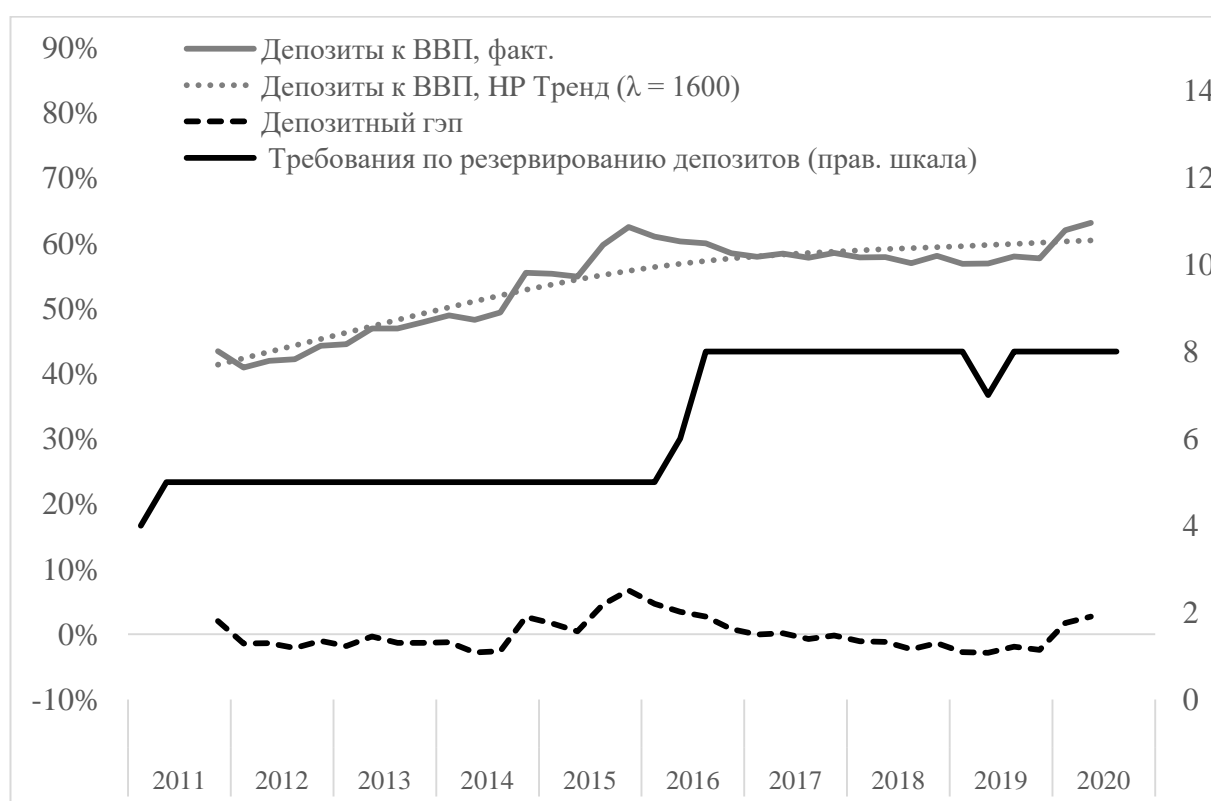
Рисунок 7 – Использование требований по резервированию депозитов и доля обязательных резервов коммерческих банков в России

Необходимо отметить, что используемая Банком России методология для определения кредитных гэпов несколько занижает их значение, например, по сравнению с подходом, используемым Базельским комитетом по банковскому надзору (БКБН). Банк России указывает (см. [27]) на то, что существенные изменения отношения кредитного портфеля к ВВП в России часто определяются не динамикой кредитования как таковой, а валютной переоценкой портфеля при изменении обменного курса. Тем не менее, на наш взгляд, вопрос об использовании альтернативного подхода к расчету кредитных гэпов требует дополнительной проработки, т. к. систематическое занижение значений

кредитного гэта привело к фактическому отказу регулятора от использования антициклической надбавки, которая в настоящее время заявляется в качестве главного инструмента МПП в распоряжении российских финансовых властей.

Для оценки воздействия мер МПП на долгосрочные тенденции на рынке банковских пассивов целесообразно рассчитать показатель депозитного гэта, аналогичный кредитному гэпу. Динамика депозитного гэта⁶ и требований по резервированию депозитов представлена на рисунке (8).

В целом, можно говорить о том, что влияние требований по депозитам действует в правильном направлении: повышение требований в 2016 г. соответствовало снижению отношения депозитов к ВВП ниже трендовых значений и формированию на рынке отрицательного депозитного гэта.



Примечание – Источник: Банк России, база данных МВФ, расчеты авторов.

Рисунок 8 – Использование требований по резервированию депозитов и депозитный гэт

Третья группа показателей характеризует состояние кредитных организаций, действующих на финансовом рынке. Одним из индикаторов устойчивости банков является динамика доли необслуживаемых кредитов, различные типы которых

⁶ Расчет произведен для показателя «Средства клиентов – всего» из динамических таблиц «Обзора банковского сектора», публикуемого Банком России.

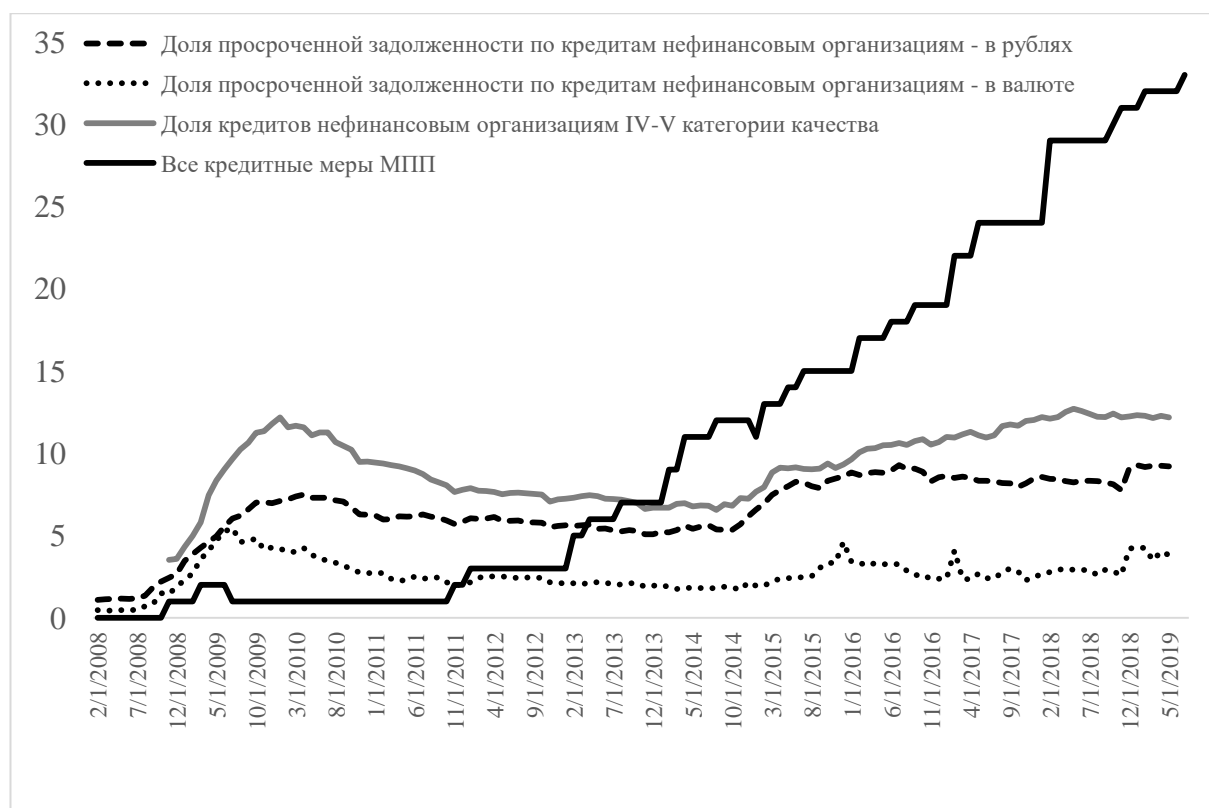
представлены на рисунке (9). В целом, можно сказать, что меры МПП не сильно влияют на данный показатель: несмотря на существенное ужесточение МПП, доля необслуживаемых кредитов находится на уровне или превышает значения, достигнутые во время кризиса 2008-09 гг.

