

SCIENCE

НАУКА



КУРС

**В.В. Кузнецова**

# **ПОЛИТИКА ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ**

**МОНОГРАФИЯ**

Электронно-

Библиотечная

Система

[znanium.com](http://znanium.com)

НАУКА

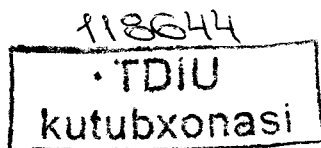


SCIENCE

В.В. Кузнецова

# ПОЛИТИКА ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ: международный опыт

МОНОГРАФИЯ



Электронно-  
Библиотечная  
znanium.com

ОНТУ

МОСКВА  
КУРС  
ИНФРА-М  
2018

УДК 339.7 (075.4)  
ББК 65.268  
К89.1

ФЗ № 436-ФЗ	Издание не подлежит маркировке в соответствии с п. 1 ч. 2 ст. 1
----------------	--

Рецензенты:

*С.А. Андрушин* — д.э.н., профессор, зав. Сектором денежно-кредитной и валютной политики, зав. кафедрой экономической теории Института экономики РАН;

*А.З. Бобылева* — д.э.н., профессор, зав. кафедрой финансового менеджмента МГУ имени М. В. Ломоносова;

*В.А. Морыженков* — д.э.н., профессор, зав. кафедрой «Банковское и страховое дело» ФГБОУ ВПО ГУУ.

**Кузнецова В.В.**

**К89** Политика финансовой стабильности: международный опыт: Монография. — М.: КУРС: ИНФРА-М, 2018. — 224 с. — (Наука).

ISBN 978-5-906818-64-5 (КУРС, print)

ISBN 978-5-16-010248-1 (ИНФРА-М, print)

ISBN 978-5-16-102143-9 (online)

В монографии анализируются теоретические и практические проблемы, связанные с институциональной организацией и проведением политики финансовой стабильности, показаны основные направления финансовых реформ, осуществляемых в различных странах в настоящее время.

Рассматриваются теоретические подходы к выделению системных финансовых кризисов; провалы финансового регулирования и надзора, выявленные глобальным финансовым кризисом; реформы финансового регулирования и надзора, инициированные как на международном уровне, так и в отдельных юрисдикциях; инструментарий макропруденциального воздействия, который может быть использован в качестве контрциклического регулирования.

В работе обобщены обширный круг первоисточников по исследуемой теме и рекомендации таких наднациональных органов, как Базельский комитет по банковскому надзору и Совет по финансовой стабильности.

УДК 339.7 (075.4)  
ББК 65.268

ISBN 978-5-906818-64-5 (КУРС, print)

ISBN 978-5-16-010248-1 (ИНФРА-М, print)

ISBN 978-5-16-102143-9 (ИНФРА-М, online)

© В.В. Кузнецова, 2015

© КУРС, 2015

# СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие. . . . .	6
<b>Глава 1. Финансовые кризисы . . . . .</b>	<b>10</b>
1.1. Понятие системного финансового кризиса . . . . .	11
1.2. Отличия глобального финансового кризиса от предшествующих кризисов . . . . .	14
1.3. Первые оценки эффективности реализованных в 2007–2009 гг. антикризисных программ . . . . .	24
<b>Глава 2. Уроки глобального финансового кризиса 2007–2009 гг. . . . .</b>	<b>34</b>
<b>Глава 3. Макропруденциальная политика: понятие, цели и принципы . . . . .</b>	<b>40</b>
3.1. История термина «макропруденциальный» . . . . .	40
3.2. Определение понятия «макропруден- циальная политика» и ее целей . . . . .	48
3.3. Общие принципы макропруденциальной политики . . . . .	54
<b>Глава 4. Институциональные модели макропруденциальной политики . . . . .</b>	<b>61</b>
4.1. Общие требования к институциональной организации макропруденциальной политики . . . . .	61
4.2. Место центрального банка в структуре органа макропруденциального регулирования . . . . .	62
4.3. Варианты координации деятельности органов управления при проведении макропруденциальной политики . . . . .	63
<b>Глава 5. Взаимосвязи между макро- и микропруденциальными политиками . . . . .</b>	<b>80</b>
5.1. Общие и отличительные характеристики макро- и микропруденциальных политик . . . . .	81
5.2. Сочетание макро- и микропруденциальных политик . . . . .	88

<b>Глава 6.</b>	Инструменты макропруденциальной политики. . .	91
6.1.	Применяемый макропруденциальный инструментарий. . . . .	91
6.2.	Проблемы разграничения микро- и макропруденциальных инструментов . . . . .	102
6.3.	Преимущества контрциклических пруденциальных инструментов . . . . .	106
<b>Глава 7.</b>	Макропруденциальная настройка микропруденциальной политики. . . . .	108
7.1.	Способы применения макропруденциальных инструментов. . . . .	110
7.2.	Настройка и дизайн макропруденциальных инструментов. . . . .	113
7.3.	Мониторинг факторов системного риска. . . . .	116
<b>Глава 8.</b>	Особенности макропруденциального регулирования системно значимых институтов. . .	126
8.1.	Регулирование деятельности глобально значимых институтов. . . . .	127
8.2.	Принципы регулирования системно значимых банков . . . . .	131
8.3.	Совершенствование практики финансового надзора за системно значимыми банками . . .	137
8.4.	Первые результаты перехода на новые принципы регулирования и надзора системно значимых институтов . . .	141
<b>Глава 9.</b>	Макропруденциальное регулирование небанковских финансовых посредников . . . . .	145
9.1.	Понятие теневой банковской системы. . . . .	146
9.2.	Основные направления изучения небанковского финансового посредничества. . . . .	153
9.3.	Особенности функционирования теневого финансового посредничества. . . . .	154
9.4.	Направления совершенствования регулирования теневого финансового посредничества . . . . .	159

<b>Глава 10. Опыт макропруденциальной политики</b>	
<b>зарубежных центральных банков . . . . .</b>	<b>164</b>
10.1. Практика применения	
макропруденциальных инструментов . . . . .	164
10.2. Оценки эффективности применения	
макропруденциальных инструментов . . . . .	172
<b>Приложения . . . . .</b>	<b>182</b>
<b>Приложение 1. Австралия: меморандум</b>	
<b>о взаимопонимании между органами-членами</b>	
<b>Совета финансовых регуляторов . . . . .</b>	<b>182</b>
<b>Приложение 2. Организация взаимодействий</b>	
<b>между центральным банком и казначейством. . . . .</b>	<b>189</b>
<b>Приложение 3. Особенности макропруденциальной</b>	
<b>политики в Индии. . . . .</b>	<b>198</b>
<b>Приложение 4. Особенности макропруденциальной</b>	
<b>политики в странах Персидского залива . . . . .</b>	<b>202</b>
<b>Приложение 5. Список глобально значимых</b>	
<b>финансовых институтов. . . . .</b>	<b>209</b>
<b>Список использованной литературы . . . . .</b>	<b>211</b>

## ПРЕДИСЛОВИЕ

Быстрое распространение стрессов по основным мировым экономикам в ходе глобального финансового кризиса 2007–2009 гг. продемонстрировало серьезные изъяны регулирования и надзора за соблюдением установленных требований институтами финансового сектора. Важным уроком глобального финансового кризиса стало то, что в условиях усиления интеграции национальных финансовых рынков необходимы коллективные меры, нацеленные на унификацию требований, предъявляемых к участникам финансовых операций. Отсутствие унифицированного подхода к регулированию деятельности финансовых посредников позволяло транснациональным финансовым компаниям активно использовать регулятивный арбитраж. Благодаря этому транснациональные компании могли получать дополнительные выгоды. В то же время национальные финансовые рынки, которые они выбирали для проведения тех или иных операций, страдали от чрезмерной волатильности притоков и оттоков капиталов. Разработанные в посткризисный период наднациональными органами общие рекомендации и принципы по регулированию и надзору за деятельностью разнообразных финансовых посредников легли в основу финансовых реформ, проводимых во многих странах в настоящее время.

Одним из важных направлений посткризисных преобразований стал пересмотр целей деятельности, полномочий и инструментария национальных центральных банков. Выделение цели поддержания стабильности в национальной финансовой системе в качестве приоритетной поставило сложную проблему совмещения традиционных целей денежно-кредитной политики с целями макропруденциального регулирования. Высокая вероятность их противоречивости, особенно в кризисных условиях, способствовала поиску новых институциональных форм деятельности центральных банков или органов, уполномоченных нести ответственность за поддержание финансовой стабильности. Если в ряде экономически развитых стран уже разработаны, утверждены и созданы органы, ответственные за поддержание макрофинансовой стабильности, то в других такая работа еще только начина-

ется. Некоторые страны выбрали модели, в которых ответственность за поддержание макрофинансовой стабильности несет самостоятельный орган, наделенный правом принятия решений, обязательных для отраслевых регуляторов. Другие страны закрепили ответственность за поддержание макрофинансовой стабильности за национальным центральным банком. И то, и другое решение имеет свои преимущества и недостатки. По этой причине, вероятно, что в ближайшие годы на уровне отдельных стран продолжится поиск наиболее результативного институционального решения.

Другим важным направлением посткризисных преобразований стало распространение пруденциальных требований, до кризиса главным образом регулировавших деятельность банков, на небанковских финансовых посредников. На протяжении докризисных 2000-х годов в различных странах быстрыми темпами росло небанковское финансовое посредничество (теневой банкинг), при этом многие виды таких институтов не подпадали под пруденциальное регулирование и надзор. Более того, зачастую национальные регулирующие органы не располагали точными данными ни о масштабах небанковского финансового посредничества, ни об объемах заключаемых такими посредниками сделок, ни о каналах их взаимодействия с традиционными банками. Работа по выявлению институтов теневого банкинга, классификация типов таких институтов, унификация определений и выработка принципов их регулирования только начинает проводиться в большинстве стран. Если в отдельных экономически развитых странах ужесточение требований к институтам теневого банкинга привело к относительному уменьшению его масштабов, то в других он продолжает расти крайне высокими темпами.

Одновременно глобальный финансовый кризис выявил, что существенная часть финансового посредничества не подпадает под государственное регулирование или применяемое регулирование недостаточно. В частности, кризис показал, что органы государственного регулирования не располагают адекватной информацией о функционировании значительных сегментов финансового рынка (например, рынков комплексных финансовых продуктов), взаимосвязях между разнообразными финансовыми посредниками, влиянии трансгра-



ничных операций хозяйствующих субъектов на ситуацию на внутреннем финансовом рынке, и множестве других проблем.

Глобальный финансовый кризис выявил, что регулирование и надзор за деятельностью банков были недостаточно эффективными и зачастую носили проциклический характер. С целью устранения провалов в пруденциальном регулировании и надзоре страны-члены Базельского комитета по банковскому надзору инициировали переход на новые международные стандарты Базель 3. Предполагается, что после их полного вступления в силу произойдет относительная унификация нормативных требований к традиционному банковскому посредничеству.

В докризисный период регулирование и надзор были ориентированы на ограничение рисков, принимаемых отдельными финансовыми институтами. Они не учитывали факторы системного риска, включая экстерналии, порождаемые определенными бизнес стратегиями финансовых посредников. Переход к политике финансовой стабильности потребовал пересмотра перечня факторов рисков, представляющих угрозы для национальной финансовой системы, разработки методик их мониторинга и оценки вероятности их материализации на временном горизонте, позволяющем макропруденциальным органам реализовать корректирующие меры.

Глобальный финансовый кризис показал, что национальная финансовая система уже не столько является отражением положения дел в реальном секторе, сколько оказывает на него определяющее воздействие. Соответственно, определенным образом настраивая пруденциальные требования к финансовым посредникам (используя макропруденциальные инструменты), регулирующие органы могут влиять на развитие реального сектора и благосостояние хозяйствующих субъектов. Оценка преимуществ и недостатков макропруденциального инструментария, сложностей его настройки и результативности применения еще только начинает осуществляться. Но первые результаты его использования демонстрируют, что точно настроенные макропруденциальные инструменты позволяют эффективно сглаживать амплитуду колебаний цен на отдельные классы активов и повышают возможности банков самостоятельно компенсировать убытки без бюджетных инъекций дополнительного капитала.

Перечень направлений финансовых реформ в предстоящий период, вероятно, будет расширяться. Регулярные обобщения наиболее эффективных мер макропруденциального регулирования, проводимые Банком международных расчетов, Базельским комитетом банковского надзора, Советом по финансовой стабильности, позволят национальным регуляторам их учитывать в своей практической деятельности.

В монографии собраны и обобщены публикации ведущих международных специалистов и экспертов в области финансового регулирования и надзора. При этом особое внимание уделено особенностям макропруденциальных инструментов и практике их применения.

## Глава 1. ФИНАНСОВЫЕ КРИЗИСЫ

Глобальный финансовый кризис 2007–2009 гг. отличали быстрота распространения по большой группе стран, сила воздействия на реальный сектор отдельных стран и мировую экономику в целом. В предшествовавшие десятилетия финансовые кризисы во многом были ограничены отдельными регионами или типами национальных экономик, например, Скандинавский кризис начала 1990-х гг., Латиноамериканский кризис середины 1990-х гг., Азиатский кризис 1997–1998 гг., кризис стран с формирующимися рынками начала 2000-х гг.. Сила стресса последнего кризиса была сопоставима, по мнению многих специалистов, с периодом Великой депрессии конца 1920-х – начала 1930-х гг.<sup>1</sup>.

Кризис 2007–2009 гг. отличали несколько важных особенностей (без учета национальных проявлений), в частности:

- 1) глобальный характер, распространение с определенным временным лагом на разные группы стран и экономик;
- 2) охват всех сегментов финансового рынка;
- 3) зарождение на рынках стран с наиболее развитыми и глубокими финансовыми рынками;
- 4) для купирования дальнейшего обострения кризисных явлений потребовалась координация действий органов финансового регулирования разных стран;
- 5) важную роль в распространении шоков по мировой финансовой системе сыграли операции секьюритизации активов и сделки с комплексными производными инструментами;

6) острота кризиса во многом была обусловлена провалами финансового регулирования и надзора, в том числе недостаточный учет новаций в организации современного финансового посредничества (значительное удлинение цепочек финансового посредничества; относительное снижение роли

---

<sup>1</sup> Claessens S., Pazarbasioglu C., Laeven L., Dobler M., Valencia F., Nedelescu O., Seal K. Crisis Management and Resolution: Early Lessons from the Financial Crisis // IMF staff discussion note, Wash., 2011, March 09, № 05, 30 p.

традиционного банкинга; широкое распространение моделей финансового менеджмента, опирающихся на оптовое фондирование операционной деятельности как финансовых посредников, так и предприятий реального сектора и др.).

В целом, характер недавнего глобального кризиса эксперты определяют для развитых юрисдикций как системный финансовый, а для стран с формирующимися рынками — как системный банковский<sup>1</sup>.

### **1.1. Понятие системного финансового кризиса**

В настоящее время общепринятым определением системного банковского кризиса стало определение, предложенное Л. Лаевеном и Ф. Валенсия<sup>2</sup>. Под системным банковским кризисом они понимают ситуацию, удовлетворяющую двум условиям:

— серьезный стресс в банковской системе, показателями которого выступают масштабный отток клиентов, рост убытков, закрытие банков;

— в ответ на стресс в банковской системе регулятор проводит значительные интервенции.

Первый год, когда выполняются оба условия, считается годом начала системного банковского кризиса.

Интервенции органа государственного регулирования считаются значительными, если он применяет по меньшей мере три из следующих шести мер:

1) масштабная поддержка банковского сектора дополнительной ликвидностью (не менее 5% ВВП);

2) существенные бюджетные ассигнования на рекапитализацию и реструктуризацию банков (не менее 3% ВВП);

3) национализация системно значимых банков;

4) выделение банкам крупных бюджетных гарантий;

5) масштабные закупки банковских активов за счет бюджета или средств центрального банка (не менее 5% ВВП);

---

<sup>1</sup> Borio C., Vale B., Goetz von Peter. Resolving the financial crisis : are we heeding the lessons from the Nordics ? // BIS Working Papers, 2010, № 311, 51 p.

<sup>2</sup> Laeven L., Valencia F. Systemic Banking Crises: A New Database // IMF Working Paper, 2008, № 224, 80 p.

б) введение запретов на изъятие банковских депозитов и/или объявление банковских каникул.

Поддержка банковского сектора ликвидностью считается значительной, если доля требований центрального банка к финансовому сектору по депозитам и пассивам, номинированным в иностранной валюте, превышает 5% ВВП и более чем в два раза больше среднего докризисного уровня. В ее величину включается любая поддержка банковского сектора ликвидностью, предоставляемая непосредственно казначейством. Программа бюджетных гарантий считается масштабной, если гарантии распространяются на все депозиты или на недепозитные пассивы. Покупки активов у финансовых институтов включают покупки, осуществленные казначейством или центральным банком. Меры, которые только увеличивают уровень докризисного страхового покрытия депозитов, не считаются масштабными. Национализация расценивается как значительная, если государство входит в капитал системно значимых банков и становится их мажоритарным собственником.

В целом, кризис оценивается как системный, если:

— национальная банковская система сталкивается с крупными убытками, когда удельный вес неработающих кредитов составляет около 20% или при закрытии банков утрачивается не менее 20% их совокупных активов;

— бюджетные расходы на реструктуризацию банковского сектора превышают 5% ВВП<sup>1</sup>.

Использование указанных критериев позволило экспертам выделить страны, которые в 2007-2009 гг. столкнулись с системным банковским кризисом. В 2007 г. их насчитывалось 13, еще в 10 странах развивались менее серьезные кризисы. В ряде стран, членах Большой двадцатки, прямые бюджетные меры по поддержке финансового сектора были относительно умеренными. Так, Аргентина, Бразилия, Индия, Индонезия, Китай, Мексика, Саудовская Аравия, Турция, ЮАР не объявляли о мерах прямой бюджетной поддержки финансового сектора.

---

<sup>1</sup> Laeven L., Valencia F. Resolution of banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly // IMF working paper, 2010, № 146, 36 p.

Окончанием системного банковского кризиса считается год, когда восстанавливаются положительные темпы роста реального ВВП и реального совокупного кредитования. В соответствии с таким подходом, в 2009 г. последний кризис еще продолжался, хотя медианная продолжительность прошлых системных банковских кризисов составляла два года. Более того, в ряде стран, стресс в которых в 2007—2008 гг. экспертами не оценивался как системный, в 2009 г. кризисные явления эволюционировали в системный банковский кризис. Так, в начале глобального финансового кризиса ситуации в Испании, Греции и Казахстане эксперты рассматривали как случаи, пограничные с системным банковским кризисом, т.к. они отвечали только двум из указанных выше критериев. Но позднее в Испании и Греции фискальные затраты на восстановление нормального функционирования банковского сектора превзошли установленный порог, а Казахстан осуществлял национализацию банков, что означало, что кризис в этих странах стал системным банковским кризисом. В Нигерии в 2009 г. были реализованы меры по выделению банкам экстренной поддержки ликвидностью и увеличению гарантий по банковским пассивам, в 2010 г. была за счет бюджетных средств создана компания по управлению активами, а в 2011 г. банки передали этой компании неработающие кредиты.

Глобальный финансовый кризис начинался в разное время в различных странах: в 2007 г. — в США и Великобритании. Серьезный стресс эволюционировал в системный кризис в 2009 г. в Германии, Греции, Дании, Ирландии, Монголии, в 2010 г. — в Казахстане, в 2011 г. — в Нигерии и Испании.

Помесячный анализ данных о развитии 147 банковских кризисов за период с 1970 по 2011 гг., из которых 13 были пограничными событиями, 218 валютных кризисов и 66 кризисов суверенного долга позволил экспертам заключить, что банковские кризисы чаще начинаются во второй половине года, а самые серьезные последствия кризисов проявляются с сентября по декабрь<sup>1</sup>. Событийный анализ показывает,

---

<sup>1</sup> Laeven L., Valencia F. Systemic Banking Crises Database: An Update // IMF Working Paper, 2012, № 163, 33 p.

что за период 1970–2011 гг. многие страны пережили более одного системного банковского кризиса, а Аргентина и Демократическая республика Конго – более двух.

Событийный анализ также показывает, что банковские кризисы развиваются волнообразно. На протяжении 1990-х гг. было три кластера кризисов в странах с переходной экономикой в Латинской Америке во время кризиса «текилы», в Восточной Азии во время Азиатского финансового кризиса. Начало 2000-х гг. было относительно спокойным периодом, но он закончился волной самого большого числа кризисов после 1970 г. Частота циклов банковских кризисов совпадает с кредитными циклами. Из 129 банковских кризисов, по которым доступны данные, характеризующие динамику кредитования, 45 (или более 1/3) происходило после кредитного бума.

Л. Лаевен и Ф. Валенсия определяют валютный кризис как ситуацию, когда национальная валюта в номинальном выражении обесценивается по отношению к доллару по меньшей мере на 30%, что как минимум на 10 п.п. больше, чем темп обесценения годом ранее. Исходя из указанного критерия, можно выделить 218 валютных кризисов за период 1970–2011 гг., из которых 10 произошло в 2008–2011 гг. За тот же период было выделено 66 кризисов суверенного долга и реструктуризаций задолженности, из которых 3 кризиса произошли в 2008–2011 гг. Греция реструктурировала свою суверенную задолженность в первой половине 2012 г.

## **1.2. Отличия глобального финансового кризиса от предшествующих кризисов**

*Различия в докризисных условиях.* По мнению международных экспертов, глобальный финансовый кризис отличало несколько важных особенностей.

Предыдущие кризисы, даже когда они охватывали несколько стран, не носили глобальный характер. Так, на протяжении 1991–2002 гг. в 17 странах происходили системные банковские кризисы, но распространение негативных кризисных явлений, как правило, ограничивалось отдельными географическими регионами. Однако кризис 2007–

2009 г. практически одновременно охватил 12 развитых юрисдикций<sup>1</sup>.

В прошлые десятилетия финансовые кризисы чаще происходили в странах с формирующимися рынками и развивающихся странах, а последний кризис начался в развитых экономиках. До его начала среди ряда специалистов преобладало представление, что в развитых юрисдикциях созданы крепкие институты, эффективное функционирование которых способно снизить вероятность материализации кризиса.

Глобальный финансовый кризис развивался в юрисдикциях с крупными и комплексными финансовыми системами, в то время как предыдущие кризисы — в экономиках с менее масштабными и глубокими финансовыми системами. Масштаб финансовой системы напрямую влияет на величину затрат общественного и частного секторов, необходимых для расчистки последствий кризиса. Перед глобальным финансовым кризисом финансовые системы в развитых экономиках стали более крупными и более сконцентрированными, а финансовые институты — более комплексными, чем они были за десятилетие до этого. Глобальные активы 5 крупнейших банков в развитых юрисдикциях составляли более 300% ВВП страны их резидентства.

В периоды, предшествовавшие прошлым кризисам, по сравнению с глобальным финансовым кризисом средняя величина процентных ставок была выше, поэтому были меньше масштабы кредитной экспансии и рост цен на активы.

В предыдущие кризисы для платежных балансов стран, пораженных негативными шоками, были характерны значительные дефициты по текущему счету. В период, предшествовавший глобальному финансовому кризису, в международной валютной системе формировались значительные дисбалансы в абсолютном выражении. Для многих стран именно валютные разрывы стали триггерами развития серьезных кризисных явлений.

Как и в прошлом, накануне кризисов формировались пузыри цен на активы. Но перед глобальным финансовым кризисом больше, чем ранее возрос леввередж домашних хо-

---

<sup>1</sup> Австрия, Бельгия, Дания, Германия, Исландия, Ирландия, Латвия, Люксембург, Нидерланды, Украина, Великобритания, США.



зайств. Косвенно это отражали высокие темпы роста цен на жилье<sup>1</sup>.

Накануне как прошлых, так и последнего финансового кризиса, благоприятные макроэкономические условия и хорошие показатели финансовой устойчивости хозяйствующих субъектов скрывали начало развития кризисных явлений. Традиционные индикаторы микрофинансовой устойчивости, основанные на данных балансовых счетов, показывали достаточно высокие значения таких докризисных показателей, как прибыльность банков, ликвидность и капитал. Значения данных показателей указывали, что перед глобальным финансовым кризисом левередж многих крупных финансовых институтов был значительно выше, чем в прошлом, и продолжал расти. Во многом это было обусловлено сменой модели фондирования операционной деятельности крупных финансовых посредников, которые стали главным образом опираться на оптовое фондирование операционной деятельности и активно прибегали к секьюритизации активов.

Хотя надзорные данные выявляли указанные тенденции, но в докризисный период они оценивались как симптомы более эффективного управления рисками и капиталом. Ошибочные интерпретации базовых индикаторов устойчивости финансовых посредников, как показало развитие глобального финансового кризиса, означали недооценку рисков, исходящих от активов, учитываемых на забалансовых счетах как надзорными органами, так и самими участниками финансовых рынков.

*Различия реализованных антикризисных программ.* Первоначально в развитых экономиках для купирования проявлений глобального финансового кризиса принимались традиционные антикризисные меры. Антикризисные программы включали широкий набор мер, реализуемых в три этапа:

— *первый*: этап купирования распространения кризисных явлений по национальной экономике. Основными задачами регулирующих органов на этом этапе были преодоление

---

<sup>1</sup> Об объемах накопленной хозяйствующими субъектами задолженности накануне глобального финансового кризиса см., напр.: Bhatia A. V., Bayoumi T. Leverage? What Leverage? A Deep Dive into the U.S. Flow of Funds in Search of Clues to the Global Crisis // IMF Working Paper, 2012, № 162, 30 p.

дефицита рыночной ликвидности (восстановление нормального функционирования межбанковских рынков) и стабилизация пассивов коммерческих банков;

– *второй*: этап оздоровления и реструктуризации балансовых счетов коммерческих банков, включая вывод с рынка неплатежеспособных финансовых институтов и/или их рекапитализацию;

– *третий*: этап реструктуризации (в ряде случаев проведения комплексных финансовых реформ), нацеленной на восстановление финансовой устойчивости и прибыльности национальной банковской системы, а также на разрешение проблемы неработающих кредитов.

На первой фазе глобального финансового кризиса антикризисная политика в основном следовала данной модели (до банкротства *Lehman Brothers*). В последующем цели и реализованные меры антикризисных программ по многим важным аспектам носили иной, чем ранее, характер<sup>1</sup>. В отличие от прошлого опыта, в ходе последнего кризиса на ведущих финансовых рынках сразу стал ощущаться дефицит ликвидности. Частично проблему дефицита ликвидности в период кризиса усугубляли докризисный упор крупных финансовых институтов на оптовое фондирование и широкое распространение секьюритизаций активов. В условиях сжатия межбанковских рынков и необходимости обратного выкупа секьюритизированных активов у финансовых посредников резко возрос спрос на рефинансирование от центральных банков.

Хотя, как и в прошлые кризисы, национальные центральные банки предоставляли экстренную дополнительную ликвидность, отличия состояли в следующем:

- доступ к программам рефинансирования центральных банков получили не только банки, но и другие финансовые посредники;

- первоочередная поддержка ликвидностью оказывалась системно значимым институтам;

<sup>1</sup> Рассмотрению антикризисных программ посвящено большое число исследований, в том числе анализу реализованных нетрадиционных мер, см., напр.: Stone M., Fujita K., Ishi K. Should Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? A Review of the Experience So Far // IMF Working Paper, 2011, № 145, 71 p.

- в последующем доступ к программам рефинансирования получали практически все банки без учета их текущего финансового состояния;

- в ряде юрисдикций банки получали доступ к рефинансированию в иностранной валюте;

- центральные банки практиковали беззалоговое кредитование финансовых посредников и/или существенно снижали требования по принимаемым обеспечениям;

- срочность кредитов центральных банков была существенно удлинена по сравнению с программами, реализованными ранее;

- отдельные центральные банки осуществляли целевые программы предоставления экстренной ликвидности, удовлетворяя спрос на конкретных сегментах финансового рынка.

В целом, экстренную ликвидность центральные банки выделяли в значительно больших объемах (как доля ВВП) и на более ранних фазах проявления кризисных явлений, чем в прошлом. Но в ряде стран (Исландия, Ирландия, Украина) антикризисные программы во многом напоминали меры, применявшиеся ранее. Меры, реализованные в развитых юрисдикциях в ходе первой фазы (осень 2007 г. — первая половина 2008 г.) глобального финансового кризиса, представлены в таблице 1.1.

В ряде стран также были разработаны и реализованы новые программы рефинансирования, не применявшиеся в прошлые кризисы. Поддержка ликвидностью финансовых институтов сопровождалась масштабными закупками активов и другими нетрадиционными количественными интервенциями, которые осуществляли национальные центральные банки.

Так, ФРС и Банк Англии закупили большие объемы ценных бумаг. ЕЦБ ввел программы покрытых облигаций. Скоординированные политические меры, во многом беспрецедентные, включали также программы свопов между центральными банками. Балансовые счета центральных банков увеличились значительно больше, чем при предыдущих кризисах, а поддержка была более гибкой.

Для восстановления функционирования межбанковских рынков центральные банки вводили программы гарантий определенных классов активов, предоставляли бланковые

Таблица 1.1

## Использование отдельных антикризисных мер в отношении банковских систем в развитых экономиках

Страна	Расширение программ страхования розничных депозитов	Гарантии оптовых пассивов*		Иньекции капитала**	Покупки активов
		Новый долг	Накопленный долг		
Австралия	х	х	х		х
Австрия	х	х		х	
Бельгия	х	х			
Канада		х			х
Дания	х	х	х		
Финляндия	х				
Франция		х		х	
Германия	х	х		х	х
Греция	х	х		х	
Ирландия	х		х		
Италия			х	х	
Нидерланды	х		х	х	
Новая Зеландия	х				
Норвегия					х
Португалия	х		х		
Испания	х		х	х	х
Швеция	х		х	х	
Швейцария				х	х
Великобритания	х		х	х	
США	х		х	х	х

Примечания: \* включая эмиссии облигаций, межбанковские кредиты и другие оптовые пассивы (объем гарантий варьируется от страны к стране); \*\* включая только объявленные программы.

Источник: Borio C., Drehmann M. Towards an operational framework for financial stability: “fuzzy” measurement and its consequences // BIS Working Papers, 2009, № 284, p. 7.

гарантии новым эмиссиям банковских обязательств, расширяли действующие схемы страхования депозитов<sup>1</sup>. В ряде стран гарантии сохранности вложений были распространены на некоторые небанковские финансовые институты (в США — на взаимные фонды рынка денег).

*Сопутствующие меры монетарной и фискальной политик.* Как и в прошлом, антикризисные меры носили комплексный характер, но масштабы реализованных мер были больше.

Расширительная *монетарная* политика во время недавнего кризиса была критически важной для поддержки банков и рынков. Монетарная политика была существенно ослаблена быстрым снижением краткосрочных процентных ставок до исторических минимумов — практически до нулевого уровня. Более того, в ряде юрисдикций эксперты обсуждали возможность применения отрицательной политической процентной ставки.

В отличие от прошлых антикризисных программ, меры ведущих центральных банков носили более скоординированный характер. Используя преимущества статуса резервных валют, ведущие центральные банки брали на себя обязательства поддерживать низкие процентные ставки в течение продолжительного времени. Это противоречило прошлой практике центральных банков, когда они удерживали номинальные процентные ставки на относительно высоком уровне, а иногда даже их повышали для предотвращения слишком быстрого обесценения национальной валюты.

Предельно расширительная монетарная политика способствовала:

- прибыльности банковского бизнеса, несмотря на высокие издержки реструктуризации балансов и убытки по кредитным и торговым портфелям;
- стабилизации общего уровня цен на активы;
- восстановлению функционирования межбанковских финансовых рынков;
- снижению риска воронки долг/дефляция;
- замедлению темпов роста убыточных и неработающих активов финансовых посредников.

---

<sup>1</sup> Бельгия, Люксембург, Нидерланды увеличили лимиты с 20 до 100 тыс. евро; США — до 200 тыс. долл. В ряде стран гарантии сохранности были распространены на все банковские депозиты.

Расширительная *фискальная* политика использовалась для стимулирования внутреннего совокупного спроса и цен на национальные активы, а тем самым косвенно поддерживала и финансовые институты. В результате во многих странах в большей степени, чем в предшествующие кризисы, резко возросли бюджетные дефициты и суверенная задолженность как доли ВВП. За счет значительного увеличения антикризисных бюджетных расходов правительства стремились стабилизировать финансовое положение предприятий реального сектора, снизить число корпоративных и личных дефолтов, поддержать фирмы, в большой степени зависящие от внешнего финансирования, а тем самым снизить потребности банков в рекапитализации. Подобные меры отличались от прошлой антикризисной практики. Более того, меры фискальной политики были более скоординированными между странами, чем ранее.

*Поддержка финансовых посредников капиталом.* Частный и общественный сектора (включая суверенные фонды национального благосостояния) в ходе углубления глобального финансового кризиса участвовали в рекапитализации финансовых институтов. Но то, какой капитал (частный или общественный) аккумулировали финансовые посредники, различалось по регионам. С сентября 2007 г. по сентябрь 2008 г. инъекции частного капитала в капиталы финансовых институтов США, ЕС и стран Азии составили от 71,78 до 94% соответственно от объявленных ими убытков. Притоки дополнительного капитала во многом снизили давление на банковские балансы в тот период. За период кризиса 2007–2009 гг. частные инвесторы сделали значительные взносы в банковский капитал – около 61%, но больше в США, чем в зоне евро (около 86 против 47%). Изменения в практике учета и методиках оценки активов также способствовали смягчению давления на банковский капитал. В ряде юрисдикций вносились изменения в правила бухгалтерского учета, которые временно разрешали оценивать активы не по текущей рыночной стоимости, а по балансовой оценке. Данная мера позволила остановить пожарные продажи активов, стабилизировать рыночные цены, сдерживать рост потребностей финансовых посредников в дополнительном капитале и ликвидности. Во многом под политическим давлением вне-

сение антикризисных изменений в правила бухучета позволило банкам ряда развитых юрисдикций в октябре 2008 г. переклассифицировать определенные классы активов, включая портфели комплексных структурированных инструментов, и учитывать их на балансе по исторической цене или на базе амортизации издержек. Внесенные изменения позволяли банкам и финансовым посредникам в большей мере опираться на собственные допущения и модели при оценке качества и стоимости активов, ценных бумаг, обеспеченных ипотеками, в период сжатия межбанковских рынков, что также ограничило их потребность в привлечении дополнительного капитала.

Указанные антикризисные меры позволили несколько уменьшить, по сравнению с прошлыми кризисами, масштабы рекапитализации банков за счет бюджетных ассигнований. Приток частных средств в капиталы финансовых посредников ограничил рекапитализацию банков (и других финансовых посредников) за счет бюджетных средств ситуациями, когда устойчивость банков была значительно выше, чем в прошлые кризисы. Бюджетная поддержка капиталом финансовых посредников составила 441 млрд долл., в США – 245 млрд долл. по программе *Troubled Asset Relief Program (TARP)* и 196 млрд долл. в ЕС, что составило в среднем только 5% ВВП. Это примерно 1/3 от того, какими были инъекции бюджетных средств в капиталы банков в предыдущие кризисы. Но для восстановления положительных темпов кредитования бюджетная рекапитализация распространялась слишком широко, без разделения финансовых институтов на жизнеспособные и нежизнеспособные.

*Реструктуризация активов.* При типичном кризисе объем неработающих кредитов быстро растет, т.к. банки ожидают ухудшения способности компаний и домашних хозяйств платить по накопленной задолженности. Во время глобального финансового кризиса в целом проявились характеристики типичного коллапса, следующего за продолжительным бумом, но темп роста неработающих кредитов был менее явным, чем в прошлые кризисы. Списания активов происходили постепенно и были меньше, чем в предыдущие кризисы. Частично это объясняется типами стрессовых активов, частично тем, что снижение стоимости секьюритизирован-

ных кредитов происходило на более ранней фазе кризиса. Корпоративные дефолты последовали только, когда кризис стал воздействовать на реальную экономику, ухудшались условия и корпоративного сектора, и домашних хозяйств. По этим причинам реструктуризация активов во многом носила в последний кризис более ограниченный, чем в прошлом, характер.

Типичная реструктуризация активов состоит из двух процессов. Начальный — это диагноз фактической стоимости банковских кредитов и инвестиций, определение стоимости ценных бумаг по текущему рыночному курсу, а не по издержкам, оценка адекватности созданных провизий и списание невозвратных кредитов, возможная продажа ценных бумаг и кредитов, снижение левереджа института. Второй — подтверждение, что финансовые условия заемщиков устойчивые и их кредитоспособность восстановлена. Обычно процесс реструктуризации активов включает и финансовую реструктуризацию (продление сроков кредитов, снижение процентных ставок), и операционную реструктуризацию (продажа активов, снижение издержек на труд и административных затрат и т.п.).

В ходе последнего кризиса многие страны применяли реструктуризацию активов избирательно, предоставляя бюджетную поддержку главным образом посредством гарантий активов в том случае, если происходило ускорение снижения их стоимости. Менее часто, чем в прошлые кризисы, использовался метод «плохих банков». Предпочтение было отдано гарантиям активов, поскольку их предоставление:

- возможно при относительно небольшом предварительном фондировании;
- не предполагает немедленного выявления фактического объема убытков;
- не требует рекапитализации банка;
- позволяет стабилизировать рыночные цены активов, а тем самым остановить «пожарные продажи».