В зависимости от стадии экономического цикла доля просроченных кредитов меняется достаточно существенно и в пиковые периоды может увеличиваться почти в два раза по сравнению с периодами относительной стабильности. Безусловно, риски для устойчивости финансовой системы резко возрастают в такие моменты. Вместе с тем, при проведении МПП реакция финансовых властей на изменение значения данного показателя должна учитывать несколько особенностей:

- Сама по себе доля просроченных кредитов является микропруденциальным индикатором и характеризует текущее состояние каждого отдельного банка, поэтому агрегированное значение должно восприниматься только как индикатор и не таргетироваться финансовыми властями;

- Реакция данного показателя на пруденциальные меры характеризуется значительными лагами;

- Эффективность мер МПП для корректировки доли необслуживаемых кредитов пока не установлена с достаточной степенью точности, а влияние других факторов (например, фазы экономического цикла) может быть более значимым.



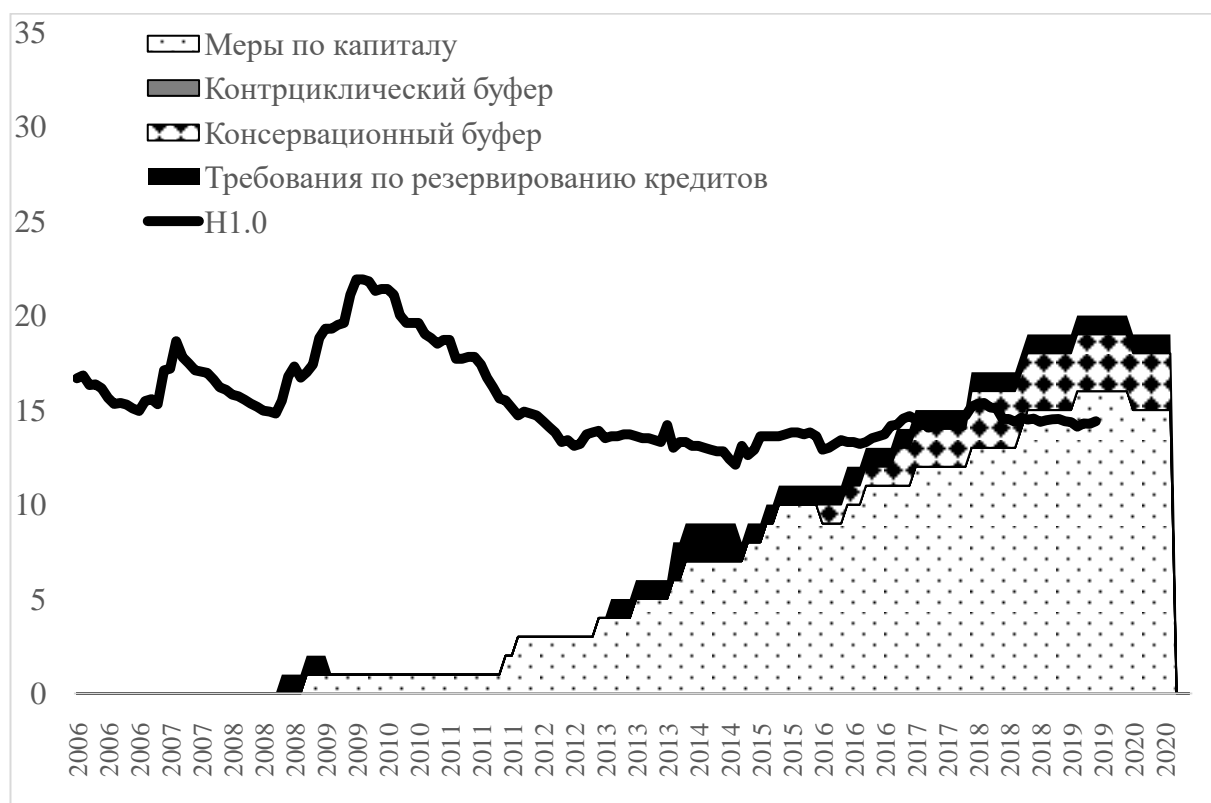
Примечание – Источник: Банк России, база данных МВФ, расчеты авторов.

Рисунок 9 – Кредитные меры МПП и динамика доли необслуживаемых кредитов

Другим вариантом оценки финансовой устойчивости банковской системы является измерение достаточности капитала банков. Этот подход является центральным элементом Базель III и его предыдущих версий. В целом достаточность капитала характеризует способность банка поглощать возможные убытки из-за неспособности заемщиков вернуть кредиты или других факторов. Таким образом банк способен беречь доверие вкладчиков, избегая оттока депозитов, и сохранять прибыльность операций в средне- и долгосрочном периоде, избегая банкротства.

Динамика показателя достаточности капитала российских коммерческих банков (показатель Н1.0) и меры МПП в области требований по капиталу представлены на рисунке (10). Можно отметить, что после 2013 г. меры по капиталу достаточно активно используются российскими финансовыми властями. Вместе с тем существенное системное влияние на достаточность капитала банковской системы они начали оказывать примерно с 2017 г., когда значение показателя достаточности выросло примерно на 1 п. п. При этом важно учитывать, что капитализация российских банков находится на достаточно высоком уровне по сравнению с экономиками многих развитых стран. Таким образом, влияние мер МПП на динамику показателей финансовой устойчивости

кредитных организаций работает, но эффективность этого воздействия требует дополнительного изучения.



Примечание – Источник: Банк России, база данных МВФ, расчеты авторов.