Учитывая размеры и комплексность неработающих активов, вскрытых глобальным финансовым кризисом, включая многие секьюритизированные портфели и ипотеки, нуждающиеся в реструктуризации, гарантии активов во многих странах были единственным, или предпочтительным вариантом государственной антикризисной политики. Большой уровень



суверенного долга, накопленный рядом стран еще до начала глобального финансового кризиса, также препятствовал передаче активов в компании по управлению активами, которые широко применялись в прошлом. Хотя государственные гарантии стоимости активов снижали для участников рынков неопределенности в отношении устойчивости финансовых институтов и помогали, прежде всего, банкам привлекать рыночное фондирование, в долгосрочном периоде они увеличивали потенциальные обязательства правительств.

Во время последнего кризиса, в отличие от большинства прошлых, таких как Скандинавский и Азиатский кризисы, только в отдельных странах создавались компании по управлению активами для расчистки балансов банков. В прошлые кризисы публичные компании по управлению активами широко использовались для перевода на их балансы неработающих кредитов банков. Важным исключением стала Ирландия, где стрессовые банковские активы по балансовой стоимости, эквивалентной 44% ВВП, были переданы публичной компании по управлению активами. Другие, ориентированные на активы программы, подобные *Public Private Investment Program (PPIP)* в США, носили ограниченный характер. Так, объем программы *PPIP* составил только 0,1% ВВП. Хотя ФРС и другие центральные банки закупили в больших объемах частные долговые и долевые ценные бумаги для поддержки целевых рынков, эти усилия не были напрямую нацелены на реструктуризацию банковских активов.

Благодаря данным мерам, одновременно с которыми правительства реализовывали программы рекапитализации финансовых посредников и фискальных стимулов, большинству стран удалось смягчить негативные последствия глобального финансового кризиса и не допустить глубоких рецессий. Одновременно сохранение на банковских балансах значительной доли некачественных активов предопределило затяжной характер посткризисного восстановления.

### **1.3. Первые оценки эффективности реализованных в 2007–2009 гг. антикризисных программ**

Результативность и эффективность проводившихся в ходе глобального финансового кризиса антикризисных мер мож-

но оценивать в сравнении с результатами соответствующих практик прошлых кризисов. При оценке эффективности учитывают издержки на реализацию антикризисных мер — потери ВВП, затраты бюджета, рост госдолга, период времени, потребовавшийся для восстановления положительных темпов экономического роста.

*Издержки антикризисных программ в ходе финансовых (кредитных) кризисов.* Расходы на реализацию антикризисных мер включают:

1) *прямые* бюджетные расходы в узком определении, в т.ч. прямые ассигнования на поддержку финансовой системы и разрешение проблемы неработающих активов;

2) *бюджетные расходы в широком определении* — фискальные затраты, измеренные как увеличение госдолга на определенном временном интервале, и *реальные потери выпуска*.

Прямые бюджетные расходы в разгар последнего глобального финансового кризиса были меньше, чем в прошлые кризисы. В среднем на конец 2009 г. они достигали 5% ВВП, в то время как в прошлые кризисы этот показатель составлял 15%. Но учет только прямых бюджетных расходов при оценке общественных издержек кризиса абстрагируется от расходов на преодоление вторичных последствий кризиса и возврат национальной экономики на долгосрочный тренд роста. В частности, приведенная оценка прямых бюджетных расходов на антикризисные программы не учитывает общественные затраты на делевередж общественных и частных балансов.

Меньший, по сравнению с прошлым, объем прямых бюджетных расходов на антикризисные меры в ходе глобального финансового кризиса частично обусловлен характером реализованных мер монетарной и фискальной политик. Частично — относительно меньшими инъекциями бюджетных средств в капиталы финансовых посредников. Свой вклад внесло более децентрализованное, чем прежде, управление стрессовыми банковскими активами. Широкое использование бюджетных гарантий (пассивов, активов, ликвидности и другие подобные меры) снижало потребность в прямых бюджетных ассигнованиях в краткосрочном периоде.

Но потенциально такие меры сопряжены со значительными долгосрочными бюджетными расходами. Прогнозные оценки на основании эконометрических моделей показыва-

ют, что бюджетные расходы, оцениваемые как доля суверенного долга в ВВП, продолжают расти в течение 4 лет после завершения острой фазы кризиса. Это означает, что прямые фискальные потери от глобального финансового кризиса составят, как минимум, 25% мирового ВВП. Проблему обостряют большое долговое бремя, накопленное многими развитыми экономиками до начала кризиса, снижение ВВП во время кризиса, а также неустойчивое восстановление национальных экономик после кризиса.

Потери выпуска, оцениваемые как отклонение фактического ВВП от его тренда, рассчитанного за 20 лет, в период глобального финансового кризиса были меньшими, чем прежде, но существенными. Кумулятивные медианные потери выпуска за 4 года составили 25% ВВП, это ниже, чем аналогичный показатель в 35%, характерный для прошлых кризисов. Во многом это было обусловлено быстрыми и скоординированными антикризисными мерами, реализованными в большинстве затронутых кризисом экономик, а также тем фактом, что до начала кризиса для многих стран были характерны относительно более низкие темпы экономического роста, чем ранее. Но в глобальном плане потери выпуска за 4 года последнего кризиса составили 3,3%, в то время как в прошлом — только 0,2%. Большие потери глобального выпуска во многом объясняются тем, что кризис затронул крупнейшие мировые экономики и получил широкое распространение. Издержки, связанные с выпуском в ходе недавнего кризиса, значительно варьировались по странам, но в основном выражались в обесценении активов банковских систем. Для основных развитых стран прямые потери выпуска были относительно небольшими — 3–5% ВВП. Для отдельных малых открытых экономик прямые потери выпуска были значительно больше — до 17% для Исландии и 25% для Ирландии на конец 2010 г. Эти страны проводили крупномасштабные бюджетные рекапитализации крупных национальных банков и списания плохих активов с банковских счетов. Более того, их банковские системы, измеренные как доля банковских активов в ВВП, были относительно крупными. В то же время, хотя суверенный долг малых открытых экономик в период глобального кризиса рос быстрее, накопленный суверенный долг основных экономик вырос больше.

Анализ эффективности реализованных в ходе глобального финансового кризиса антикризисных программ позволил международным экспертам сделать несколько важных выводов относительно будущих антикризисных программ.

1. Реализованные в ходе глобального финансового кризиса комбинации мер монетарной и фискальной политики, нацеленные на купирование распространения кризисных явлений по национальной экономике, не предусматривали глубокую реструктуризацию экономики. Вводившиеся в развитых экономиках программы не содержали мер, способных ухудшить платежеспособность заемщиков и увеличить потери банков. В результате издержки реструктуризации были перенесены на будущие периоды в форме, прежде всего, роста суверенного долга и замедленного посткризисного восстановления экономик. Вместо быстрого выявления стрессовых активов и вывода с рынка нежизнеспособных банков, программы антикризисных мер позволили им продолжить функционировать, тем самым необходимые реформы были лишь отложены. По мнению экспертов, задержки в реализации масштабных структурных реформ, потребность в которых была выявлена глобальным финансовым кризисом, будут вести к увеличению будущих потерь общественного благосостояния. Для их минимизации и более быстрого восстановления нормального функционирования макроэкономики международные эксперты полагают, что будущие программы купирования кризисов должны включать и меры структурной перестройки экономики.

2. Проводившиеся в большинстве экономик антикризисные программы включали в той или иной форме рекапитализации финансовых институтов, но им не предшествовали независимые оценки действительного финансового состояния находившихся в стрессовом положении посредников. В прошлые кризисы инъекциям бюджетных средств в капиталы банков предшествовала тщательная независимая оценка жизнеспособности финансовых институтов и реальной стоимости их активов для обоснования потребности в дополнительном капитале. Очевидно, что нежизнеспособные финансовые институты должны выводиться с рынка. Только после точной оценки масштабов убытков могут быть объявлены планы рекапитализации, а их реализация может быть до-

статочно продолжительной. Как показывает прошлый опыт, например, Индонезии или Китая после Азиатского финансового кризиса, программы рекапитализации и реструктуризации бизнеса крупнейших банков продолжались от одного года до нескольких лет.

В ходе глобального финансового кризиса стимулирующие программы в основных развитых экономиках были нацелены на снижение негативных системных последствий кризиса, поэтому выбирались быстрые меры поддержки всех финансовых посредников, включая слабые и потенциально нежизнеспособные. При этом правительства столкнулись с ранее невидимой проблемой ограниченности информации относительно обращающихся на рынках комплексных финансовых продуктов и особенностей функционирования трансграничных финансовых компаний, а также того, что в их распоряжении не было инструментов воздействия ни на подобные компании, ни на предложение таких продуктов. По этим причинам упор был сделан на восстановление общего доверия к национальным банковским системам и относительной стабильности на финансовых рынках. Так, на первом этапе купирования распространения негативного воздействия кризиса бюджетная поддержка была предоставлена финансовым институтам, банкротство которых могло спровоцировать цепочки частных дефолтов (например, в США помощь была оказана *AIG*, специализированным муниципальным эмитентам облигаций, двум спонсируемым правительством институтам *Fannie Mae* и *Freddie Mac*, а в Европе — ряду банков).

Быстрые инъекции дополнительного капитала не позволили регуляторам отделить жизнеспособные институты от менее финансово устойчивых. Системные оценки фактической ситуации в финансовых институтах проводились уже после первоначальных бюджетных рекапитализаций посредством стресс-тестов и публично раскрывались в США и ЕС (соответственно в мае 2009 г. и июле 2010 г.)<sup>1</sup>.

Проведение макростресс-тестов позволило регуляторам восстановить краткосрочное доверие инвесторов к финансовым институтам, но участники рынка более осторожно

---

<sup>1</sup> Первый раунд стресс-тестов в ЕС был проведен в сентябре 2009 г., но его результаты не были полностью обнародованы.

стали оценивать кредитоспособность партнеров. Более того, в ЕС потребовалось проведение нового раунда стресс-тестов с публичным раскрытием и макросценария, и основных результатов оценки для восстановления доверия на финансовых рынках. Но и эта мера не позволила преодолеть кризисную и посткризисную фрагментацию европейского финансового рынка.

В ряде малых открытых экономик (Исландии, Ирландии, Латвии) регуляторы следовали более традиционному подходу: оценка действительного финансового состояния банков, рекапитализация и/или вывод с их балансов неработающих активов, создание «плохого» и «хорошего» банков.

По мнению экспертов, будущие антикризисные программы обязательно должны включать жесткую оценку фактического состояния дел, транспарентные стресс-тесты, даже если правительство предполагает осуществить меры быстрого реагирования, подобные тем, что были реализованы в ходе глобального финансового кризиса. При неожиданном и серьезном кризисе у правительств может не быть иного выбора, кроме реализации быстрых мер поддержки национальной банковской системе. Но затем необходимо проведение мер, ориентированных на будущее и включающих реструктуризацию активов и операционной деятельности затронутых кризисом банков и финансовых посредников. Сохранение на национальном рынке финансовых институтов, балансы которых обременены неработающими стрессовыми активами, ухудшает потенциал посткризисного восстановления экономики и может сопровождаться увеличением суверенной задолженности.

3. Проводившиеся в ходе глобального финансового кризиса меры были направлены на скорейшее восстановление положительных темпов кредитования субъектов реального сектора национальных экономик, но не предусматривали реструктуризации операционных моделей финансовых посредников.

Хотя антикризисные программы большинства стран включали ограничения выплат менеджменту и акционерам финансовых институтов, они не содержали более серьезных мер – требований снижения затрат, изменения менеджмента, ускоренного списания убытков за счет акционерного капита-

ла. Уже в 2010 г. платежеспособность банков улучшилась во многих странах, затронутых недавним кризисом, но в основном этому способствовали реструктуризации балансовых счетов, включая рекапитализацию; поддержание аномально низких процентных ставок; многочисленные фискальные стимулы, поддерживавшие кредитование. Но сохранение подобных условий в течение длительного времени невозможно, поскольку, с одной стороны, они, наряду с обострением как внутренней, так и внешней конкуренции, стимулируют финансовые институты проводить рискованные стратегии. С другой стороны, сохранение неопределенностей относительно возможных будущих потерь и нехватки капитала могут удерживать отдельные финансовые институты от кредитования реальной экономики и продолжать курс на делевередж хозяйствующих субъектов. По этим причинам для быстрого восстановления нормального функционирования кредитных рынков антикризисные программы должны включать меры операционной реструктуризации деятельности финансовых посредников.

4. Реализованные в ходе глобального финансового кризиса программы в большинстве стран не включали меры, направленные на работу с заемщиками, находящимися в сложном финансовом положении. Неполное или частичное раскрытие действительного качества банковских активов, несколько улучшенное благодаря изменениям в правилах бухгалтерского учета, деформировало рыночное ценообразование и ликвидность. В большинстве затронутых кризисом юрисдикций реструктуризация активов или значительно отставала от аналогичных процессов, осуществленных в прошлые кризисы, либо не проводилась вообще. В ходе Азиатского и Скандинавского кризисов 1990-х годов использовались государственные компании управления активами и плохие банки для вывода с банковских балансов неработающих кредитов, особенно кредитования инвестиций в объекты недвижимости. Такие компании создавались за счет дополнительных бюджетных ассигнований. В ходе глобального финансового кризиса, в силу уже больших объемов накопленной суверенной задолженности, с реструктуризацией активов финансовые институты в основном должны были разбираться сами. Ограниченное использование регуляторами такого метода

реструктуризации, как компании по управлению активами, частично также отражало комплексную сущность затронутых кризисом активов, которая не позволяла провести простую централизованную реструктуризацию. Но у выбранного альтернативного подхода — инъекции в капитал банков и сохранение неработающих кредитов на их балансовых счетах — есть серьезный недостаток. Такой подход сохранял риск продолжения убыточности деятельности банков, сдерживал темпы роста выдачи новых кредитов и стимулировал банки снижать стандарты оценки кредитования заемщиков. Эффективность альтернативных подходов иллюстрирует прошлый опыт разрешения кризисов в Швеции и Японии. Швеция в ходе Скандинавского кризиса быстро реализовывала комплексный подход для разрешения проблемы стрессовых активов (преимущественно коммерческая недвижимость), переводя их с банковских балансов в компании по управлению активами. Опыт Японии свидетельствует об обратном — отсрочка расчистки банковских балансов привела к новым значительным потерям общественного благосостояния и значительно увеличивала суверенную задолженность.

Если бюджетные инъекции в капитал банков не сопровождаются реструктуризацией их балансов, включая задолженность домашних хозяйств, то период посткризисного восстановления, как демонстрируют исторические данные, будет продолжительным и неустойчивым. Во многих развитых экономиках до глобального финансового кризиса домашние хозяйства накопили крупную задолженность, их долги выросли до более чем 130% располагаемого дохода в США и более чем 160% в некоторых европейских странах. В результате для многих домашних хозяйств накопленная задолженность стала неподъемной с учетом неблагоприятных общеэкономических условий. Хотя текущие низкие процентные ставки смягчают бремя обслуживания долга и снижают давление на кредиторов, риски резко возрастут, если процентные ставки вернуться к нормальным уровням. Усилия банков по снижению бремени кредитов для домашних хозяйств были недостаточными. Программы правительств по реструктуризации ипотечных кредитов были небольшими по масштабам и во многом неэффективными, как указывают статистические данные о повторных дефолтах по реструктурированным кредитам.



Это предполагает, что будущие антикризисные программы обязательно должны содержать меры по реструктуризации активов и повышению кредитоспособности заемщиков.

5. Реализованные в ходе глобального финансового кризиса программы не снизили потенциальные системные риски и сопровождались ростом моральных рисков. Не были изменены многие структурные характеристики национальных финансовых систем, способствовавшие формированию системных рисков. В большинстве затронутых кризисом стран структура национальной финансовой системы мало изменилась. Более того, как показывают статистические данные, в среднем концентрация банковских систем возросла. Если в 2007 г. в 12 основных кризисных странах доля активов пяти крупнейших банков составляла 307% ВВП, то в 2009 г. она возросла до 335%<sup>1</sup>. Это осложняет проблемы регулирования деятельности финансовых посредников, относимых к группе «слишком значимый, чтобы обанкротиться».

Начатые в 2010 г. в ряде юрисдикций реформы, направленные на усиление регулирования и надзора за деятельностью «слишком значимых, чтобы обанкротиться» финансовых посредников, важны, но они не распространяются на их трансграничную деятельность. Решение этой проблемы требует согласованных коллективных действий.

\* \* \*

Анализ практики антикризисных программ 2007–2009 гг. показывает, что:

– правительства затронутых кризисом стран быстрее, чем в прошлые кризисы, приступали к реализации антикризис-

---

<sup>1</sup> Как отмечается в докладе МВФ «О глобальной финансовой стабильности, 2014», из кризиса крупные банки вышли еще более крупными, обладая к тому же косвенными бюджетными гарантиями. Особенно быстро росли активы крупнейших пяти глобально значимых банков по списку Совета по финансовой стабильности. Во многих странах возросла концентрация банковского сектора, хотя и менее резко. Активы трех крупнейших банков составляют около 40% совокупных банковских активов в основных развитых экономиках и странах с формирующимися рынками. В Канаде, Франции, Испании их доля превышает 60%. См.: Global Financial Stability Report Moving from Liquidity- to Growth-Driven Markets, IMF, April, 2014, p.118.

ных мер монетарной и фискальной политик. Стимулирующие программы действовали более длительное время, что позволило стабилизировать общеэкономическую ситуацию и восстановить доверие на межбанковских рынках. Но, в отличие от прошлых кризисных ситуаций, они не содержали мер по тщательной оценке банковских балансов и их последующей реструктуризации, что сдерживает посткризисное восстановление экономик;

— в ходе глобального финансового кризиса у национальных регуляторов не было инструментов воздействия на глобально значимых финансовых посредников. Для разрешения будущих кризисов предстоит разработать институциональные нормы регулирования трансграничной деятельности глобально значимых институтов, включая принципы разделения бремени потенциальных бюджетных затрат на восстановление их деятельности в кризисных условиях, снижения морального риска и поддержания финансовой стабильности. Особую актуальность подобным мерам придает тот факт, что в посткризисный период возросла концентрация национальных финансовых систем;

— быстрое распространение и развитие глобального финансового кризиса показали, что на фазе бума кредитного цикла возрастают системные риски, которые докризисные практики финансового регулирования и надзора не учитывали. По этой причине необходим поиск эффективных способов мониторинга и контроля динамики факторов системного риска, наиболее значимых для национальных финансовых систем.

## Глава 2.

# УРОКИ ГЛОБАЛЬНОГО ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА 2007–2009 ГГ.

Глобальный финансовый кризис 2007–2009 гг. показал важность сохранения стабильности в национальной финансовой системе и банковском секторе в кризисных условиях для поддержания экономической активности. Одновременно развитие глобального финансового кризиса и скорость его распространения по национальным экономикам продемонстрировали недостатки и фрагментарность теоретических и эмпирических исследований, учитывавших влияние финансовых систем на макроэкономические условия.