Рисунок 10 – Использование требований по капиталу и достаточность капитала коммерческих банков в России

В целом, проведенный анализ воздействия мер МПП на параметры устойчивости финансового рынка России не позволяет с достаточной степенью уверенности говорить об эффективности предпринимаемых действий. С одной стороны, определенные успехи достигнуты в области соответствия принимаемым мерам показателей обязательных резервов по депозитам и достаточности капитала, а также ухода с рынка кредитных организаций по мере ужесточения МПП. Кроме того, можно говорить о некоторых позитивных сдвигах в области реакции текущих темпов прироста кредитных портфелей в ответ на макропруденциальные меры. Однако, с другой стороны, неопределенной пока остается реакция рынка на меры МПП в средне- и долгосрочном периоде, измеряемая кредитными гэпами, а также способность финансовых властей опережающим образом воздействовать на общее качество кредитных портфелей банковского сектора.

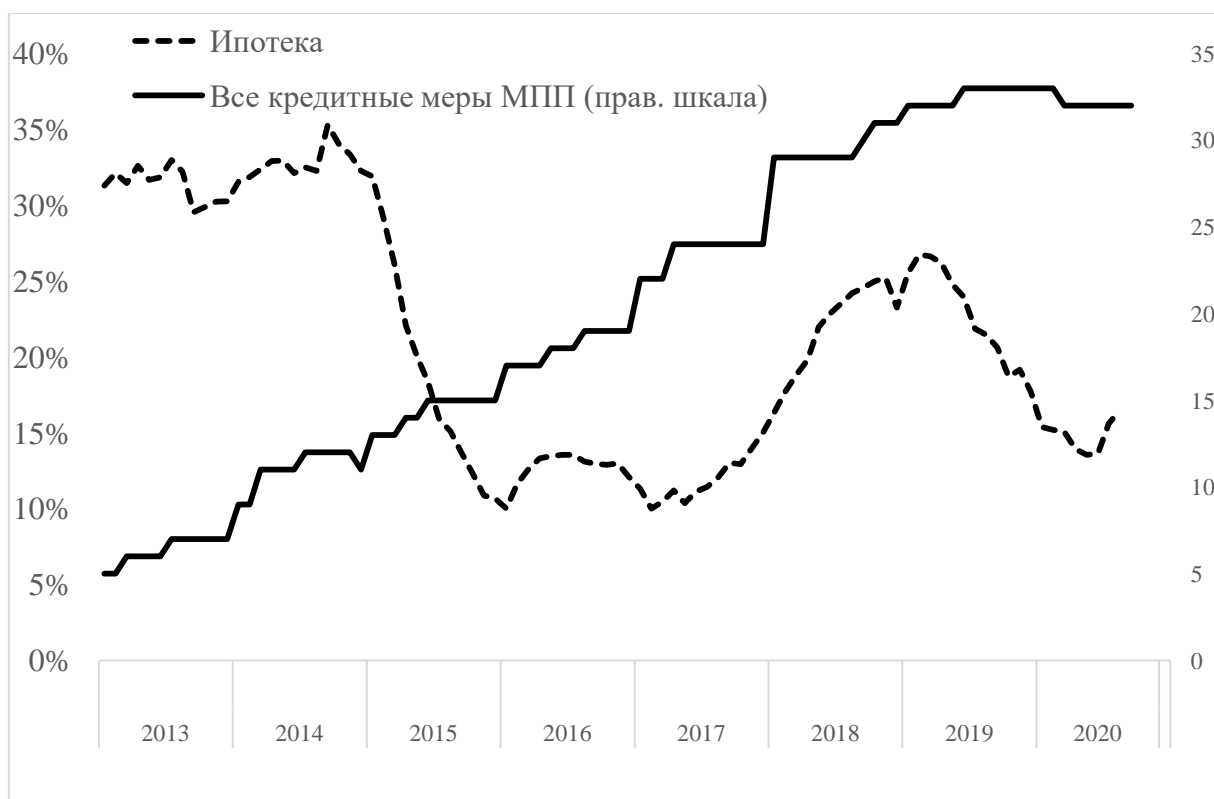
3.2.2

МПП и рынок недвижимости

Одним из наиболее важных рынков активов, от которых зависит стабильность финансовой и банковской системы является рынок недвижимости. Многие меры МПП прямо направлены на регулирование состояния стоимости недвижимости и способности банков предоставлять кредиты домохозяйствам и компаниям на ее приобретение. В России финансовые власти достаточно часто указывают на ситуацию на рынке недвижимости в качестве одного из основных факторов принятия тех или иных мер МПП.

На рисунке (11) представлена динамика кредитных мер МПП и прироста портфеля ипотечных кредитов⁷ в России. В целом, по мере ужесточения макропруденциальных мер, начатого в 2013 г., темпы роста ипотечного портфеля снизились примерно в 2,5 раза: с 32 до 14%. Вместе с тем, замедление темпов роста рынка жилищных кредитов было нестабильным, и в 2018-19 гг. рост вернулся к достаточно высоким значениям, достигнув локального максимума в 27% в начале 2019 г. Такие темпы роста расценивались Банком России как слишком высокие, и для охлаждения рынка жилищного кредитования был предпринят ряд мер МПП, напрямую направленных на ипотеку. В результате прирост ипотечного портфеля снова снизился и пока находится в пределах диапазона 10-15% в год. Таким образом, можно говорить о том, что МПП действует в правильном направлении, когда ужесточение политики в среднем соответствует снижению темпов роста рынка. Однако устойчивость охлаждения рынка в ответ на действия регулятора пока остается под вопросом, и требует проработки вопрос о дальнейшем повышении эффективности использования инструментов МПП для контроля специфических сегментов кредитного рынка.

⁷ Для расчета использовалось значение задолженности на дату по показателю «Ипотечные жилищные кредиты, предоставленные физическим лицам - резидентам, и приобретенные права требования по ипотечным жилищным кредитам» из таблицы 4.3.11, публикуемой в Статистическом бюллетене Банка России.



Примечание – Источник: Банк России, база данных МВФ, расчеты авторов.

Рисунок 11 – Кредитные меры МПП и прирост портфеля ипотечных кредитов
3.2.3

МПП и внешний сектор

Состояние валютного рынка, внешней торговли товарами и услугами, а также международное движение капитала выделяются в качестве важных направлений применения инструментов МПП. Ключевым фактором в данном случае является влияние перечисленных сегментов экономики на финансовую сферу. Многие авторы (см. Раздел 2 выше) отмечают, что внешний сектор может существенным образом нарушать устойчивость финансовой системы, и поэтому требует пристального внимания и регулирования с позиций МПП. Считается, что финансовые власти должны стремиться не допускать чрезмерного притока спекулятивного капитала в страну, который приводит к укреплению национальной валюты в период притока и часто становится фактором резкого ослабления национальной денежной единицы в моменты кризисов и оттока капитала.

Важным вопросом является способность МПП воздействовать на международное движение капитала. Как правило, с помощью макропруденциальных инструментов регуляторы противостоят притоку спекулятивного капитала, который обладает высоким потенциалом для дестабилизации финансовой системы страны. На рисунке (12) представлены чистые изменения балансов российских коммерческих банков по двум

статьям платежного баланса: ссуды и займы, а также долговые ценные бумаги. Можно говорить о том, что, начиная в 2016 г., общей рестриктивной МПП соответствовало резкое снижение притока капитала или происходил его отток.



Примечание – Источник: Банк России, база данных МВФ, расчеты авторов.

Рисунок 12 – Меры МПП и отдельные показатели для коммерческих банков финансового счета платежного баланса РФ

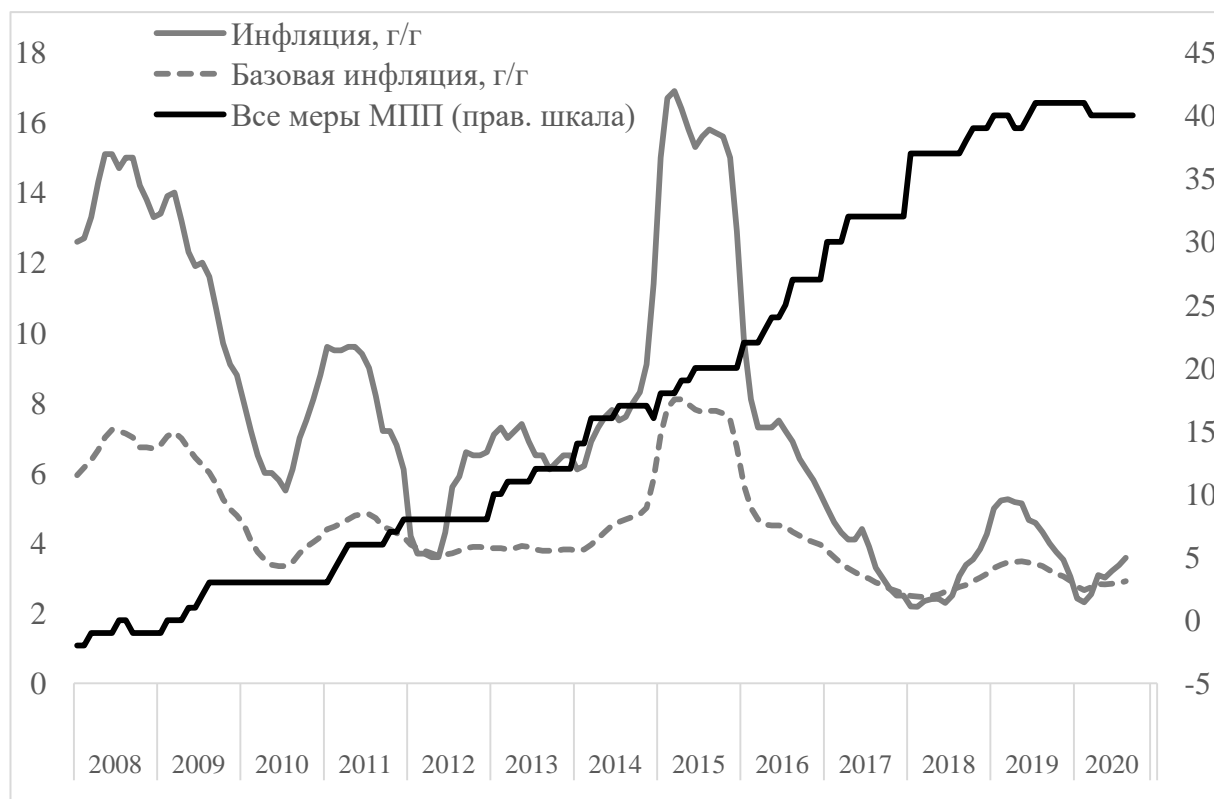
3.2.4

МПП и долгосрочное экономическое развитие

Важным вопросом оценки эффективности МПП является также анализ ее воздействия не только на состояние финансового сектора или промежуточные показатели развития, такие как обменный курс и цены на недвижимость, но и определение влияния макроprudенциальных мер на общую экономическую динамику развития страны. В качестве основных переменных, характеризующих это воздействие, как правило, используются инфляция, рост ВВП, показатели доходов населения, рост производства.

На рисунке (13) представлены динамика всех мер МПП и показатели, характеризующие потребительскую инфляцию в России: значение основного индекса потребительских цен и индекс базовой инфляции (в годовом выражении, месяц к соответствующему месяцу предыдущего года). В целом постоянная тенденция на ужесточение МПП соответствовала общему снижению инфляционного давления в

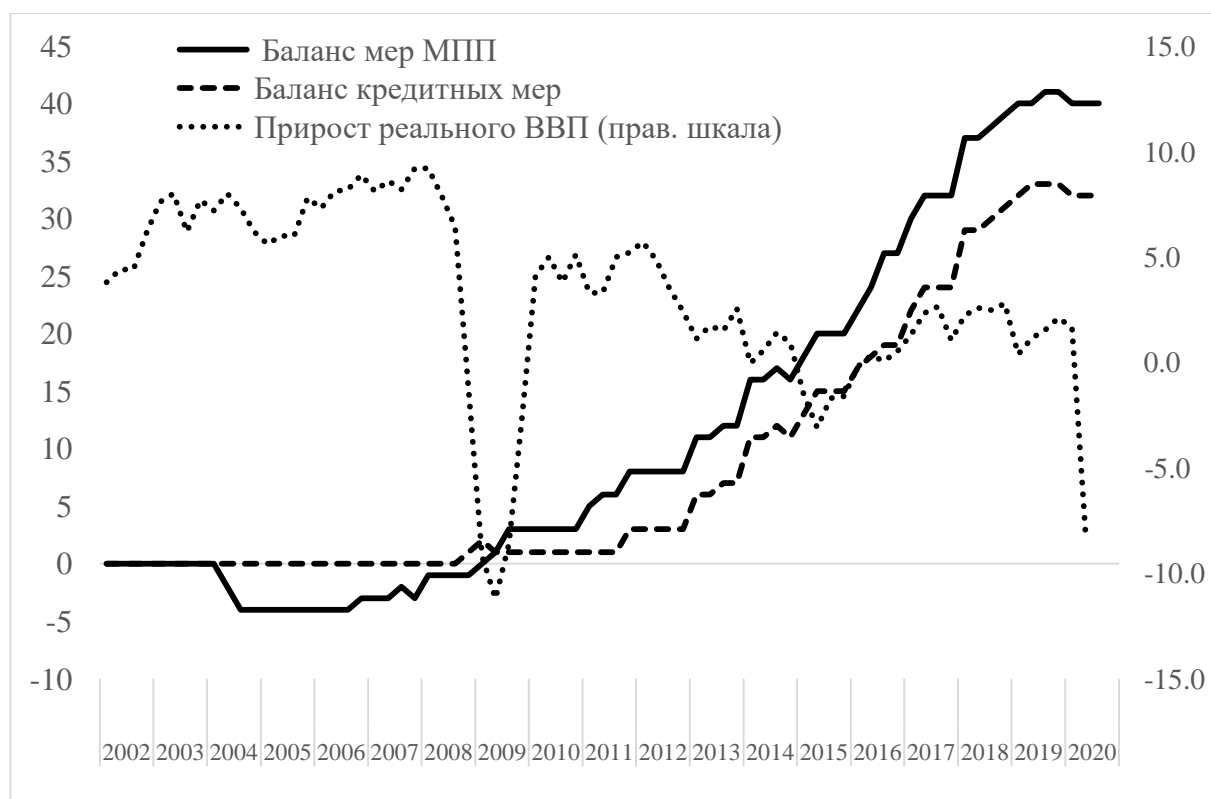
экономике. Вместе с тем, на горизонте 2008-20 гг. в России наблюдались всплески инфляции, которые объясняются другими факторами. Более того, сама взаимосвязь между МПП и инфляцией находится под вопросом, т. к. основным инструментом для контроля инфляции является ДКП.