В докризисный период большинство центральных банков при составлении прогнозов функционирования национальных экономик и принятии решений по мерам денежно-кредитной политики не учитывало воздействие изменений в финансовом состоянии банков (финансовых посредников) на эффективность денежно-кредитного регулирования. Острота глобального финансового кризиса четко продемонстрировала необходимость пересмотра ряда положений макроэкономической теории, концепций монетарной политики и финансового регулирования.

### «Провалы» теории и политики

Глобальный финансовый кризис выявил множество неразработанных сфер макроэкономической теории и ограничений, характерных для применяемых моделей.

#### *Ограничения макроэкономической теории:*

— отсутствие теоретической модели, включающей процессы финансовой глобализации. Модель Манделла-Флеминга была разработана для малой открытой экономики и не позволяет учитывать процессы финансовой глобализации и интеграции национальных финансовых рынков;

— отсутствие макроэкономических моделей, включающих финансовое посредничество. В частности, было сложно полностью включить банковский сектор в Динамическую стохастическую модель всеобщего равновесия (*Dynamic Stochastic*

*General Equilibrium, DSGE*)<sup>1</sup>. Только после кризиса были предприняты шаги в этом направлении, т.е. по инкорпорированию провалов финансового посредничества, величины и качества банковского капитала в такие модели<sup>2</sup>;

– отсутствие законченной концепции финансового цикла. В докризисный период теоретические модели делали упор на сглаживание колебаний в рамках делового цикла и выгод для реального сектора от развития финансовых инноваций, распределяющих риск по финансовой системе. Считалось, что для макроэкономики финансовые факторы носят вторичный характер.

*Ограничения монетарной теории:*

- отсутствовало представление о трансформации трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики в условиях широкого распространения финансовых инноваций;

- не учитывались влияние объема предложения совокупного кредита на темпы экономического роста, а также роль объема и качества банковского капитала.

Последний кредитный кризис напомнил о решающей роли банков в предложении кредита экономике, особенно в условиях серьезного финансового стресса. В то же время эта роль, как показал процесс распространения кризиса по мировой экономике, стала отличной от той, какую предсказывали традиционные модели, включающие канал банковского кредитования. Кризис показал, что монетарный трансмиссионный механизм в целом изменился в результате дерегулирования, финансовых инноваций и возросшей роли бизнес стратегий, проводимых институциональными инвесторами. Это, в свою очередь, привело к изменению бизнес моделей банков и к более интенсивному использованию источников рыночного фондирования, в том числе через секьюритизации активов.

*Уроки кризиса, связанные с эволюцией финансовой глобализации.*

---

<sup>1</sup> Gambacorta L., Marques-Ibanez D. The bank lending channel: Lessons from the crisis // BIS Working Papers, 2012, № 345, p.1.

<sup>2</sup> См., напр., Borio C., Disyatat P., Juselius M. A parsimonious approach to incorporating economic information in measures of potential output // BIS Working Papers, 2014, February, № 442, 40 p.

1. Необходимость международной координации политик национальных финансовых органов: монетарных, регулирующих, надзорных, налоговых и др.<sup>1</sup> для замедления скорости распространения кризисных явлений и дисбалансов.

2. Распределение между регулируемыми и надзорными органами разных юрисдикций полномочий и ответственностей за стабильное функционирование трансграничных финансовых посредников, включая институты финансовой инфраструктуры.

Для этого предстоит развивать наднациональное регулирование деятельности транснациональных финансовых институтов в целях:

а) предотвращения возможностей использования регулятивного арбитража;

б) повышения эффективности национального монетарного регулирования;

в) снижения процикличности развития финансовой системы.

На практическом уровне это предполагает:

– согласование регулируемыми органами различных юрисдикций применяемых пруденциальных норм;

– заключение двусторонних «соглашений согласия» между регуляторами и надзорными органами различных юрисдикций;

– передачу Банку международных расчетов полномочий дистанционного мониторинга макрофинансовых переменных;

– переход национальных регуляторов на контрциклическое пруденциальное регулирование;

– постепенное ужесточение регулятивных требований в отношении системно значимых финансовых посредников;

– распространение пруденциального регулирования на институты «теневой» банковской системы.

*Уроки кризиса, связанные с поддержанием финансовой стабильности.*

Распространение и развитие глобального финансового кризиса показали, что господствовавший на протяжении

---

<sup>1</sup> О проблемах, препятствующих прогрессу в международной кооперации в проведении финансовой политики, см.: Ostry J. D., Ghosh A.R. Obstacles to International Policy Coordination, and How to Overcome Them // IMF staff discussion note, 2013, Dec., № 11, 31 p.

1980-х — 2000-х гг. микропруденциальный подход к банковскому регулированию и надзору недостаточен, слишком узок и не позволяет поддерживать стабильность финансовой системы в целом. Подход к финансовой стабильности как стабильности цен (измеренных индексом потребительских цен) может маскировать формирование серьезных финансовых дисбалансов как на глобальном, так и национальном уровнях. Для проведения политики финансовой стабильности необходим учет рисков, формирующихся внутри финансовой системы, передаваемых от финансовой системы на реальный сектор экономики и риски обратных воздействий. В то же время пока не разработаны количественные индикаторы финансовой стабильности, использование которых позволило бы регуляторам однозначно прогнозировать вероятность стрессов или материализации факторов системного риска. Хотя после Азиатского финансового кризиса многие национальные центральные банки экспериментировали с контрциклической настройкой отдельных микропруденциальных инструментов, пока накопленный эмпирический опыт недостаточен для оценки эффективности их применения в целях поддержания стабильности финансовой системы в целом.

Эволюция глобального финансового кризиса и анализ трансграничных и национальных каналов распространения кризисных явлений выявили несколько важных провалов в докризисном финансовом регулировании.

Для их устранения в посткризисный период были инициированы финансовые реформы, нацеленные на:

- переход от отраслевого к функциональному регулированию финансового сектора для предотвращения возможностей использования финансовыми посредниками регулятивного арбитража;

- снижение комплексности деятельности финансовых посредников, в первую очередь, системно значимых;

- скоординированное регулирование деятельности банков и небанковских финансовых институтов на смежных сегментах финансового рынка;

- устранение выявленных кризисом провалов в пруденциальном регулировании;

- повышение пруденциальных требований к финансовым посредникам с тем, чтобы большую часть потенциаль-

ных убытков они могли бы компенсировать за счет собственных средств;

— упорядочение и детализацию регулирования рынков производных инструментов и процедур секьюритизации;

— усовершенствование финансовой инфраструктуры, стандартизацию требований к институтам финансовой инфраструктуры;

— защиту интересов потребителей финансовых услуг.

*Уроки, связанные с «провалами» микропруденциального регулирования.* Глобальный финансовый кризис вскрыл ограниченность традиционного микропруденциального регулирования и надзора. Подход, согласно которому финансовая система стабильна, если устойчивы отдельные институты, не улавливал:

- факторы и динамику эволюции системного риска;
- риски, возникающие между разными сегментами финансового рынка;
- трансграничные каналы передачи финансовых рисков;
- риски, исходящие от инфраструктурных институтов.

Для преодоления выявленных провалов Большая двадцатка инициировала серьезные изменения в практике регулирования деятельности финансовых посредников. Для этого было предложено:

— перейти к макропруденциальному регулированию финансовой активности;

— снизить процикличность статичных пруденциальных требований;

— внедрить в практику дифференцированное регулирование с учетом системной значимости финансовых посредников;

— поддерживать справедливую конкуренцию на финансовом рынке вплоть до принудительного разукрупнения финансовых институтов и/или прямых запретов определенных видов деятельности;

— четкое разграничение политического финансового посредничества и коммерческого кредитования.

Последний финансовый кризис ярко продемонстрировал недостатки докризисного разграничения финансового регулирования и надзора. Для разрешения данной проблемы предлагается в странах-членах Базельского комитета прове-

ление институциональных и законодательных реформ, в результате которых:

- стал бы возможным оперативный обмен информацией и надзорными данными между регуляторами и надзорными органами различных сегментов финансового рынка;
- были бы в большей степени защищены интересы налогоплательщиков благодаря новому разграничению сфер ответственности между центральным банком, министерством финансов и казначейством;
- органы регулирования и надзора могли бы аккумулировать статистические данные, характеризующие текущую ситуацию на всех сегментах финансового рынка как на агрегированном уровне, так и на микроуровне.

Хотя в ходе глобального финансового кризиса в большинстве стран не было серьезных сбоев в функционировании платежно-расчетных систем, тем не менее, он проявил недостатки и/или дефекты инфраструктуры финансового рынка. Для их устранения комплексные финансовые реформы предусматривают:

- модернизацию национальных платежно-расчетных систем на основе единых стандартов;
- реформирование деятельности рейтинговых агентств;
- реформирование расчетов на рынках производных инструментов и на валютных рынках;
- организацию эффективного мониторинга качества кредитных портфелей всех финансовых посредников;
- реформирование системы расчетов ценными бумагами (цепочек поставок высоколиквидного обеспечения);
- повышение требований к финансовым посредникам по раскрытию информации по факторам риска;
- реформы деятельности инфраструктурных организаций.

\* \* \*

Масштабные преобразования финансового регулирования и надзора постепенно начинают реализовываться в различных юрисдикциях. Обобщение опыта и проводимых в разных странах экспериментов позволяют национальным регуляторам учитывать как наиболее эффективные меры, доказавшие свою результативность в других странах, так и особенности национальных финансовых систем и финансового посредничества.



## Глава 3.

# МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНАЯ ПОЛИТИКА: ПОНЯТИЕ, ЦЕЛИ И ПРИНЦИПЫ

Финансовый кризис вскрыл множество проблем в теории и практике деятельности национальных центральных банков как регуляторов национальных финансовых систем. Это активизировало научные дискуссии по вопросам внесения изменений в понимание целей и функций деятельности центральных банков, их будущей роли в процессах по поддержанию макрофинансовой и макроэкономической стабильности. Особое место в современных научно-практических дебатах занимает обсуждение проблемы новых институциональных рамок взаимодействия между наднациональными институтами и национальными регуляторами, между национальным правительством и центральным банком.

Признание международным сообществом того, что в предстоящем периоде приоритетной целью деятельности центрального банка должно стать поддержание макрофинансовой стабильности (макропруденциальный подход к финансовому регулированию) активизировало поиски ответов на несколько важных практических вопросов:

- а) что следует понимать под макрофинансовой стабильностью;
- б) каким образом ее можно измерить;
- в) как эффективнее организовать мониторинг текущего уровня макрофинансовой стабильности;
- г) какие меры следует применять центральным банкам, чтобы предотвратить распространения системных рисков по национальной банковской системе.

### 3.1. История термина «макропруденциальный»

На протяжении 20 в. понимание сути финансовой стабильности несколько раз менялось (см. таблицу 3.1).

С конца 1970-х гг. постепенно преобладающим в исследованиях денежно-кредитной сферы становился подход, увязывавший финансовую стабильность с монетарной ста-

**Соотношения между монетарной и финансовой стабильностью  
в различные исторические периоды**

Исторический период	Режимы		Стабильность	
	Финансовый	Монетарный*	Финансовый	Монетарный
Классический золотой стандарт	либерализован	золото/доверие	нет	да
Годы между войнами	либерализован	смешанный/ смешанный	нет	смешанный**
Бреттон-Вудс	подавлен	все более лишающийся доверия со временем	да	утрата со временем
После Бреттон-Вудса	либерализация	все более пользующийся доверием	нет	восстановление со временем

*Примечание:* \* с точки зрения стабильности цен.

*Источник:* Borio C. Monetary policy and financial stability: what role in prevention and recovery? // BIS Working Papers, 2014, № 440, p. 5.

бильностью. Одновременно в научный оборот было введено понятие макропруденциального подхода. Еще в 1970-х гг. термин «макропруденциальный» использовался во внутренних документах Комитета Кука (предшественник современного Базельского комитета по банковскому надзору) и в документах Банка Англии того периода. Первоначально под макропруденциальной политикой понималось то, что банковское регулирование и надзор должны учитывать, как банковская система в целом воздействует на макроэкономику. В публичных документах ряда центральных банков и Банка международных расчетов данный термин стал использоваться только в середине 1980-х гг. В отчете Банка международных расчетов за 1986 г. макропруденциальный подход был определен как политика, нацеленная на поддержание «безопасности и устойчивости финансовой системы в целом, равно как и механизмов платежей». Основанием для переориентации традиционного банковского надзора с исключительно микропруденциального подхода к более широкому контролю за деятельностью институтов финансового посредничества стали эмпирические исследования, показавшие, что системный подход позволяет регуляторам выявлять негативные экстерналии банковского бизнеса, порождаемые им даже в тех случаях, когда он полностью соответствует микропруденциальным требованиям.

В начале 2000-х гг. понятие «макропруденциальный подход» к банковскому регулированию и надзору постепенно стало все шире использоваться как в научных исследованиях, так и в практике центральных банков, в частности, благодаря позиции Э. Крокета, который в то время был Генеральным менеджером Банка международных расчетов.

До глобального финансового кризиса 47 национальных центральных банков регулярно публиковали отчеты о финансовой стабильности, целью которых было раскрытие перед обществом оценок возможных уязвимостей национальных финансовых систем, сегментов финансового рынка, платежных систем и отдельных финансовых посредников. Но, как правило, в таких отчетах прогнозы эволюции факторов риска, представляющих угрозу национальным финансовым системам, ограничивались анализом возможных проблем главным образом в банковском секторе.

На протяжении 2000-х гг. в научных публикациях и в выступлениях руководителей монетарных органов различных юрисдикций обосновывались различные варианты операционных подходов к пониманию финансовой стабильности. Исследовательская группа Банка международных расчетов выделила следующие точки зрения<sup>1</sup>, получившие распространение в то время.

*Определение финансовой стабильности с точки зрения предпосылок, а не результатов.* Такой подход помогает, по мнению бывшего заместителя главы Резервного банка Новой Зеландии А. Орра, правильно определять, оценивать и управлять рисками, формирующимися в финансовой системе.

*Определение финансовой стабильности с точки зрения результатов:* финансовая система стабильна, если отсутствуют негативные данные. А. Крокет, бывший Генеральный менеджер Банка международных расчетов, определял финансовую стабильность как условие, при котором экономическая деятельность не нарушается при колебаниях цен на активы или при неспособности финансовых институтов отвечать по своим обязательствам<sup>2</sup>. Сходной позиции придерживался Р. Фергусон, бывший вице-председатель Совета глав ФРС. Он определял финансовую стабильность как отсутствие нестабильности<sup>3</sup>, характеризуемой: а) отклонением цен на активы от фундаментальных значений; б) значительными нарушениями в функционировании рынков и доступности кредита; в) существенными отклонениями (или их угрозой) совокупного спроса от долгосрочного потенциального уровня<sup>4</sup>. Р. Фергусон доказывал, что предпочтительнее рассматривать финансовую стабильность не как самостоятельную

---

<sup>1</sup> Central bank governance and financial stability. A report by a Study Group // BIS, Basel, 2011, May.

<sup>2</sup> Crockett A. The Theory and Practice of Financial Stability // GEI Newsletter, Issue No 6, July 1997.

<sup>3</sup> Такая позиция, например, закреплена в документах о финансовой стабильности в Южной Корее, в которых финансовая стабильность определена как «условие, когда финансовая система не нестабильна».

<sup>4</sup> Ferguson R. Should Financial Stability Be an Explicit Central Bank Objective?, 2002, доклад на конференции МВФ, посвященной вызовам финансовой глобализации и ведению дел центральными банками. См. также: Allen W A., Wood G, Defining and achieving financial stability // Journal of Financial Stability, 2006, Issue 2.

политическую цель, а оценивать финансовые условия с точки зрения их последствий для макроэкономики<sup>1</sup>.

Финансовая стабильность означает плавное функционирование основных институтов и ключевых элементов финансовой системы. Таким образом, например, определял финансовую стабильность бывший президент Европейского центрального банка У. Дюсенберг. Сходной позиции придерживался глава Резервного Банка Индии Ю.В. Рэдди. Но подобный подход не раскрывал, что следует понимать под «плавным функционированием» и/или «ключевыми элементами» финансовой системы.

*Определение с точки зрения устойчивости к шокам.* Сторонники данного подхода, понимая, что невозможна полная защита от негативных шоков, концентрировали внимание на устойчивости финансовой системы. Так, в отчете о финансовой стабильности (2003 г.)<sup>2</sup> центральный банк Норвегии указывал, что стабильная финансовая система устойчива к изменчивым экономическим условиям, и поэтому в состоянии предоставлять финансирование, осуществлять платежи и удовлетворительно распределять риск даже в стрессовых условиях. Т. Падоеа-Шиоппа, будучи членом исполнительного Совета ЕЦБ, придерживался сходного подхода, определяя финансовую стабильность как условие, при котором финансовая система способна противостоять шокам без искажающего размещения сбережений в инвестиции или нарушений в проведении платежей в экономике<sup>3</sup>.

*Определение с точки зрения плавного функционирования и устойчивости финансовой системы к шокам.* Некоторые определения финансовой стабильности концентрируют внимание

---

<sup>1</sup> Сходной позиции придерживался Э.С. Розенгрэн — президент и главный исполнительный директор Федерального резервного банка Бостона. Он доказывал, что при формулировании политики следует исходить из условий, способных вызвать финансовую нестабильность, а именно: проблем в финансовой системе; несправедливого посредничества (или его предложения); существенного влияния на реальную экономику. См.: Rosengren E. S. Defining Financial Stability, and Some Policy Implications of Applying the Definition 28 p.

<sup>2</sup> Financial Stability Review, Norges Bank, February 2003.

<sup>3</sup> Padoa-Schioppa T. Central Banks and Financial Stability: Exploring the Land in Between. — The Transformation of the European Financial System. Ed. by V Gaspar and others. — 2003, ECB.

на плавном функционировании ключевых элементов финансовой системы и их устойчивости перед шоками. Немецкий Бундесбанк, например, определял финансовую стабильность как устойчивое положение, при котором финансовая система эффективно выполняет свои основные экономические функции, такие как размещение ресурсов и распределение рисков, проведение платежей, и способна делать это даже в условиях шоков, стресса и важных структурных изменений<sup>1</sup>.

Банк Англии увязывал устойчивость финансовой системы, ее функционирование и экономические результаты. С его точки зрения, целью политики поддержания финансовой стабильности должно быть обеспечение устойчивости финансовой системы с тем, чтобы поддерживать на протяжении всего кредитного цикла устойчивое предложение экономике финансовых услуг: платежных, кредитных, страхования от риска<sup>2</sup>.

Указанные подходы подчеркивали определенные аспекты функционирования национальных финансовых систем, которые важны для публичной политики, включая, например, платежные услуги, предложение кредита и перераспределение риска.