Примечание – Источник: Банк России, база данных МВФ, Росстат, расчеты авторов.

Рисунок 13 – Баланс мер МПП и показатели инфляции

Рисунок (14) демонстрирует реальные темпы прироста ВВП на фоне баланса всех мер МПП и мер кредитного характера. Можно отметить, что общему тренду на ужесточение МПП с 2009 г. соответствует определенное замедление роста российской экономики, которое, если исключить периоды кризисов, проходило в два этапа: с примерно 7,5% в год в 2003-07 гг. до примерно 4,5% в год в 2009-13 гг., а затем до примерно 1,0%, начиная с 2017 г. и до настоящего времени (динамика ВВП в 1 кв. 2020 г. не принимается в расчет, т.к. снижение связано не с экономическими, а эпидемиологическими факторами). Вместе с тем, как и для многих других показателей, окончательные выводы о долгосрочном воздействии МПП на экономический рост могут быть сделаны только на основании более тщательных статистических оценок и анализа многих факторов, которые могут определять экономическое развитие.



Примечание – Источник: база данных МВФ, Росстат, расчеты авторов.

Рисунок 14 – Меры МПП и экономический рост

Российские финансовые власти активно использовали МПП на протяжении всего рассматриваемого периода, но еще более активно макропруденциальные меры стали применяться после того, как цель по обеспечению финансовой стабильности стала одной из формальных целей Банка России. В целом, данный активный подход соответствует политике стран с аналогичным уровнем развития, размера экономики и состояния финансового рынка. Вместе с тем макропруденциальную позицию российского регулятора на текущий момент можно охарактеризовать как одну из самых рестриктивных в мире. Возможно, что на фоне замедления темпов роста экономики, банковского рынка и шока, связанного с продолжающейся эпидемией коронавируса, Банку России стоит рассмотреть использование более стимулирующей МПП. Помимо уже предпринятых достаточно целевых и точечных мероприятий (см. выше) российские финансовые власти могли бы применить более комплексную программу ослабления макропруденциальных мер. Среди возможных действий можно выделить расширение реструктуризации по просроченным кредитам на всех индивидуальных заемщиков, более существенное снижение требований по капиталу для кредитов малому и среднему бизнесу, временное снижение надбавок за системную значимость и временный роспуск консервационного буфера.

По сравнению с другими финансовыми регуляторами Банк России не использует налоговые меры, а также меры, предполагающие прямые ограничения на рост кредитных портфелей и ограничения для заемщиков. Если в первом случае политика российских финансовых властей представляется адекватной ввиду сложностей учета влияния эффекта налоговых мер и необходимости обеспечения их гибкости в будущем (вряд ли можно рассчитывать на оперативное изменение налогового законодательства в будущем именно в качестве меры МПП, а не фискального инструмента), то кредитные ограничения для банков и заемщиков могут использоваться более активно. Опыт многих регуляторов говорит о том, что подобные инструменты позволяют более эффективно регулировать кредитные риски, одновременно повышая стабильность финансовой системы и обеспечивая защиту для индивидуальных заемщиков. Вместе с тем внедрение подобных мер должно будет учитывать воздействие регуляторного арбитража, и возможный уход части заемщиков в нерегулируемый или нелегальный сегмент кредитного рынка.

Взаимосвязь между МПП и ДКП пока остаются недостаточно изученной как с точки зрения взаимного дополнения обоих видов экономической политики, так и выбора лучшего варианта для воздействия на широкий круг макроэкономических переменных. Несмотря на то, что в течение последних лет МПП и ДКП были разнонаправлены (ужесточение МПП и ослабление ДКП), вероятно, что в будущем оба инструмента будут двигаться синхронизировано, взаимно усиливая результативность каждой политики.

Проведенный сравнительный анализ воздействия мер не позволяет с высокой степенью достоверности говорить об эффективности воздействия макропруденциальных инструментов и МПП в целом на основные параметры экономического развития страны. Вместе с тем, можно отметить несколько результатов этого анализа:

- Ужесточение МПП в общем случае соответствует периоду замедления роста кредитных портфелей по всем основным категориям активов как по текущим значениям, так и на более длительном горизонте;
- Антициклическая надбавка – основной инструмент МПП, обозначенный регулятором – оставался неиспользованным, что, вероятно, во многом связано с объективными факторами (отрицательные кредитные гэпы по всему спектру индикаторов), однако не совсем укладывается в общую тенденцию на ужесточение МПП в России;
- Применение мер по резервированию депозитов и требований по капиталу связано с наращиванием банками объемов капитала и обязательных резервов

соответственно;

– Динамика рынка ипотеки пока несколько выбивается из соответствия предпринимаемым мерам МПП, хотя в целом ситуация на рынке недвижимости остается достаточно стабильной;

– Ужесточение МПП шло параллельно со снижением притока капитала, хотя определение масштаба влияния макропруденциальных мер остается вопросом, открытым для изучения;

– Воздействие МПП на более общие экономические переменные (инфляция, рост ВВП, промышленное производство, доходы населения) неоднозначно и требует дополнительного изучения более формальными статистическими методами.

В целом, учитывая относительно недавнее включение цели по финансовой стабильности в состав приоритетов Банка России и начало активного использования МПП только в этом десятилетии, применение макропруденциальных мер требует дополнительного изучения и регулярного мониторинга. Среди возможных предложений по совершенствованию МПП среднесрочном периоде можно выделить следующие идеи:

– Выделение более четкой численной цели (или целей) МПП по аналогии с целью по инфляции для ДКП;

– Выделение более широкого спектра используемых инструментов МПП и определение факторов, которые определяют это использование;

– Обобщение всех макропруденциальных инструментов, понимаемых в широком смысле, в рамках единой парадигмы МПП, которая позволит более эффективно и комплексно преследовать достижение цели по обеспечению финансовой стабильности;

– Более подробное и открытое обсуждение ситуации в финансовой системе в органах Банка России, принимающих решения в области МПП, систематизацию позиции регулятора относительно решений по каждому из инструментов и всего комплекса инструментов МПП;

– Подготовка сценарного прогноза или описания возможной будущих ситуаций, которые могут потребовать существенного изменения МПП как в сторону существенного ужесточения, так и ослабления макропруденциальных мер.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Целью макропруденциальной политики является предотвращение и смягчение системного риска посредством укрепления устойчивости финансовой системы для обеспечения бесперебойного предоставления финансовых услуг. Необходимость выделения макропруденциальной политики в самостоятельное направление экономической политики обнаружилась после мирового финансового кризиса 2008 г. и была вызвана наличием несовершенств в функционировании финансовых рынков, потребностью решения проблемы компромисса целей по обеспечению ценовой и финансовой стабильности, а также важностью распространения действий по обеспечению финансовой стабильности на всю финансовую систему в целом, а не только на ее отдельные компоненты, учета эффектов «заражения», а также снижения вероятности потенциального появления и распространения системного риска.