*Определение с точки зрения множественности целей.* Сторонники данного подхода полагают, что для поддержания финансовой стабильности необходимо одновременно стремиться к достижению нескольких целей. Так, в законе о банках Великобритании (2009) было выделено пять целей: стабильность финансовой системы, необходимая для непрерывного оказания финансовых услуг; обеспечение конфиденциальности финансовых сделок; защита законных прав вкладчиков; защита средств бюджета; защита прав частной собственности. При этом в законе не указана иерархия приоритетности перечисленных целей.

В ряде случаев, помимо отмеченных выше пяти проявлений политики поддержания финансовой стабильности, перечень возможных формулировок целей может включать:

---

<sup>1</sup> Bundesbank Monthly Report "Report on the Stability of the German Financial System", December 2003.

<sup>2</sup> The Role of Macroprudential Policy // Bank of England Discussion Paper, 2009, November.

- устойчивость финансовой системы, достаточная для погашения негативных шоков;
- защита наивных кредиторов (потребителей финансовых услуг);
- недопущение ухода информированных инвесторов от риска убытков;
- ограничение морального риска;
- защита законных прав нерезидентов.

Необходимость макропруденциального подхода к финансовому регулированию и надзору, которые охватывали бы всю финансовую систему, стала очевидной только после развертывания глобального финансового кризиса 2007–2009 гг. и оценки новых каналов распространения шоков.

В течение нескольких лет после начала глобального финансового кризиса среди специалистов и на конференциях, организуемых Банком международных расчетов, велись оживленные дискуссии по вопросам понимания сути и целей макропруденциальной политики. И эксперты, и представители национальных центральных банков были согласны, что целью макропруденциальной политики должно стать поддержание финансовой стабильности как на национальном, так и глобальном уровнях. Но согласовать различные подходы было сложно.

В ходе дискуссий, последовавших после глобального финансового кризиса 2007–2009 гг., первоначально эксперты и практики придерживались различных подходов к тому, что понимать под финансовой стабильностью. В общем плане высказанные точки зрения при прочих равных условиях можно разделить на два подхода.

Сторонники *первого* подхода полагали, что под финансовой стабильностью следует понимать устойчивость национальной финансовой системы к внешним шокам.

Представители *второго* подхода доказывали, что для поддержания финансовой стабильности национальному регулятору, прежде всего, следует учитывать внутреннюю сущность финансовых стрессов.

При этом сторонники обоих подходов были согласны, что в общем плане эффективная макропруденциальная политика должна ограничивать риски и общественные издержки сис-

темных кризисов. Но используемые в публикациях и документах определения по-разному расставляли акценты<sup>1</sup>:

1) макрорегулирование должно противодействовать естественной тенденции финансовых посредников к недооценке рисков в период бума и соответствующей их переоценки в период спада, т.е. носить контрциклический характер;

2) макрорегулирование должно обеспечивать стабильное предоставление услуг финансового посредничества (платежно-расчетных, кредитных и страхования от риска) на всех фазах делового цикла (Банк Англии);

3) макрорегулирование должно быть нацелено на недопущение формирования кредитных бумов, надувающих пузыри цен на активы, и последующих взрывов и кредитного сжатия (Банк Франции);

4) цель макропруденциального регулирования – ограничение риска системного стресса (эксперт Банка международных расчетов К. Борио);

5) цель макропруденциальной политики – «снижение системного риска посредством прямого ответа на связи между всеми финансовыми институтами и проциклическостью финансовой системы» (бывший генеральный менеджер Банка международных расчетов Карауна);

6) макрорегулирование должно противодействовать порождаемым финансовым посредничеством негативным экстерналиям (Э. Перроти);

7) макрорегулирование должно быть нацелено на контроль над социальными издержками общего сокращения активов в финансовой системе (Хансон), т.е. ограничивать возможные бюджетные расходы на восстановление нормального функционирования финансовой системы после материализации кризиса.

Столь широкий спектр взглядов оказывал воздействие на практику национальных регуляторов и центральных банков. Но в целом, специалисты были согласны, что макропруденциальная политика должна скорее корректировать провалы финансового рынка, а не сглаживать финансовый цикл<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Central bank governance and financial stability. A report from a Study Group of the Central Bank Governance Group. – Bank for International Settlements, 2011.

<sup>2</sup> Favara G., Ratnovski L. Market Failures and Macroprudential Policy // IMF Research Bulletin, 2012, vol.13, № 4, p.2.



### 3.2. Определение понятия «макропруденциальная политика» и ее целей

После продолжительных дискуссий Банк международных расчетов предложил следующее консенсусное определение макропруденциальной политики.

Макропруденциальная политика должна быть нацелена на снижение системного риска, т.е. риска распространения нарушений в предоставлении на внутреннем рынке финансовых услуг, которые негативно воздействуют на реальную экономику. При этом основное внимание макропруденциальной политики должно быть сконцентрировано на взаимосвязях между финансовыми институтами, рынками, инфраструктурными организациями и реальным сектором экономики.

Среди множества возможных целей макропруденциальной политики Банк международных расчетов выделяет две основных цели<sup>1</sup>:

1) укрепление устойчивости национальной финансовой системы к негативным агрегированным шокам и экономическим спадам (как внутренним, так и внешним);

2) идентификация и активное ограничение формирования системных финансовых рисков.

Из двух макропруденциальных целей регулирование, направленное на сглаживание текущей фазы финансового цикла, — наиболее сложная задача, т.к. концепция финансового цикла и его чувствительности к макропруденциальным интервенциям еще недостаточно изучена. Распределение разных определений целей финансовой стабильности, закрепленное в законодательстве или нормативных актах разных стран, представлено в таблице 3.2.

Три проблемы осложняют определение целей финансовой стабильности:

1) понимание самого термина;

2) возможность количественного измерения цели финансовой стабильности;

3) выбор одного проявления финансовой стабильности среди большого их числа может носить противоречивый характер.

---

<sup>1</sup> Macroprudential policy tools and frameworks. — Basel Committee on Banking Supervision, 2011, 14 February.

## Классификация целей финансовой стабильности (по законодательным нормам 114 стран на декабрь 2012 г.)

Ясная цель финансовой стабильности, установленная в законе		Центральный банк обязан добиваться «стабильности», «устойчивости», «упорядоченности» или эффективного функционирования:	
		Части финансовой системы (банковской, платежной)	Всеи финансовой системы
Цель в принципе применима ко всем видам деятельности и функциям центрального банка в силу закона	Цель не конкретизирована	Азербайджан Беларусь	Ливия [3]  Ангола, Ботсвана, Каймановы острова, Кипр, Гамбия, Грузия, Гана, Гонконг, Ирак, Ирландия
	Цель определена напрямую	Албания, Аргентина, Армения	Египет, Германия, Швеция [6]  Афганистан, Бахрейн, Барбадос, Бельгия, Бермуды, Чехия, Коста Рика, Восточный Тимор, Фиджи, Финляндия, Венгрия, Исландия, Индонезия, Израиль
Цель четко привязана к определенной функции	Цель не конкретизирована	Болгария, Франция Иордания, Кыргызстан	Латвия, Ливан, Марокко, Россия [8]
	Цель определена напрямую	Хорватия	Литва [2]  Австрия, Бутан, Чили, Эстония  Ямайка, Япония, Непал, США [8]
			Южная Корея, Макао, Нидерланды, Словакия [9] Италия

Ясная цель финансовой стабильности, установленная в законе	Центральный банк обязан добиваться «стабильности», «устойчивости», «упорядоченности» или эффективного функционирования:	
	Части финансовой системы (банковской, платежной)	Всей финансовой системы
В законе нет четкой цели финансовой стабильности	Алжир, Багамы, Бангладеш, Белиз, Бразилия, Босния, Камбоджа	Мозамбик, Норвегия, Перу, Саудовская Аравия, ЮАР, Тринидад и Тобаго [20]

*Источник:* Jeanneau S. Financial stability objectives and arrangements – what's new? The role of central banks in macroeconomic and financial stability // BIS Papers, 2014, № 76, p. 60.

Вместе эти проблемы делают достижение цели финансовой стабильности более сложным, чем, например, цели стабильности цен. Более того, цель достижения финансовой стабильности оставляет открытыми важные вопросы: какой уровень финансовой стабильности необходим национальной экономике; какое поведение элементов финансовой системы желательно для финансовой стабильности; как меры по поддержанию финансовой стабильности согласуются с мерами других политик (фискальной, макроэкономической, конкурентной и др.)?<sup>1</sup>

Применяемый в целях контрциклического регулирования инструментарий может быть определен как первичные пруденциальные инструменты, регламентирующие деятельность национальных финансовых посредников и настроенные на воздействие на один или одновременно на несколько потенциальных источников системного риска.

Макропруденциальная политика в первую очередь направлена на учет двух проявлений системного риска:

- 1) эволюции системного риска во времени (временное проявление);
- 2) распределения системного риска по финансовой системе (пространственное проявление).

Учет временного проявления системного риска необходим для сглаживания и/или устранения процикличности развития финансовой системы, т.е. воздействия системного риска, исходящего от финансовой системы, на другие сектора экономики. Учет пространственного проявления системного риска нужен для снижения его концентрации, которая может возникать, если национальные финансовые институты подвержены одним типам рисков, связанным со сходной структурой активов и/или пассивов либо обусловленным прямыми связями между их балансовыми счетами. В этом случае задача макропруденциальной политики состоит в ограничении воздействия распространения по финансовой системе негативных последствий неплатежеспособности или банкротства финансового посредника (см. схему 3.1).

---

<sup>1</sup> Jeanneau S. Financial stability objectives and arrangements – what's new? The role of central banks in macroeconomic and financial stability // BIS Papers, 2014, № 76, p. 48.

По мнению экспертов, при формулировании макропрudenциальной политики регуляторам предстоит учитывать множество проявлений макрофинансовой стабильности:

1. Обеспечение поддержки экономическому росту за счет достаточного и инновационного финансового посредничества.

2. Допущение колебаний цен на определенные активы и одновременное ограничение колебаний других.

3. Допущение некоторой вариации кредитных условий и неценовых сигналов (например, нормирование темпов роста отдельных кредитных продуктов) для учета межвременных изменений в фундаментальных факторах, но недопущение иного нормирования кредита.

4. Поддержка экономической активности посредством непрерывной доступности критически важных финансовых услуг.

5. Обеспечение определенности прав собственности инвесторов на финансовые продукты.

6. Обеспечение защиты законных прав кредиторов, особенно наивных.

7. Защита налогоплательщиков от неценового или субсидируемого страхования частной прибыли.

8. Возможность компромисса целей, только при условии, что могут быть чрезмерными долгосрочные издержки регулирования.

9. Обеспечение международной конкурентоспособности финансовых услуг национальных финансовых посредников.

Примерами потенциальных источников системного риска могут быть:

— избыточный уровень лeverеджа, особенно у системно значимых финансовых институтов;

— разрывы в срочности активов и пассивов, учитываемых на балансах финансовых посредников;

— инвалютные разрывы и/или неустойчивая открытая валютная позиция;

— чрезмерная зависимость большого числа (прежде всего, системно значимых) институтов от краткосрочного оптового фондирования, включая привлечение финансирования, номинированного в иностранной валюте;

— высокая теснота взаимосвязей между финансовыми посредниками.



Схема 3.1. Возможные источники системного риска

К тому же, определенные, «естественные» для коммерческого сектора бизнес стратегии (например, концентрация банковского капитала, в том числе через слияния и поглощения, стратегическое партнерство и др.), могут порождать серьезные негативные экстерналии для национальной финансовой системы в целом.

Для достижения установленных целей макропруденциальная политика, в соответствии с рекомендациями Банка международных расчетов, должна учитывать факторы риска, выходящие за рамки отдельных финансовых институтов (так называемые «конечные» факторы системного риска, способные стать триггерами кризисных явлений, см. схему 3.2). Макропруденциальное регулирование должно быть направлено против текущей фазы финансового цикла. Подобная настройка макропруденциального регулирования способна смягчать негативные последствия системных шоков и уменьшать продолжительность их негативного воздействия на реальную экономику. К ним относятся как шоки на уровне финансовой системы в целом, так и шоки взаимодействий и взаимосвязей, возникающие в результате реакций отдель-

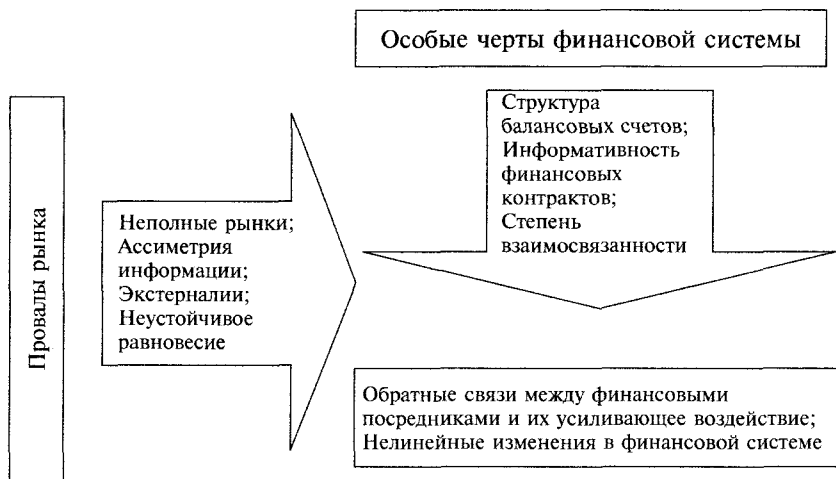


Схема 3.2. Конечные источники системного риска

ных финансовых посредников на шоки (например, в форме изменений в бизнес стратегиях). Уязвимости, обусловленные взаимосвязями между разнообразными финансовыми посредниками и теснота связей (как национальных, так и трансграничных) между ними, определяют продолжительность и последствия системных шоков.

Как показывает эмпирический опыт ряда центральных банков, применение для противодействия конечным источникам системного риска исключительно первичных пруденциальных инструментов недостаточно для предотвращения материализации системного риска, их должны дополнять непруденциальные меры, например, инфраструктурная политика или макроэкономическая политика.

### 3.3. Общие принципы макропруденциальной политики

Банк международных расчетов рекомендует национальным регуляторам при разработке и проведении макропруденциальной политики придерживаться следующих принципов.

*Первый принцип:* Диагностика системного риска должна опираться на надзорные данные, рыночные показатели и агрегированные индикаторы системного риска.

Мониторинг значений указанных данных и анализ их динамики (предпочтительно в режиме реального времени) по-

зволит органу, ответственному за проведение макропруденциальной политики, своевременно получать информацию о:

- формировании тревожных сигналов об усилении факторов рисков и оценивать степень уязвимости национальной финансовой системы, а тем самым выбирать инструменты воздействия на бизнес-модели финансовых посредников и время их активации (высвобождения);

- наиболее серьезных факторах риска и особенностях поведения финансовых посредников, которые может пропустить микронадзорная практика.

Современная монетарная теория выделяет разнообразные факторы системного риска, оказывающие серьезное воздействие на национальные финансовые системы. Информативность показателей, оценивающих значимость различных индикаторов системного риска, с точки зрения своевременности и эффективности принятия макропруденциальных решений различна. Поэтому национальный регулятор должен выбирать наиболее значимые для национальной финансовой системы показатели, учитывая, как минимум, доминирующий тип финансового посредничества, уровень развития национальной финансовой системы и глубину национального финансового рынка, а также тенденции динамики спроса и предложения различных кредитных продуктов.

*Второй принцип:* Макропруденциальный орган должен понимать и вести постоянный мониторинг динамики взаимосвязей как между финансовыми институтами на всех сегментах национального финансового рынка, так и трансграничные связи национальных финансовых посредников. Как показывает опыт стрессовых ситуаций, взаимозависимости между финансовыми институтами могут быстро усиливаться, что, в свою очередь, часто при неожиданном негативном шоке приводит к нарушениям и/или прекращению предложения финансовых услуг.

Финансовая активность по предоставлению эквивалентных по экономическому содержанию услуг способна перемещаться с одного сегмента финансового рынка на другие сегменты. Эта особенность финансового посредничества требует либо регулярного и частого обмена информацией между национальными регуляторами разных финансовых отраслей, либо сосредоточения регулятивных полномочий в руках одного органа.



Если смещение активности финансового посредничества способно негативно воздействовать на финансовую стабильность, орган макропруденциального надзора должен быть готов к вмешательству, корректирующему формирующиеся отрицательные экстерналии. Для этого необходима организация своевременного, систематического сбора и обработки точных данных о динамике финансового состояния национальных финансовых посредников (особенно системно значимых).

*Третий принцип:* Орган макропруденциального регулирования должен применять инструменты и проводить инфраструктурную политику, направленные на ограничение конкретных факторов системного риска и финансовых дисбалансов, в данный момент представляющих наибольшую угрозу финансовой стабильности на внутреннем рынке. Применяемые им инструменты должны опираться на традиционные пруденциальные требования, но ограничивающие принятие финансовыми посредниками чрезмерных (с точки зрения системной стабильности) рисков.

Как показали эмпирические обследования практики национальных центральных банков, в настоящее время уже доступен достаточно комплексный набор инструментов, позволяющих снижать негативное воздействие факторов системного риска. Настройка таких инструментов может быть как фиксированной, так и меняющейся во времени. Вне зависимости от типа настройки инструмента, используемого органом макропруденциального регулирования, его упреждающее воздействие должно быть достаточно жестким. Применение более жестких требований на фазе формирования системных рисков, даже при их материализации, снижает потребность в более масштабном урегулировании в случае распространения шока по национальной финансовой системе.

В отличие от инструментов монетарной политики и традиционной пруденциальной политики (действующих более широко), макропруденциальные инструменты следует гибко применять против конкретных факторов системного риска и их источников.

Применение мер макропруденциального воздействия должно учитывать:

- уровень капитализации действующих в данной юрисдикции финансовых институтов;

- взаимосвязи между отдельными сегментами финансового рынка;
- возможности проведения участниками финансового рынка регулятивного арбитража;
- степень понимания участниками рынка вводимых макропруденциальных мер;
- наличие (отсутствие) лоббистских протестов.

*Четвертый принцип:* Для эффективного купирования потенциального стресса макропруденциальным органам необходим интенсивный международный обмен информацией. Его интенсивность, формы и частота зависят от степени вовлеченности национальных финансовых посредников в трансграничные операции. Понимание внешних факторов системного риска и трансграничных взаимозависимостей национальных финансовых посредников требует тесного сотрудничества национальных регуляторов, часто включая не только регулярный обмен данными и информацией между ними, но и разработку совместных действий, например, планов совместного воздействия (и/или санации) на институты, осуществляющие свою деятельность одновременно в нескольких юрисдикциях. Такое сотрудничество предполагает обмен данными, включая надзорные, о ситуации на финансовых рынках и финансовом положении крупных финансовых посредников.

*Пятый принцип:* Полномочие разрабатывать и проводить (контролировать реализацию) макропруденциальную политику институционально может быть закреплено за различными органами:

- независимым агентством;
- формализованным комитетом регуляторов различных финансовых отраслей;
- специализированным институтом;
- национальным центральным банком.

Если в какой-либо юрисдикции мандат макропруденциальной политики закреплен за специализированным институтом, то при принятии решений ключевую роль в нем должен играть центральный банк.

У каждого из указанных выше институциональных решений есть свои преимущества и недостатки. Так, например, формализованный комитет регуляторов позволяет организо-

вать тесное сотрудничество и кооперацию между регуляторами отдельных финансовых отраслей, облегчает оперативный обмен данными (в т.ч. надзорными) между ними и ускоряет принятие необходимых макропруденциальных решений. Но подобная институциональная схема затрудняет реализацию макропруденциальных мер и соответствующие коммуникации с обществом.

Закрепление за центральным банком ответственности за проведение макропруденциальной политики может быть наилучшим решением, особенно в странах с формирующимися рынками, поскольку именно центральные банки в состоянии:

- проводить качественный анализ динамики факторов системного риска;
- оценивать бизнес модели участников различных сегментов финансового рынка;
- реализовывать операционные интервенции и вводить меры, непопулярные в краткосрочном периоде.

Но при проведении макропруденциальной политики центральный банк может сталкиваться с проблемой несовместимости целей монетарной и макропруденциальной политик. В этом плане предпочтительно, чтобы приоритетность целей данных политик была закреплена в законодательно-нормативных документах.

*Шестой принцип:* Вне зависимости от выбранной в данной юрисдикции институциональной модели, цели и мандаты макропруденциального органа должны быть четко и однозначно законодательно определены, а также зафиксированы формы и частота его подотчетности перед обществом.

Однозначное и четкое определение мандатов макропруденциального органа необходимо, чтобы он мог на основании собственного решения (оценки опасности факторов системного риска) проводить непопулярные меры. Одновременно макропруденциальный орган должен располагать не меньшей, чем национальный центральный банк, операционной независимостью, которая необходима, чтобы он мог преодолевать сопротивление (в т.ч. политическое) в начале делового цикла, когда на него оказывается большое давление, и множатся требования смягчить пруденциальные требования и стимулировать экономический рост посредством кредитной экспансии.

С другой стороны, законодательное определение целей деятельности макропруденциального органа должно быть достаточно широким, чтобы не ограничивать необходимую гибкость применяемых мер в ответ на эволюцию факторов системного риска и бизнес-моделей финансовых посредников.

По своей экономической сути, макропруденциальная политика должна быть частью более общей контрициклической политики, поэтому принимаемые макропруденциальные решения должны также учитывать меры других направлений макроэкономической политики.

При фиксации полномочий макропруденциального органа они должны распространяться на большую часть финансовой системы и регулируемый финансовый сектор (в т.ч. и на институты, чью деятельность регулируют другие органы).

Наделение макропруденциального органа широкими полномочиями должно быть уравновешено повышенной подотчетностью и регулярными коммуникациями с обществом.

*Седьмой принцип:* Характер, частота и формы коммуникаций макропруденциального органа с обществом должны:

- соответствовать текущей оценке состояния финансовой стабильности на национальном финансовом рынке;
- объяснять вводимые политические меры;
- позволять регулятору управлять общественными ожиданиями.

Как показывает эмпирический опыт, однозначные и реальные оценки текущего уровня финансовой стабильности на национальных рынках, увязанные с политическими решениями по коррекции ситуации, позволяют макропруденциальному органу воздействовать на ожидания хозяйствующих субъектов, а понятные коммуникации – разъяснить количественные параметры вводимых регулятивных мер.

Для достижения целей макропруденциальной политики орган, ответственный за ее реализацию, должен проводить ограниченные (только периодические) административные интервенции. Учитывая проблемы диагностики и неопределенности, связанные с возможными последствиями регулятивных интервенций, макропруденциальному органу предстоит постепенно формировать общественное мнение, его толерантность к возможным ошибочным интервенциям и/или невмешательству в ситуации на рынках.

Коммуникации макропруденциального органа с обществом по созданию в стране соответствующего режима могут сталкиваться с серьезными проблемами. Основная из них — это необходимость убедить общество, что лучше пойти на определенные издержки сегодня (замедление темпов экономического роста в целом или отдельных секторов национальной экономики), чем в будущем, когда будет нужно преодолевать последствия финансового кризиса.

\* \* \*

По мнению международных экспертов, соблюдение указанных принципов позволит национальным органам сформировать управленческую структуру, способную разрабатывать и осуществлять эффективную макропруденциальную политику, способную поддерживать финансовую стабильность в национальной экономике.

## Глава 4.

# ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ МОДЕЛИ МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ

### 4.1. Общие требования к институциональной организации макропруденциальной политики

Наделение центрального банка ответственностью за макропруденциальное регулирование влияет на степень его операционной самостоятельности и структуру органов управления центрального банка, меняет его возможности оказывать поддержку национальной финансовой системе. Изменения в структуре органов управления нужны для того, чтобы, с одной стороны, центральный банк мог эффективно и последовательно проводить денежно-кредитную политику, а с другой, — был бы в состоянии поддерживать стабильность в национальной финансовой системе. Особенно это важно в условиях, когда цели денежно-кредитной политики и макропруденциальной политики противоречат друг другу. Например, для замедления темпов инфляции (цель денежно-кредитной политики) центральному банку необходимо вывести с рынка денег часть относительно избыточной ликвидности, а для поддержания бесперебойного функционирования межбанковского рынка (цель макропруденциальной политики), наоборот, — ее пополнить.

На практике национальные центральные банки различаются по масштабам, сути своих функций и по политическим и экономическим условиям деятельности. По этим причинам возможны различные институциональные модели включения центрального банка в проведение макропруденциальной политики.

Исследование, осуществленное Исследовательской группой Банка международных расчетов, по обобщению эмпирического опыта проведения макропруденциальной политики позволило сформулировать несколько выводов<sup>1</sup>:

---

<sup>1</sup> Central bank governance and financial stability. A report by a Study Group // BIS, Basel, 2011, May.

1) макропруденциальная политика может быть эффективной только при вовлечении в ее формулировку и реализацию национального центрального банка;

2) наделение центрального банка полномочием ответственности за макропруденциальную политику должно сочетаться с его обязательствами по проведению монетарной политики;

3) центральный банк как макропруденциальный орган должен располагать необходимым инструментарием;

4) все органы, участвующие в макропруденциальном регулировании, должны быть защищены от возможного политического давления или отраслевого лоббизма;

5) эффективная и быстрая реализация необходимых макропруденциальных решений нуждается в четком распределении ролей и полномочий между всеми органами, задействованными в их формулировку, реализацию, коммуникации с обществом;

6) невозможно сконструировать простую институциональную структуру, позволяющую одновременно добиваться достижения всех политических целей (например, денежно-кредитной, микро- и макропруденциальных политик) и применимую в любых конкретных обстоятельствах.

В силу того, что макропруденциальная политика носит комплексный характер, сопряжена с большим числом неопределенностей, а вовлеченные в ее проведение органы могут преследовать собственные интересы, институциональные модели макропруденциального органа могут значительно варьироваться.

## **4.2. Место центрального банка в структуре органа макропруденциального регулирования**

Национальные центральные банки должны играть *ключевую* роль в структуре органа макропруденциального регулирования или быть наделены данным полномочием<sup>1</sup> в силу, по меньшей мере, трех причин.

---

<sup>1</sup> Несколько центральных банков наделены мандатом проведения макропруденциальной политики в силу закона, например, за центральным банком Малайзии данное полномочие было закреплено в 2009 г.

Во-первых, финансовая стабильность (или нестабильность) оказывает воздействие на экономическую активность в реальном секторе, динамику цен и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики.

Во-вторых, центральный банк — важнейший источник ликвидности для национальной экономики, а предложение ликвидности является одной из детерминант финансовой стабильности.

В-третьих, именно центральные банки как органы денежно-кредитного регулирования накопили огромный опыт анализа макроэкономических процессов, состояния финансовых рынков, а также обладают информацией о реальном финансовом положении в кредитных организациях и институтах финансовой инфраструктуры, т.е. того, что необходимо для осуществления макропруденциальной политики.

Наделение центрального банка ответственностью за макрофинансовую стабильность (правом проведения макропруденциальной политики) необходимо:

1) для снижения риска разрыва между ожиданиями общества и возможностями центрального банка;

2) ни один орган управления не в состоянии отвечать за достижение нечетко определенных или неопределенных целей и не имея в наличии соответствующих инструментов;

3) даже при отсутствии четкого операционного описания финансовой стабильности, если за центральным банком формализовано закрепление общей ответственности за поддержание финансовой стабильности, он может публично провозглашать стратегию финансовой стабильности, очерчивать свое участие в реализации макропруденциальной политики и разъяснять обществу предпринимаемые меры. Такой подход, как правило, используют центральные банки в условиях, когда национальное законодательство четко не прописывает важные цели его деятельности;

4) если центральный банк вовлечен в разработку и проведение макропруденциальной политики, он в состоянии настраивать имеющиеся в его распоряжении микропруденциальные инструменты в целях макрофинансового регулирования;

5) центральный банк в этом случае может требовать от других органов государственного управления вносить соответствующие корректировки в их нормативные документы.



Для поддержания макрофинансовой стабильности центральному банку нужен непрерывный доступ к широкому кругу данных, включая надзорные, как минимум характеризующие:

- текущее финансовое положение всех типов финансовых посредников;
- устойчивость кредитных организаций и предприятий, получающих централизованную помощь ликвидностью (прежде всего, на нерыночных условиях);
- положение дел в системно значимых финансовых институтах;
- взаимосвязи между финансовыми институтами, рынками и системами;
- динамику качества принимаемых финансовыми институтами обеспечений по выделяемым кредитам;
- динамику среднедушевых доходов и пр.

Это требует интенсивного (часто в режиме реального времени) обмена информацией и данными между различными органами государственного управления. Одновременно центральный банк должен иметь право получать данные напрямую от финансовых посредников. Степень и содержание сотрудничества с другими органами государственного управления определяются тем, как распределены ответственности за регулирование (а также надзор):

- оздоровления и/или ликвидации банков и других финансовых посредников;
- функционирования системы страхования депозитов;
- процедур предоставления бюджетных гарантий;
- поддержания справедливой конкуренции на различных сегментах финансового рынка;
- защиты прав потребителей финансовых услуг и др.

Четкое понимание того, какой орган государственного управления за что отвечает, в т.ч. в стрессовых условиях, закрепленное в формализованных соглашениях, необходимо для оперативного принятия макропруденциальных решений (см. приложение 1). Иными словами, все органы, задействованные в макропруденциальном регулировании, должны регулярно обмениваться информацией, проводить консультации и принимать коллективные решения. В то же время, если для принятия решений используется формализованное

голосование, за центральным банком должно быть закреплено право вето.

Одновременно, чтобы эффективно и независимо проводить и макропруденциальную политику и денежно-кредитную политику, центральному банку нужно контролировать свои балансовые счета. Чем большие по масштабам чрезвычайные меры могут потребоваться от центрального банка в стрессовых условиях для поддержания финансовой стабильности, тем шире должны быть возможности у центрального банка брать риск на себя и/или должны быть зафиксированы четкие механизмы передачи потенциальных финансовых потерь казначейству. Это требует четкого разграничения пределов ответственности за финансовые риски между центральным банком и казначейством (см. приложение 2).

### **4.3. Варианты координации деятельности органов управления при проведении макропруденциальной политики**

Можно выделить четыре основных возможных конфигурации распределения функций между органами управления, вовлеченными в проведение политики финансовой стабильности, у каждой из них есть свои преимущества и недостатки.

1. Ответственность за макропруденциальную политику несут несколько ведомств. При таком подходе в стране формируется совет по макропруденциальной политике или системному риску для координации работы различных ведомств-участников. При выборе такого варианта на практике большое значение имеет то, какими полномочиями будет наделен такой совет:

— будет ли он просто местом для совместного анализа и оказания давления на ведомства-участников или же он будет наделен правом принятия политических решений;

— сохранят ли органы-участники автономию в рамках их законных полномочий или же совет будет вправе указывать ведомствам, какую политику им следует проводить.

Европейский совет по системному риску (*European Systemic Risk Board, ESRB*) стал функционировать в начале 2011 г. Он наделен полномочием формулировать рекомендации или сигнализировать об опасностях значительных сис-

темных рисков различным европейским надзорным органам и странам-членам напрямую. Публикации рекомендаций или оповещений Европейского совета по системному риску должны учитываться при принятии политических решений странами-членами. В США Надзорный комитет по финансовой стабильности (*Financial Stability Oversight Council, FSOC*), созданный в 2010 г., наделен определенными правами принятия решений и может обязывать институты и поставщиков финансовых услуг выполнять повышенные пруденциальные стандарты, он также может выпускать рекомендации для основных отраслевых регуляторов в отношении того, какие пруденциальные требования им применять.

2. Ответственность за макропруденциальную политику закреплена за центральным банком, но есть и отдельные микропруденциальные регуляторы.

Второй подход в разных вариантах принят в Японии и Швеции. Он предполагает, что ответственность за макропруденциальную политику напрямую закреплена за центральным банком, а за микропруденциальное регулирование отвечают другие ведомства. Взаимоотношения между центральным банком и микропруденциальными регулирующими органами зависят от макропруденциальных функций центрального банка. Если требуется, чтобы только центральный банк «дул против ветра» (проводил контрциклическое регулирование) посредством мер денежно-кредитной политики, то потребность во взаимодействии с другими регуляторами у центрального банка будет ограничена. Но если центральный банк как макропруденциальный регулятор наделен правом вводить (отменять) регулятивные меры, например, ужесточать (или смягчать) капитальные требования или требования по ликвидности, то центральный банк становится мегарегулятором, а микропруденциальные органы отвечают за реализацию сформулированной им политики. Подобная институциональная организация может провоцировать соперничество ведомств и осложнять деятельность микропруденциальных регуляторов в рамках их полномочий. На практике микропруденциальные регуляторы редко готовы проводить политику, определенную другими органами.

3. Центральный банк как орган макро- и микропруденциального регулирования при наличии отдельного органа, ответственного за безопасность финансовых продуктов.

Третий вариант недавно был введен в Великобритании. Он предусматривает интеграцию макро- и микропруденциальных политик в функции центрального банка. В принципе, это позволяет улучшить доступность необходимой информации и результатов анализа, необходимых для принятия мер макропруденциального регулирования. Но потенциальные выгоды и действительные преимущества институциональной модели не всегда совпадают. Внутри центрального банка организация документооборота и полномочий может быть фрагментирована по департаментам, коммуникации между которыми не налажены. Преодоление барьеров между департаментами часто не менее осложнено, чем между ведомствами (например, обмен информацией, содержащей коммерческую тайну, или данных о планируемых политических мерах). Насколько возможно разрешение подобных проблем, пока остается открытым вопросом.

В Великобритании полномочия между различными органами, вовлеченными в проведение политики финансовой стабильности, четко разделены (см. бокс 4.1). Координация анализа текущей ситуации подкреплена участием представителей всех вовлеченных ведомств в комитетах и подкомитетах. Но координация принятия решений строго ограничена определенными мерами, которые исключают все, что может подорвать роль и независимость комитета по монетарной политике.

Отдельные элементы подхода Великобритании уже приняты во Франции. Начатые в 2010 г. реформы объединили отдельных регуляторов в самостоятельный орган мегарегулирования — Орган пруденциального надзора (*Prudential Supervisory Authority, PSA*), который расположен в Банке Франции. Его возглавляет глава Банка Франции. Орган пруденциального надзора несет ответственность за поддержание финансовой стабильности. Меры по повышению защиты потребителей также может предпринимать Орган по финансовым рынкам (*Financial Markets Authority*), который остался независимым, но обязан работать в тесной кооперации с Органом пруденциального надзора.

4. Отдельный макропруденциальный орган, но реализация политики распределена между ведомствами. Четвертый вариант предполагает создание специального органа, исключительно ответственного за макропруденциальную политику. У такой институциональной формы есть важные преимуще-

ства. Она предполагает четкое распределение полномочий между участвующими ведомствами и возможность быстрого принятия решений. Но их реализация может быть затруднена, поскольку инструменты макропруденциальной политики обычно находятся в распоряжении других органов или предназначены для иных целей. США были единственной страной, где обсуждался подобный вариант, но он был отвергнут.

Координация деятельности разных органов регулирования (перечень возможных участников показан на схеме 4.1) при проведении макропруденциальной политики включает обмен информацией, разработку способов и средств коммуникаций с обществом, создание процедур реализации политики. Как правило, механизмы распределения полномочий, сфер ответственности и координации деятельности по поддержанию финансовой стабильности закрепляются в специальных меморандумах (см. приложение 1).

Два основных органа, обязательно участвующих в процедуре принятия макропруденциальных решений, — центральный банк (как орган денежно-кредитного регулирования) и банковский регулятор. В этом случае под центральным банком понимается орган, ответственный за денежно-кредитную политику и предоставление ликвидности. Но в большинстве стран (за исключением отдельных развитых стран<sup>1</sup>) обычно центральный банк одновременно выступает и органом денежно-кредитного регулирования, и банковским регулятором, но эти две функции принципиально различны. Поэтому в практических целях следует рассматривать орган денежно-кредитного регулирования и банковского регулятора (даже если это департаменты одного центрального банка) как разные органы.

Центральный банк играет ведущую роль в макроэкономическом надзоре и интерпретации результатов анализа агрегированных факторов системного риска, поскольку в силу специфики своей деятельности постоянно аккумулирует раз-

---

<sup>1</sup> В США ФРС — лишь один из нескольких банковских регуляторов. В Японии, Швейцарии, Австралии и Канаде полномочия центрального банка и банковского регулятора разделены. Даже в Великобритании банковский регулятор остается операционно независимым подразделением Банка Англии. В зоне евро Европейский центральный банк — это «центральный банк», а национальные центральные банки или другие органы являются «банковскими регуляторами».