С 2008 г. по настоящее время макропруденциальная политика претерпела ряд изменений, совершенствующих ее: применение различных инструментов государственной экономической политики с целью содействия макропруденциальной политике, подготовка соответствующей нормативной базы для этого и расширение спектра действия инструментов с отдельных институтов на взаимосвязи между ними, финансовую систему в целом и ее влияние на экономику. Так, к макропруденциальным инструментам были отнесены также и меры других направлений (помимо макропруденциальной политики) экономической политики, настроенные для решения задач макропруденциальной политики: меры денежно-кредитной политики (например, нормативы обязательных резервов), фискальной политики (введение специальных налогов и сборов для участников финансовых рынков), микропруденциального регулирования (требования к капиталу, ликвидности, содержанию статей баланса) и другие. Кроме того, мировой финансовый кризис привел к включению в список новых требований к ликвидности (обязательных нормативов LCR и NSFR), изменению требований к существующим нормативам в рамках Базеля III (например, усилены требования к достаточности капитала банков). Отметим, что наиболее распространенными инструментами, направленными на достижение целей макропруденциальной политики, являются нормативы LTV, DTI, ограничения на объемы кредитования, в том числе на займы в иностранной валюте, ограничения открытой валютной позиции, резервные требования, ограничения на распределение прибыли, контрциклический буфер капитала и ограничения на соотношение срочности активов и обязательств.

При этом органы макропруденциального регулирования и надзора должны учитывать негативные последствия от использования макропруденциальных мер при планировании и реализации макропруденциальной политики. В связи с этим применение тех или иных макропруденциальных инструментов должно быть основано на соблюдении ряда критериев, а именно учете издержек от использования инструмента, возможных побочных эффектов и непредвиденных последствий для экономики от его применения; необходимости детальной проработки и исследовании способов воздействия того или иного инструмента на источник риска с учетом того, что механизм данного воздействия должен быть относительно прост, известен и четко определен, а конечный результат не должен проявляться с большой задержкой.

Обзоры теоретических и эмпирических исследований макропруденциальной политики в данной работе систематизированы, согласно подходу БМР, по следующим группам: модели закрытой и модели открытой экономики, – а внутри этих двух групп – по типам ограничений: для спроса и предложения заемных средств.

Анализ теоретических работ позволил определить, что необходимость существования финансовой сферы состоит в решении проблем, связанных с инвестиционной деятельностью, среди которых, например, можно выделить несовпадение желаний экономических агентов по суммам, срокам и рискам вложений, асимметричность информации между заемщиком и кредитором, а также транзакционные издержки проведения платежей в экономике. Для любой финансовой системы характерно наличие источников нестабильности, ключевым из которых является неполнота рынков, приводящая к возникновению денежных внешних эффектов, которые описываются в виде эффекта залога, неравенства предельных уровней замещения между заемщиком и кредитором, а также финансового акселератора.

Проведенный обзор эмпирических работ показал, что эмпирическая оценка эффективности мер МПП пока находится на начальном этапе своего развития, т.к. исследования в данной области фрагментарны и существенным образом зависят от используемой методологии, а необходимые для оценки систематизированные исторические данные о применении мер МПП на практике отсутствуют. Важным аспектом будущих исследований должно быть определение роли ДКП в достижении финансовой стабильности совместно с МПП. Вместе с тем, на основании существующих работ можно сделать вывод о том, что меры МПП позволяют регулировать рост кредитования, а среди наиболее эффективных мер оказываются ограничения, прямо

налагаемые на заемщиков (LTV, DSTI) или кредитные организации (лимиты на рост кредитования).

Важным элементом системы мер МПП являются индексы состояния финансового рынка. Они служат в качестве индикаторов стабильности финансовой системы и сигнализируют о необходимости изменения МПП для достижения целей, стоящих перед регулятором. В настоящее время используется несколько подходов к формированию индексов финансового состояния: метод равных весов, метод главных компонент и факторный анализ, динамические методы, а также подход с весами, определяемыми с учетом влияния на ВВП. Мировая практика применения подобных индексов финансовыми властями характеризуется достаточно широким спектром вариантов, наиболее часто встречающимся из которых является метод главных компонент. Подход, разработанный и представленный в настоящей работе, использует динамический метод и позволяет более эффективно отслеживать периоды финансовой нестабильности. В частности, важным преимуществом является использование изменяющихся во времени весов, что позволяет придавать более высокое значение факторам, которые в данный момент испытывают больший уровень стресса.

Рассмотрение практики применения МПП в России дает возможность говорить о некоторых особенностях действий российских финансовых властей. В целом, регулятор достаточно активно использовал макропруденциальные меры, начиная с 2013 г., когда цель по обеспечению финансовой стабильности была включена в список целей Банка России. Почти все меры были направлены на ужесточение МПП, и кумулятивный эффект всех принятых мер за последние годы носит ярко выраженный ограничительный характер. Вместе с тем, структура используемых инструментов была неоднородной. Чаще всего применялись требования по резервированию депозитов, а также различные варианты требований по капиталу. В отдельных случаях были задействованы общие требования по резервированию кредитов, ограничения по отдельным видам кредитов, ограничения по ликвидности и некоторые другие меры. Не использовались такие инструменты как ограничения для заемщиков (LTV и DSTI), а также антициклическая надбавка, которая была определена в качестве основного инструмента МПП в России. Кроме того, необходимо отметить определенную разнонаправленность ДКП и МПП в течение последних лет: ДКП по мере снижения инфляционного давления постепенно ослаблялась, в то время как МПП последовательно ужесточалась.

Сопоставление российского опыта с практикой применения макропруденциальных мер другими регуляторами позволяет отметить несколько характерных черт ведения МПП

в различных странах. Общая мировая тенденция последних лет, начиная с 2008-09 гг., направлена на ужесточение МПП. Вместе с тем, финансовые власти в развивающихся странах, как правило, более активно используют макропруденциальные инструменты и при этом применяют более широкий спектр мер. Например, наиболее активным регулятором в области МПП является Народный банк Китая, который в последние годы задействовал все доступные меры. При этом около трети из использованных мер приходится на требования по резервированию депозитов, и еще около четверти – на прямые ограничения по кредитованию как для банков, так и для заемщиков. Требования по капиталу в Китае использовались в значительно меньшей степени.