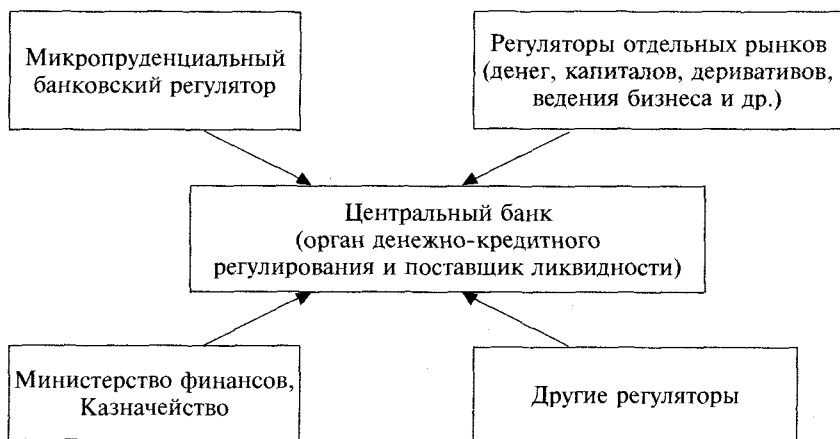


Схема 4.1. Органы государственного управления – возможные участники макропруденциального регулирования

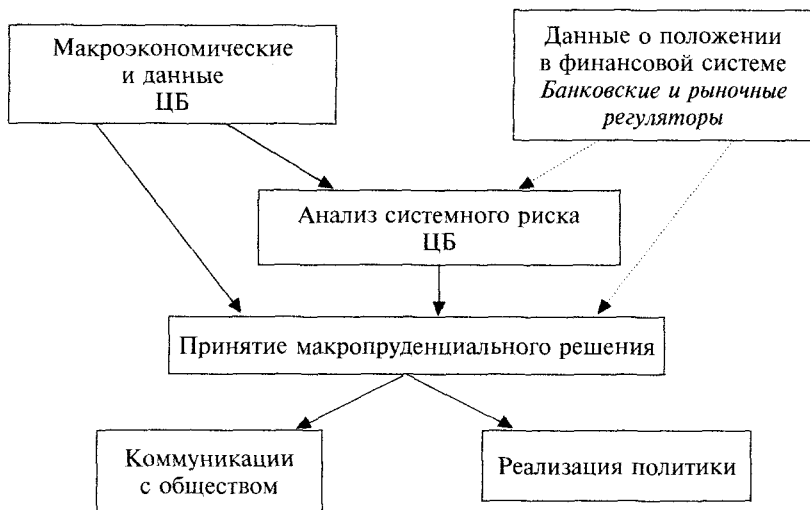


Схема 4.2. Процедура принятия макропруденциальных решений: центральный банк – макропруденциальный орган<sup>1</sup>

Источник: Agur I., Sharma S. Rules, Discretion, and Macro-Prudential Policy // IMF Working Paper, 2013, № 65, p.17.

<sup>1</sup> Agur I., Sharma S. Rules, Discretion, and Macro-Prudential Policy // IMF Working Paper, 2013, № 65, 32 p.

### Реформа финансового регулирования в США

В США по закону Додда-Франка создан новый централизованный макропруденциальный орган — Комитет контроля за финансовыми услугами (*Financial Services Oversight Council, FSOC*). Как и у Европейского совета у американского органа нет полномочий нормотворчества (за ограниченным числом исключений для платежных, расчетных и клиринговых систем). Совет контроля за финансовыми услугами в США может рекомендовать, в отдельных случаях требовать, соответствующих действий от агентств-членов. У него есть власть в отношении определения важных аспектов регулятивных границ (например, когда требуется усиленный надзор и регулятивные стандарты в отношении финансовых компаний и институтов финансовой инфраструктуры в силу их системной значимости). В этом — общее между двумя советами. Но полномочия Комитета контроля за финансовыми услугами в США отличаются от функций европейского органа в следующем. Во-первых, рекомендации агентствам-членам усилить регулятивные стандарты или закрыть провалы в надзоре должны быть публичными. Соответственно, объяснения введения (сворачивания) требований, сопровождающие рекомендации, могут иметь несколько иной характер, чем первоначально предполагалось. Во-вторых, в новой институциональной структуре США менее значима роль центрального банка по сравнению с реализованной в ЕС моделью. Комитет контроля за финансовыми услугами в США возглавляет секретарь Казначейства, а председатель совета управляющих ФРС — лишь один из 10 голосующих членов. Основную аналитическую поддержку Комитету оказывает Департамент финансовых исследований, расположенный в Казначействе. В отличие от Европы, по закону о ФРС, это — микропруденциальный надзорный орган за всеми системно важными фирмами (включая институты небанковской финансовой системы), обладающий полномочием регулировать пруденциальные стандарты в макропруденциальных целях.

В противовес европейскому подходу, следовательно, за центральным банком закреплена *прямая* формальная ответственность за макропруденциальное регулирование и надзор. В Европе роль ЕЦБ будет *косвенной* (хотя некоторые национальные центральные банки стран-членов зоны евро являются надзорными органами, а следовательно, будут играть прямую роль). В обеих юрисдикциях подчеркивается: регулирующие инструменты дополняют (включают) рамки макропруденциальной политики, это соответствует подходу, что процентная политика — недостаточный макропруденциальный инструмент.

*Источник:* Central bank governance and financial stability. A report by a Study Group // BIS, Basel, 2011, May.

нообразные данные и информацию и обладает опытом проведения системного анализа. Но макропруденциальный инструментарий центрального банка ограничен, большая часть необходимых инструментов находится в распоряжении банковского и отраслевых регуляторов. Инструменты, которыми наделен центральный банк, могут быть использованы в целях и микропруденциального, и макропруденциального регулирования, поэтому провести однозначное разграничение между двумя типами политики сложно, — все зависит от времени и сущности проводимых центральным банком интервенций.

Три органа (центральный банк, банковский регулятор, рыночные регуляторы) — основные источники информации для принятия макропруденциальных решений. Центральный банк предоставляет «тяжелую» информацию (например, данные макроэкономического анализа) и «мягкие» данные по макроэкономическому анализу рыночной динамики и прогнозам. Информационный вклад банковского регулятора состоит из «тяжелых» данных, например, о капитализации банков и уровнях рыночной ликвидности, и «мягкой» информации, подобной оценкам бизнес-моделей и стратегий риск менеджмента, практикуемым финансовыми институтами. Рыночные регуляторы, ответственные за надзор над конкретными сегментами финансового рынка, могут играть важную роль в предоставлении данных о новых вариациях финансовых контрактов, трансформациях риска, посредничестве через небанковскую финансовую систему, динамике ситуации на рынках денег, капиталов и деривативов. Другие органы, которые могут играть важную роль в макропруденциальном надзоре, — это казначейство (министерство финансов) и регулятор страховой отрасли.

Поскольку банковский регулятор стоит и в начале (информация) и в конце (осуществление) макропруденциальных решений, то он не должен играть решающую роль в принятии решений. Он не располагает необходимыми данными, и у него нет специалистов, способных проводить квалифицированный макрофинансовый анализ, поэтому он не сможет осуществлять макропруденциальную политику в целом.

В этом случае упрощенно взаимоотношения между органами-участниками макропруденциальной политики можно представить в виде схемы 4.2.



Схема 4.2. позволяет выявлять слабости или уязвимости (пунктирные линии), с какими может столкнуться процесс принятия макропруденциальных решений. К числу наиболее существенных эксперты относят следующие.

Одна из основных проблем — это обмен «мягкой» информацией между регулирующими и надзорными органами, вовлеченными в процесс макропруденциальной политики, ее сложно собирать и анализировать, но предоставлением подобных данных легко манипулировать для продвижения интересов соответствующего органа государственного управления.

Вторая проблема обусловлена тем, что обычно центральный банк — единственный общественный институт, который в состоянии анализировать макрофинансовые связи, и монополия на данный тип анализа может быть им использована в собственных интересах.

Третья проблема связана с отделением органа, принимающего макропруденциальные решения, от органов (органа) их реализующих, т.е. эффективность реализации макропруденциальных решений будет зависеть от желания последних сотрудничать между собой и с центральным банком (см. бокс 4.1).

Четвертая проблема — трудно проводить коммуникации с обществом, когда голоса разных органов должны быть объединены в общее послание.

Как показали теоретические и эмпирические исследования, для многих стран наилучшее институциональное решение — наделение центрального банка макропруденциальным мандатом (например, Великобритания, см. бокс 4.2) или передача таких полномочий специальному комитету по макропруденциальной политике<sup>1</sup>, которые созданы в ЕС или США. В этом случае схема взаимоотношений между органами госу-

---

<sup>1</sup> Анализ выгод для общества различных вариантов институциональной организации органа, ответственного за макропруденциальную политику, с точки зрения теории общественного благосостояния показывает, что общество не будет сталкиваться с потерями, только если национальный центральный банк и самостоятельный комитет регуляторов как органы макропруденциального регулирования будут наделены той же степенью независимости, что и центральный банк при проведении денежно-кредитной политики. См.: Ueda K., Valencia F. Central Bank Independence and Macroprudential Regulation // IMF Working Paper, 2012, № 101, p.17.

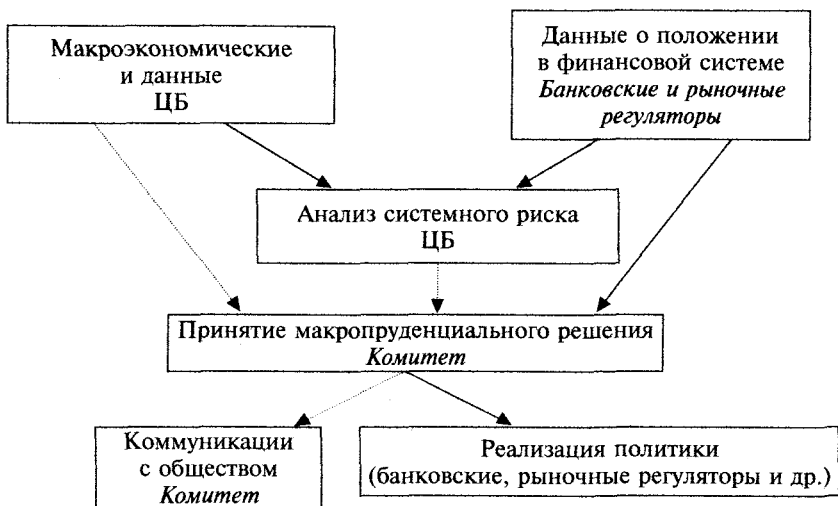


Схема 4.3. Процедура принятия макропруденциальных решений: объединенный комитет – макропруденциальный орган

Источник: Agur I., Sharma S. Rules, Discretion, and Macro-Prudential Policy // IMF Working Paper, 2013, № 65, p.19.

дарственного управления – участниками макропруденциальной политики может быть представлена как схема 4.3.

Пунктирные стрелки показывают пункты политического процесса, когда могут возникнуть процессуальные трудности. Руководство центрального банка инициирует анализ системного риска и принятия макропруденциальных решений, ему не надо координировать коммуникации с обществом с другими органами. Но это «отсутствие» непосредственного участия других регуляторов одновременно является и серьезным недостатком, поскольку порождает возможность конфликтов интересов между органами, т.к. регуляторы банков и рынков должны поставлять ключевые данные центральному банку и реализовывать принятые им макропруденциальные решения без права голоса. Это может ухудшить поток «мягкой» надзорной информации, а также скорость и степень реализации макропруденциальных решений, а также способность обоснованно разъяснять макропруденциальную политику обществу.

### Регулирование рынка финансовых услуг в Великобритании

Эволюция надзорной практики. В 1998 г. в результате масштабной реформы органов управления финансового рынка Банк Англии передал свои функции по надзору за банками и финансовым рынком Управлению по финансовому регулированию и надзору Великобритании (далее – Управление), действовавшему до 1 апреля 2013 г.

Управление осуществляло свою деятельность на основании Акта о финансовых услугах и рынках, 2000 г. (*Financial Services and Markets Act, 2000*). Согласно данному документу, Управление – независимый негосударственный орган, ответственный за регулирование и надзор за деятельностью всех инвестиционных, финансовых и банковских компаний, осуществляющих деятельность на территории Великобритании. С ноября 2004 г. Управление регулировало ипотечный бизнес, с января 2005 г. – общую страховую деятельность, с ноября 2009 г. – ведение бизнеса банков и строительных обществ, включая платежные услуги, но оно не осуществляло регулирование в сфере потребительского кредитования и пенсионных программ.

Управление было подотчетно Министерству финансов Великобритании, а через него Парламенту страны. К целям деятельности Управления относились:

- поддержка доверия к рынку;
- защита и укрепление стабильности финансовой системы Великобритании;
- обеспечение защиты потребителей;
- борьба с финансовыми преступлениями.

В ходе надзорной деятельности Управление работало по принципу «риск – ориентированного подхода» и имело два основных надзорных подхода:

- 1) «вертикальный надзор» – для оценки риска в отдельных организациях (компаниях);
- 2) «горизонтальный надзор» – для оценки риска группы организаций, связанных общим рынком.

Управление регулировало деятельность порядка 29 тыс. организаций, из которых около 20 тыс. относилось к малым компаниям.

Реформа деятельности органов финансового надзора. С 1 апреля 2013 г. в ходе реформы системы пруденциального финансового регулирования и надзора в Великобритании была проведена реорганизация Управления и его полномочия были переданы двум новым органам:

- Управлению пруденциального регулирования (*The Prudential Regulation Authority* (далее – УПР), которое действует как структурное подразделение Банка Англии;
- Управлению функционирования финансовых рынков (*The Financial Conduct Authority* (далее – УФР), которое наделено статусом

самостоятельного регулирующего органа, несущего ответственность за регулирование всех рынков финансовых услуг в стране.

Деятельность указанных управлений регламентирует Закон о финансовых услугах, 2012 (*The Financial Services Act, 2012*).

Задачи деятельности УПР. С 01.04.2013 УПР стало ответственным за пруденциальное регулирование и надзор за банками, строительными обществами, кредитными союзами, страховщиками и крупными инвестиционными фирмами. УПР регулирует деятельность порядка 1700 финансовых компаний, около половины из них имеет право на прием вкладов от населения. УПР также регулирует деятельность 157 зарегистрированных в Великобритании банков, — около 60% из них являются подразделениями международных банковских групп, а также 48 строительных обществ, 652 кредитных союзов и 162 филиала международных банков.

Деятельность УФР направлена на достижение двух основных целей:

- содействие обеспечению безопасности и надежности поднадзорных компаний;
- обеспечение надежной защиты от рисков, прежде всего страхователей.

Наряду с этим УПР уделяет большое внимание «риск ориентированному надзору» за деятельностью поднадзорных финансовых организаций в целях снижения рисков и обеспечения стабильности финансовой системы страны. УПР наделена правом проводить проверки (инспекции) поднадзорных компаний на местах как силами штатных специалистов, так и привлекать внешних аудиторов.

Задачи деятельности УФР. УФР — самостоятельный регулирующий и надзорный орган. УФР осуществляет пруденциальное регулирование деятельности компаний, оказывающих финансовые услуги (включая компании, управляющие активами, и независимые финансовые консультанты), на деятельность которых не распространяется надзор УПР. УФР должно защищать интересы широкого круга вкладчиков (от физических лиц до институциональных инвесторов) и укреплять их доверие к финансовым услугам и рынкам.

Сфера ответственности УФР:

- защита справедливой и эффективной конкуренции на финансовых рынках, гарантия их нормального функционирования;
- регулирование деятельности всех финансовых институтов, предупреждение злоупотреблений на финансовых рынках, гарантия справедливых для потребителей условий предоставления финансовых услуг.

*Источник:* Central bank governance and financial stability. A report by a Study Group Chair // Committee on May 2011, p.73–77; сайт Банка Англии.

У подобной институциональной модели также есть тот серьезный недостаток, что участники финансового рынка могут использовать потенциальные разногласия между регулируемыми органами для лоббирования собственных интересов<sup>1</sup>. Организация сопротивления со стороны банковского сообщества может принимать различные формы:

1) публичные обвинения регулирующих и надзорных органов в недостаточно компетентном надзоре или, наоборот, в чрезмерно завышенных требованиях;

2) в случае, если финансирование деятельности надзорного органа осуществляется за счет отчислений поднадзорных организаций (как например, в Дании), то регулятор вынужден учитывать, хотя и в неявной форме, мнение делового сообщества;

3) в случае, если деятельность надзорного органа финансирует казначейство, то деловое сообщество способно оказывать на него косвенное давление через институты представительной и исполнительной власти.

Подотчетность центрального банка перед обществом в отношении мер денежно-кредитной политики опирается на принцип открытости. По большей части то же самое необходимо в отношении макропруденциальной политики. Раскрытие содержания макропруденциальных решений по поддержанию финансовой стабильности и обоснование применения соответствующих корректирующих мер крайне важны для доверия общества к политике центрального банка в качестве макропруденциального органа. Но особенностью макропруденциальной политики является то, что публичное раскрытие некоторых элементов вводимых мер может провоцировать участников отдельных сегментов финансового рынка на принятие чрезмерных рисков. Поскольку в настоящее время отсутствует четкое определение финансовой стабильности (подобно целям денежно-кредитной политики), то с учетом

---

<sup>1</sup> О возможных конфликтах интересов, которые могут возникнуть, если центральный банк одновременно отвечает и за финансовую стабильность, и денежно-кредитную политику см., например: Donato M., Quintyn M., Taylor M.W. Inside and Outside the Central Bank: Independence and Accountability in Financial Supervision – Trends and Determinants // *European Journal of Political Economy*, 2008, Vol. 24, pp. 833–848.

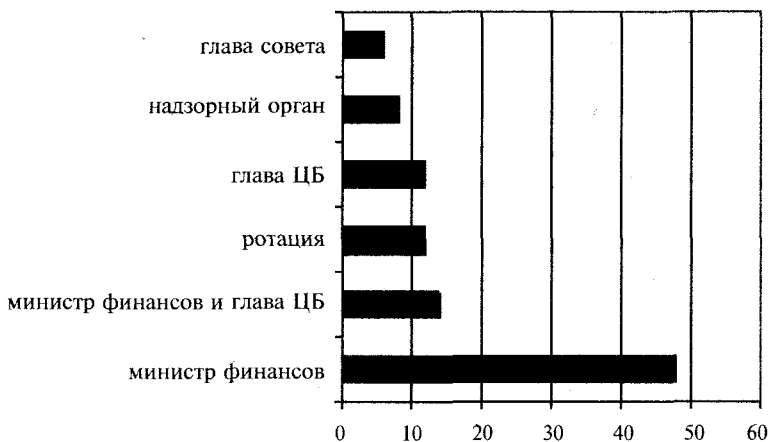
рыночных условий и типов потенциальных негативных шоков, требования по подотчетности центрального банка по вопросам макропруденциальной политики могут меняться.

В целом, как показывают результаты обследования 40 центральных банков, на конец 2012 г. только в трех не было проведено организационных изменений, связанных с новым направлением деятельности по поддержанию финансовой стабильности<sup>1</sup>. Центральные банки либо участвовали в работе внешних (по отношению к ним) советов (форумов) по финансовой стабильности, либо проводили реформы своей организационной структуры. Более двух третей центральных банков выборки сообщили, что, начиная с 2005 г., были членами по меньшей мере одного нового совета по макропруденциальной политике. Большинство подобных советов создавалось для обмена информацией и для проведения скоординированного мониторинга финансовых условий. Хотя ряд центральных банков и был наделен особыми мандатами в отношении финансовой стабильности, они не всегда в Советах играют основную роль. Только в четырех из 37 вновь созданных советов за главой центрального банка закреплена пост председателя совета. Обычно место председателя совета закреплено за министром финансов или регулирующим органом (см. диаграмму 4.1).