Среди развитых экономик подходы к МПП различались: можно выделить Гонконг и Сингапур, которые пользовались макропруденциальными инструментами очень активно, и все остальные страны, применявшие МПП значительно реже. Помимо этого, необходимо отметить разный состав задействованных инструментов по сравнению с развивающимися странами. В качестве основного подхода финансовые регуляторы многих развитых экономик (например, США, Великобритании, Швеции) полагались на базовый инструментарий Базеля III, который опирается на применение требований по капиталу, леввериджу и ликвидности в качестве ключевых мер. Финансовые власти Гонконга и Сингапура также использовали данные меры, однако существенным образом дополняли их альтернативными инструментами, такими как макропруденциальные налоговые меры, ограничения на прирост кредитных портфелей и ограничения для заемщиков. Таким образом, можно сказать, что российский подход к МПП в целом соответствует практике развивающихся экономик с активным использованием макропруденциальных мер, среди которых важное место занимают требования по резервированию депозитов. Вместе с тем, важную роль в российском подходе к МПП занимают ограничения по капиталу, чаще характерные для развитых экономик.

Первичный анализ влияния мер МПП на ключевые показатели экономического развития России позволяет сделать следующие выводы. Реакция показателей, характеризующих краткосрочную динамику и текущее состояние рынка кредитования, в целом соответствовала ожиданиям финансовых властей, и рост рынка в последние годы замедлился после начала цикла ужесточения МПП. Тем не менее, стоит обратить внимание на неоднородное замедление темпов прироста портфелей кредитов нефинансовым организациям и населению, когда кредитование населения характеризовалось относительно более медленным реагированием на меры МПП. Динамика депозитного портфеля в ответ на ужесточение требований по резервированию

депозитов также в целом соответствовала ожиданиям: рост депозитов замедлился, а доля обязательных резервов в депозитном портфеле выросла. Более того, кредитный и депозитный гэпы – показатели, описывающие более долгосрочную динамику кредитного и депозитного рынков – также отвечали снижением, т. е. замедлением роста отношения портфеля к ВВП относительно долгосрочного тренда, на более жесткую МПП последних лет.

Более широкий спектр показателей экономической активности реагировал на изменение МПП менее предсказуемо. Отклик рынка недвижимости, который является одним из ключевых сегментов рынка активов, влияющих на финансовую стабильность, в целом соответствовал стремлению регулятора снизить чрезмерный рост рынка жилья. В течение последних лет стоимость недвижимости в целом стабилизировалась, а рост портфеля ипотечных кредитов замедлился. Проведенный анализ индикаторов состояния внешнего сектора в ответ на цикл ужесточения МПП был сделан без использования формальных статистических методов и не позволяет однозначно говорить о какой-либо ярко выраженной реакции, однако можно отметить снижение притока капитала в Россию, наблюдаемое в последние годы. Динамика других общих параметров экономического развития, таких как прирост ВВП, благосостояние населения, динамика инфляции, также не позволяет определенно сказать, какова была их реакция на изменение МПП. В целом, экономический рост и рост цен существенно замедлился, однако вопрос о том, насколько это было вызвано действиями финансовых властей, остается открытым.

1. Проведенный в данной работе анализ дает возможность сформулировать несколько предложений по применению МПП в России. Внедрение цели по финансовой стабильности в формальные мандаты центральных банков и других финансовых регуляторов получило широкое распространение во всем мире в последние годы. Вместе с тем, реальное достижение данной цели на практике все еще остается под вопросом. Это связано как с высоким уровнем неопределенности самого понятия финансовой стабильности, так и с высокой степенью размытости в определении МПП как ключевого инструмента достижения данной цели, а также состава конкретных мер, с помощью которых МПП реализуется. Учитывая это, российским финансовым властям могут быть полезны следующие действия:

– Продолжение исследования вопроса о том, что составляет финансовую стабильность как в теоретическом плане, так и на практике. Подобное исследование должно учитывать три аспекта вопроса:

1) Более полное понимание сущности финансовой стабильности; определение элементов, которые включаются в понятие стабильности (например, является ли цель по развитию финансовой системы одной из составляющих стабильности); определение финансовой стабильности в кратко-, средне- и долгосрочном периодах;

2) Синтез всех вариантов определения финансовой стабильности в рамках единого понятия как на качественном уровне, так и с точки зрения количественных индикаторов (идеальным вариантом было бы определение количественной цели, похожей на цель ДКП по инфляции, преследуемую в рамках режима инфляционного таргетирования); решение вопроса о том, какие индикаторы служат для каких задач (анализ вопроса о том, существует ли первичный эффективный показатель устойчивости финансовой системы, а также понимание роли индексов финансового состояния);

3) В перспективе возможно формальное закрепление количественной цели по финансовой стабильности, что обладает существенными преимуществами для повышения эффективности экономической политики и предсказуемости поведения экономических агентов.

– Более четкое определение состава инструментов МПП, в том числе

1) Определение того, какие инструменты считаются регулятором макропруденциальными, а какие нет (возможно, целесообразно использовать подход, принятый в литературе в настоящее время, когда набор инструментов МПП трактуется достаточно широко);

2) Сведение использования отдельных инструментов в единую парадигму МПП, когда регулятор понятным образом объясняет на достижение какого результата направлен каждый из инструментов и как используется вся система для достижения общей цели;

3) Возможно, целесообразно ранжирование инструментов по степени их важности для достижения цели (в таком случае необходимо выделить ключевые и вторичные инструменты) и готовности регулятора изменять их целевые значения (в настоящее время представляется, что такие показатели как требования по капиталу должны оставаться достаточно устойчивыми, в то время как другие – например, требования к заемщикам или ограничения по кредитованию – быть более часто изменяемыми);

4) Возможно, используя мировой опыт, Банку России стоит более активно использовать такие инструменты МПП как ограничения для заемщиков (LTV и DSTI) и прямые ограничения на рост кредитных портфелей, однако подобное применение

относительно новых мер должно быть постепенным, а их воздействие на состояние рынка должно изучаться.

2. Учитывая относительную новизну как цели по финансовой стабильности, так и комплексного использования набора инструментов МПП для ее достижения, существует некоторая неопределенность в восприятии действий регуляторов в данной области экономической политики участниками рынка. Среди возможных путей решения могут быть следующие действия:

- распространение политики информационной открытости не только на ДКП, но и на достижение цели по финансовой стабильности, включая более подробное описание состояния финансовой системы с точки зрения ее устойчивости по нескольким параметрам;

- более комплексный подход к информированию участников рынка об изменениях в МПП (сообщения о решениях в области МПП должны быть более системно представлены в информационно-аналитических материалах Банка России по всем инструментам МПП), возможно, целесообразно выпускать подробные пресс-релизы отдельно по МПП по всему спектру макропруденциальных инструментов.

3. Сценарность в прогнозировании МПП должна позволить участникам рынка и самому регулятору более определенно понимать состав и порядок действий при условии наступления определенных событий, которые могут повлиять на достижение цели по финансовой стабильности:

- несмотря на общий тренд на ужесточение МПП как в мире, так и в России, в будущем ситуация на финансовом рынке может потребовать резкого ослабления МПП, поэтому было бы полезно понимать, какие действия будет предпринимать регулятор в таких случаях (подобные сценарии могут включать рассмотрение вопросов о том, какие меры использовать в первую очередь, насколько масштабным должно быть ослабление, как это повлияет на риски для долгосрочной стабильности финансовой системы);

- подобные сценарии должны включаться в параметры стресс-тестирования, которое регулятор проводит в отношении коммерческих банков и других игроков рынка.

4. Эффективность применения мер МПП пока остается под вопросом как в общем, так и по каждому из конкретных инструментов. Исследовательская работа по выявлению степени влияния МПП должна быть продолжена по нескольким направлениям:

- более формальное определение влияния МПП на ключевые параметры

финансовой стабильности (рынки кредитования, привлечения средств, рынок недвижимости, рынки финансовых активов);

- анализ взаимного влияния и взаимодополняющих эффектов МПП и других видов экономической политики, в частности ДКП и политики обменного курса;

- выявление долгосрочных взаимосвязей между МПП и ключевыми показателями экономического развития (ВВП, инфляция, безработица);

- изучение воздействия международных аспектов МПП, в том числе анализ влияния изменений МПП других стран на достижение финансовой стабильности на российском рынке.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Кадомцева С.В., Израелян М.А. Макропруденциальное регулирование и разработка системы раннего оповещения о потенциальном возникновении финансовой нестабильности в России. – 2015. – Т. 7, N. 4, С. 7-27.
2. Constâncio V. Principles of macroprudential policy. – 2016.
3. Claessens S. An overview of macroprudential policy tools. – 2015.
4. Lim C.H., Costa A., Columba F., Kongsamut P., Otani A., Saiyid M., Wu X. Macroprudential policy: what instruments and how to use them? Lessons from country experiences // IMF working papers. – 2011. – P. 1-85.
5. Kawata H., Kurachi Y., Nakamura K., Teranishi Y. Impact of macroprudential policy measures on economic dynamics: Simulation using a financial macro-econometric model. // Bank of Japan. – 2013.
6. Jonsson M., Moran K. The linkages between monetary and macroprudential policies // Sveriges Riksbank economic review. – 2014. – Vol. 1, No. 2014, P. 1-21.
7. Иванова Н., Андреев М., Синяков А., Шевчук И. Эффективность макропруденциальной политики: теория и практика // Обзор конференции Банка России – 2019. – Т. 78, С. 89-121.
8. Данилова Е.О., Елизарова Н.Б. Макропруденциальная политика: теоретические аспекты и практический опыт Банка России // Деньги и кредит. – 2017. – N. 6, С. 5-17.
9. Borio C. Macroprudential frameworks:(too) great expectations? – 2014.
10. Galati G., Moessner R. What do we know about the effects of macroprudential policy? // *Economica*. – 2018. – Vol. 85, No. 340, P. 735-770.
11. Haldane A. Macroprudential policies—when and how to use them // Paper at Rethinking Macro II Conference. – 2013. – P. 16-17.
12. Ingves S. Challenges for the design and conduct of macroprudential policy // BIS Papers. – 2011. – No. 60, P. 16-28.
13. Jácome L.I., Nier E.W., Osinski J., Madrid P. Towards effective macroprudential policy frameworks: An assessment of stylized institutional models // IMF Working Papers. – 2011. – P. 1-51.
14. Касьянов Р.А., Бизяева А.А. Правовое регулирование банковского надзора в ЕС // Финансовое право и управление. – 2017. – N. 4, С. 40-47.
15. Ковалев М., Пасеко С. Макропруденциальные механизмы обеспечения финансовой стабильности // Банковский вестник. – 2013. – N. 7.

16. Ковалев М.М., Ковалева А.М., Пасеко С. Новая цель центробанков—финансовая стабильность, новая функция—макропруденциальное регулирование. – 2014.
17. Financial Stability Board. Экспертный обзор российского финансового сектора. – 2015.
18. Банк России. Департамент финансовой стабильности, 2020. – URL: https://cbr.ru/about_br/bankstructute/dfs/ (дата обращения 2020.04.06).
19. Forbes K.J. Macroprudential Policy: What We've Learned, Don't Know, and Need to Do // AEA Papers and Proceedings. – 2019. – Vol. 109, P. 470-75.
20. Bank for International Settlements. Financial system and macroeconomic resilience: revisited // BIS Papers. – 2009. – No 53.
21. Bank for International Settlements. Macroprudential Policy // BIS Papers. – 2016. – No. 86.
22. Bank for International Settlements. Measuring the effectiveness of macroprudential policies using supervisory bank-level data // BIS Papers. – 2020. – No 110.
23. Rojas D., Vegh C.A., Vuletin G. The Macroeconomic Effects of Macroprudential Policy: Evidence from a Narrative Approach // NBER Working Paper. – 2020. – No. 27687.
24. Monetary Authority of Singapore. MAS' Approach to Macroprudential Policy, Monetary Authority of Singapore. – 2019.
25. Monetary Authority of Singapore. Financial Stability Review 2019 // Financial Stability Review. – 2019. – P. 1793-3463.
26. Financial Stability Analysis Group of PBC. China Financial Stability Report 2019// People's Bank of China. – 2019.
27. Банк России. О национальной антициклической надбавке. – 2016.
28. European Central Bank. Financial Stability Review. – 2005.
29. Gadanez B., Jayaram K. Measures of financial stability - a review // Irving Fisher Committee Bulletin. – 2008. – Vol. 31. P. 365-383.
30. Karanovic G., Karanovic B. Developing an aggregate index for measuring financial stability in the Balkans // Procedia Economics and Finance. – 2015. – Vol. 33. P. 3-17.
31. Kliesen K.L., Owyang M.T., Vermann E.K. Disentangling diverse measures: A survey of financial stress indexes // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. – 2012. – Vol. 94. No. 5. P. 369-397.
32. Angelopoulou E., Balfoussia H., Gibson H.D. Building a financial conditions index for the euro area and selected euro area countries: what does it tell us about the crisis? // Economic Modelling. – 2014. – Vol. 38. P. 392-403.

33. Swiston A. A US Financial Conditions Index: Putting Credit Where Credit is Due // IMF Working Papers. – 2008. – P. 8-161.
34. Hatzius J., Hooper P., Mishkin F.S., Schoenholtz K.L. Financial conditions indexes: A fresh look after the financial crisis // NBER Working Paper. – 2010. – No. w16150.
35. Hakkio S., Keeton W.R. Financial stress: what is it, how can it be measured, and why does it matter? // Economic Review. – 2009. – Vol. 94. No. 2. P. 5-50.
36. Illing M., Liu Y. Measuring financial stress in a developed country: An application to Canada // Journal of Financial Stability. – 2006. – Vol. 2. No. 3. P. 243-265.
37. International Monetary Fund. World Economic Outlook. // 2008.