После 2005 г. 11 центральных банков создали внутренние комитеты, отвечающие за проблемы финансовой стабильности. В отдельных центральных банках было создано более одного комитета (Банк Таиланда и Центральный банк Малайзии). У вновь созданных внутренних комитетов те же функции, что и у советов по финансовой стабильности — обмен информацией и координация действий. Так, Макрофинансовый комитет Резервного банка Новой Зеландии разрабатывает соответствующие рекомендации для главы центрального банка.

---

<sup>1</sup> Jeanneau S. Financial stability objectives and arrangements — what's new? The role of central banks in macroeconomic and financial stability // BIS Papers, 2014, № 76, pp.55-57.



*Диаграмма 4.1. Председательство и участие центрального банка в советах по финансовой стабильности (по данным обследования 40 центральных банков, %)*

*Источник: Jeanneau S. Financial stability objectives and arrangements – what’s new? The role of central banks in macroeconomic and financial stability // BIS Papers, 2014, № 76, p.56.*

\* \* \*

Вне зависимости от институциональной модели организации макропруденциального регулирования проведение макропруденциальной политики сталкивается с рядом проблем:

- на системный риск регулятору следует реагировать до того, как он стал очевидным для участников финансового рынка;

- регулятору сложно отследить вторичные последствия системного риска и точно их оценивать, поскольку они могут проявляться через продолжительные временные интервалы;

- введение макропруденциальных мер трудно объяснить обществу, поскольку память общества о прошлых кризисных событиях довольно быстро стирается, или потому, что системный риск воздействует на экономическую и финансовую системы по нескольким направлениям;

- системные уязвимости сложно выявить и измерить, учитывая комплексность взаимосвязей между финансовой системой и реальным сектором экономики;

– системный риск определяет множество факторов, часть из которых не всегда улавливают индикаторы раннего оповещения о потенциальном кризисе.

Все это осложняет процесс разработки и реализации макропруденциальной политики. По этой же причине организация эффективного пруденциального надзора, опирающегося на консервативные значения регулятивных требований, выступает необходимой основой макропруденциальной политики, нацеленной на снижение вероятности системных кризисов.



## Глава 5.

# ВЗАИМОСВЯЗИ МЕЖДУ МАКРО- И МИКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОЙ ПОЛИТИКАМИ

Микропруденциальная политика фокусирует внимание на рисках и устойчивости отдельных финансовых институтов, но одновременно она вносит важный вклад в укрепление устойчивости финансовой системы в целом. Здоровье отдельных финансовых институтов – *необходимое* условие стабильной финансовой системы, но *недостаточное* условие в силу комплексности финансовой системы и в силу «ложного (*fallacy*) состава» потенциальных проблем<sup>1</sup>.

Как было доказано на теоретическом и эмпирическом уровнях, меры, регулирующие деятельность отдельных финансовых институтов, способны в определенных условиях дестабилизировать финансовую систему в целом, поскольку не учитывают:

- взаимосвязи между сегментами финансового рынка;
- динамику развития структуры сети финансового посредничества;
- бизнес-модели и ответные реакции других финансовых институтов.

В силу этих обстоятельств для повышения сопротивляемости финансовой системы микропруденциальный надзорный подход следует дополнить системным подходом, прежде всего, макропруденциальной политикой. В то же время взаимодействия между микро- и макропруденциальными политиками могут как дополнять друг друга, усиливая взаимное воздействие, так и вступать в противоречие. Особенно серьезными последствия возможными конфликтов политик могут быть в финансовых системах, для которых характерны вы-

---

<sup>1</sup> «Ложный состав» – это концепция, доказывающая, что целое не означает простую сумму его частей, а следовательно, то, что верно для отдельного банка, необязательно справедливо и для банковского дела, и для финансовой системы в целом.

сокие концентрация бизнеса и тесные связи между финансовыми институтами и разными сегментами финансового рынка. Поэтому необходимы определенные механизмы сочетания обеих типов политик.

При настройке механизма взаимодействия микро- и макропруденциальных политик большое значение обретает понимание:

- неопределенностей каналов трансмиссии соответствующих политических мер;
- необходимости анализа факторов системного риска и политических инструментов, способных на них воздействовать;
- изменения силы воздействия инструментария политик на разных фазах кредитного и финансового циклов.

### **5.1. Общие и отличительные характеристики макро- и микропруденциальных политик**

В соответствии с базовыми Базельскими принципами эффективного банковского надзора «конечная» цель надзора (т.е. микропруденциальная политика) — способствовать «безопасному и устойчивому развитию банков и банковской системы». При этом Базельский комитет не проводит четкого разграничения между микро и макропруденциальными политиками. В общем плане, микропруденциальная политика оценивает ответы отдельного банка на экзогенные риски и не учитывает эндогенный риск и взаимозависимости, присутствующие в финансовой системе в целом. Цель же макропруденциальной политики — избежать потерь в выпуске и благосостоянии в долгосрочном периоде посредством ограничения формирования в рамках финансовой системы факторов системного риска. Для этого макропруденциальная политика должна фокусировать внимание на ограничении возможностей нарушений в оказании услуг, вызванных финансовой нестабильностью. Поэтому макропруденциальная политика должна ограничивать негативные экстерналии финансового посредничества в целом, добиваясь повышенной оценки рисков на фазе подъема кредитного (и/или финансового) цикла и немного ее занижая на фазе спада. Негативные экстерналии финансового посредничества обусловлены:

а) стратегической дополняемостью бизнес стратегий финансовых посредников, приводящей к тому, что на фазе подъема цикла они принимают на себя избыточные риски;

б) «пожарными» продажами активов на фазе сжатия кредитного цикла, ведущими к резкому падению цен на активы и ухудшению балансовых счетов хозяйствующих субъектов;

в) взаимосвязанностью институтов и рынков, способствующей быстрому распространению шоков от системно значимых институтов по всей финансовой системе.

Микропруденциальный надзор, хотя и нацелен на контроль за надлежащим функционированием отдельных банков, но должен учитывать и риски, порождаемые внешней средой, в которой функционирует банк, например, в соответствии с положениями Второй части Базельских капитальных требований. Или другой пример – анализ ликвидности и возможных разрывов в срочности (валютах), наличие и величина которых важны как для устойчивости отдельного института, так и финансовой системы в целом. Проводя соответствующий анализ, микропруденциальный надзор тем самым выступает ключевым элементом макропруденциальной политической функции (см. таблицу 5.1).

Особенно четко общность целей микро- и макропруденциальных мер проявляется в сконцентрированных финансовых системах, устойчивость к шокам в которых зависит от стабильности отдельных (системно значимых) институтов. В сильно сконцентрированных финансовых системах действия микропруденциального надзора, нацеленные на отдельный финансовый институт (или финансовую группу), могут иметь системные последствия. И наоборот, макропруденциальные меры, нацеленные на снижение системного риска, в таких системах будут оказывать большее воздействие на отдельные институты, доминирующие в системе.

При том, что и микро- и макропруденциальный подходы нацелены на снижение рисков и их факторов, на практике часто возникают ситуации, когда риски, сосредоточенные в отдельном институте, низкие или даже снижаются, а системный риск растет. Основное различие между микро- и макропруденциальными подходами состоит в том, что микропруденциальный подход нацелен на ограничение концентрации рисков в отдельных финансовых институтах, в то время

**Схематичное представление о соотношении макро- и микропруденциальных политик  
в отношении системного риска в развитых странах**

Цели политик и применяемых мер	Модель 1: Австралийская	Модель 2: ЕС/США	Модель 3: Великобритания
Выявление и анализ системного риска	макропруденциальное	макропруденциальное	макропруденциальное
Действия для ограничения системного риска	микропруденциальные	макропруденциальные	макропруденциальные
Инструменты контроля/ активации для ограничения системного риска	микропруденциальные	микропруденциальные	отдельно микропруденциальные и макропруденциальные

*Источник:* Osiński J., Seal K., Hoogduin L. Macroprudential and Microprudential Policies: Toward Cohabitation // IMF staff discussion note, 2013, June, № 05, p. 24.

## Различия между макро- и микропруденциальными подходами

Характеристика	Макропруденциальная политика	Микропруденциальная политика
Конечная цель	Снижение издержек, вызванных финансовым кризисом	Защита интересов вкладчиков и кредиторов
Промежуточная цель	Поддержание финансовой стабильности в целом	Предотвращение несостоятельности отдельных финансовых институтов
Макроэкономические условия	Выступают как эндогенный фактор	Рассматриваются как экзогенный фактор
Характер риска	Системные и общие риски	Спекулятивные риски
Модель анализа	Вероятностный подход с учетом моделирования условий шока	Надзорный подход, анализ отчетности; внутренние и внешние проверки
Взаимосвязи между финансовыми институтами	Один из основных факторов системного риска	Не учитываются
Настройка пруденциальных требований	«Сверху вниз» для выявления воздействий системных шоков	«Снизу вверх» выявление рисков отдельных участников финансового рынка
Раскрытие информации	Публичное раскрытие результатов макростресс- тестов; макропруденциальные индикаторы; показатели финансовой стабильности	Стандартные финансовые отчеты; конфиденциальная надзорная информация

Источники: Hirtle B., Schuermann T. and Stiroh K. Macroprudential Supervision of Financial Institutions: Lessons from the SCAP. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, 2009, November, № 409, p. 13.

как макропруденциальный — на рисках, формирующихся между институтами финансовой системы (см. таблицу 5.2).

И микро-, и макрорегулирование используют инструменты пруденциальной политики, а также инструменты, предназначенные для регулирования деятельности отдельного финансового института. Но при этом они преследуют разные цели. Например, микропруденциальная политика регулирует достаточность капитала, исходя из рисков отдельного института, а макропруденциальная политика — общий уровень капитала, исходя из фазы финансового цикла, и нацелена на защиту финансовой системы от формирования системного риска. Применение в рамках микро- и макропруденциального регулирования микропруденциальных инструментов, с одной стороны, означает, что они опираются на во многом идентичные трансмиссионные каналы воздействия, усиливая их. Но, с другой стороны, применение такого инструментария может порождать серьезные противоречия, степень остроты которых определяется фазой финансового (кредитного) цикла.

Более того, применение отдельных микропруденциальных инструментов в целях микро- и макрофинансовой стабильности (например, норматива максимально допустимого соотношения между суммой долга и стоимостью обеспечения, *LTV*, в отношении ипотечных кредитов) может противоречить приоритетам национальной жилищной или региональной политики.

Макропруденциальная политика, в отличие от микропруденциальной, также может включать общее регулирование финансовых рынков и распространяться на организации теневого банковского сектора. К тому же, системный риск может возникать в силу финансовых инноваций или дискретного изменения регулятивных требований. Поэтому периметр макропруденциальной политики и используемые инструменты могут меняться со временем.

Поскольку цели обеих политик тесно связаны, и они применяют во многом сходный инструментарий, то высока вероятность, что макропруденциальная политика и микропруденциальная политика будут либо взаимодополнять друг друга, либо противоречить друг другу в зависимости от того, как будут расставлены приоритеты политики финансовой

## Цели и меры макро- и микропруденциальных политик на разных фазах финансового цикла

Фаза финансового цикла	Микропруденциальные цели и меры	Макропруденциальные цели и меры
фаза бума высокие темпы роста кредитования и цен на активы; повышенные, но сдерживаемые риски; высокая доходность; чрезмерный оптимизм; снижение стандартов кредитования; рост левереджа	не требуются интервенции, т.к. банки прибыльны и могут восполнять капитал и ликвидность  желательно повышение требований к стандартам оценки кредитоспособности	Оценка факторов системного риска, введение мер, корректирующих чрезмерные дисбалансы и/или направленных на укрепление устойчивости финансовой системы Формирование контрциклических буферов капитала и ликвидности
фаза взрыва без кризиса замедление темпов роста кредита; стабильные или снижающиеся цены на активы; но на рынках не утрачено доверие	поддержание стабильности финансовых институтов  стабилизация уровней капитала и ликвидности; определенные ограничения по выплатам дивидендов; более внимательный надзор	предотвращение чрезмерного делевереджа  высвобождение контрциклического буфера капитала и формирование резервов ликвидности
фаза взрыва с кризисом делевередж; значительное падение цен на активы в силу пожарных продаж; существенные финансовые убытки; утрата доверия	восстановление доверия к институтам  увеличение уровней капитала и ликвидности, т.к. их минимальный уровень не соответствует рискам; возможны запреты; внимательное наблюдение	Восстановление доверия к финансовой системе и предотвращение делевереджа  Снижение буферов капитала и ликвидности, если они считаются достаточными, или, наоборот, их увеличение, если они являются источником недостатка доверия

Продолжение табл. 5.3

Фаза финансового цикла	Микропруденциальные цели и меры	Макропруденциальные цели и меры
фаза восстановления осторожное восстановление левереджа; умеренный рост кредитования и цен на активы	поддержание уровней капитала и ликвидности, созданных во время кризиса или при необходимости их повышение	нет необходимости в применении мер

Источник: Osiński J., Seal K., Hoogduin L. Macroprudential and Microprudential Policies: Toward Cohabitation // IMF staff discussion note, 2013, June, № 05, p.26.

стабильности, и какой для этого будет использоваться инструментарий. Между ними также возможны конфликты по вопросам оценки вероятных последствий политических мер и времени проведения соответствующих интервенций.

Макропруденциальная политика нацелена на сглаживание колебаний в рамках финансового цикла, а инструменты микропруденциальной политики, такие как требования достаточности капитала, взвешенные по уровню риска, наоборот, могут быть проциклическими (см. таблицу 5.3).

Даже если микропруденциальное регулирование учитывает воздействие текущей фазы финансового цикла на устойчивость отдельных институтов (например, через стресс-тесты), макропруденциальный орган может лучше оценивать проблемы, порождаемые кредитными циклами и оценивать взаимосвязи в рамках финансовой системы и в экономике в целом.

## **5.2. Сочетание макро- и микропруденциальных политик**

Возможности сочетания макро- и микропруденциальных политик различны на разных фазах кредитного (финансового) цикла. Например, и микро-, и макропруденциальные подходы поощряют формирование буферов капитала и ликвидности на фазе подъема цикла, когда есть признаки того, что отдельные институты могут увеличить левередж и снизить стандарты оценки кредитоспособности потенциальных заемщиков при том, что в этот период системный риск растет. Но на этой фазе кредитного (финансового) цикла регулирующим органам проще вводить дополнительные или повышенные требования, т.к. у финансовых институтов достаточно собственных ресурсов для соответствия повышенным требованиям.

Когда кредитный (финансовый) цикл приближается к фазе бума, отраслевым регуляторам значительно сложнее согласовать свои подходы. Это обусловлено разнонаправленностью индикаторов. Микропруденциальные индикаторы будут подавать положительные сигналы (финансовые институты стабильно устойчивы), а индикаторы системного риска – все



более тревожные сигналы<sup>1</sup>. На фазе бума леввередж хозяйствующих субъектов, измеренный по текущим рыночным ценам, будет заниженным, равно как и рисковая премия и волатильность. Иными словами, номинальные показатели будут отражать агрессивное принятие риска финансовыми посредниками.

На фазе *спада* кредитного (финансового) цикла задача микропруденциального подхода заключается в обеспечении стабильности отдельных финансовых институтов, а макропруденциального – в стабилизации финансовой системы в целом и предотвращении чрезмерного давления делевереджа финансовых посредников, которое может усилить кризис, привести к потере доверия к национальным финансовым посредникам и сжатию предложения кредита. Противоречие между двумя политиками будет выражаться в разных ответах на вопросы когда, в каких объемах и с какой скоростью следует разрешить финансовым институтам использовать созданные на фазе подъема буферы и резервы.

Если кризис усиливается, то с точки зрения микропруденциальной политики предпочтительнее замедлить выявление и вывод с рынка финансовых институтов, сталкивающихся с дефицитом капитала из-за роста убытков. А с точки зрения макропруденциального подхода предпочтительнее предотвратить сжатие кредита или резкое падение цен на активы, что может ослабить возможности экономического роста и/или подорвать устойчивость финансовой системы.

Различия между двумя политиками наиболее ярко проявляются на фазе спада кредитного (финансового) цикла, когда соответствующие регуляторы могут по-разному оценивать то, в какой степени могут быть высвобождены буферы капитала и резервы ликвидности для сдерживания чрезмерного делевереджа без подрыва стабильности отдельных финансовых институтов. Один из вариантов смягчения противоречия – большая автоматичность в применении макропруденциальных правил.

---

<sup>1</sup> По определению экспертов Банка международных расчетов, такая ситуация представляет собой «парадокс финансовой нестабильности» – система представляется наиболее крепкой и устойчивой именно тогда, когда наиболее уязвима.

На фазе *восстановления и возврата к подъему* кредитного (финансового) цикла и микро-, и макропруденциальные политики в равной мере будут ориентированы на скорейшее восстановление устойчивости финансовой системы, но их подходы могут различаться по вопросам времени и интенсивности ужесточения пруденциальных требований.

Наиболее сложно согласовывать подходы макро- и микропруденциальных политик в периоды *пунктов перелома фаз кредитного (финансового) цикла*.

Поскольку макро- и микрополитические предпочтения различны на разных фазах кредитного (финансового) цикла, одна из наиболее сложных проблем согласования подходов — идентификация и прогнозирование текущей фазы цикла. Продолжительный период «Великой умеренности»<sup>1</sup> демонстрирует, что, с одной стороны, продолжительность фазы бума может быть довольно длительной (сложно выделить фазу бума), а с другой, — крайне трудно определить «дно» кризиса. Одним из решений указанной проблемы может быть точный подбор индикаторов раннего оповещения, сигнализирующих о динамике кризисных явлений.

\* \* \*

Опыт стран, проводивших эксперименты по макропруденциальной настройке микропруденциальных инструментов, показывает, что эффективное поддержание финансовой стабильности требует достаточно точного определения текущей фазы финансового цикла, которая может отличаться от фазы делового цикла. В то же время согласование макро- и микропруденциальных требований наиболее эффективно, если применяемые требования поддерживаются мерами фискальной и конкурентной политик.

---

<sup>1</sup> В зарубежных публикациях период с 1980-х годов до середины 2007 г. принято определять как период «Великой умеренности» или «триумфа рынков». См.: Goodhart С.А.Е. The changing role of central banks // BIS working papers, 2010, № 326, 33 p.

## Глава 6.

# ИНСТРУМЕНТЫ МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ

Наделение центрального банка ответственностью за поддержание макрофинансовой стабильности (именно центральные банки в большинстве стран с формирующимися рынками в настоящее время несут ответственность за поддержание макрофинансовой стабильности) требует наличия у него соответствующего инструментария. Оптимальный перечень таких инструментов еще только начинает формироваться, но обобщение существующего опыта отдельных центральных банков, накопивших определенный опыт проведения такой политики, показало, что:

1) для поддержания макрофинансовой стабильности предпочтительно применять именно макропруденциальные инструменты;

2) использование макропруденциальных инструментов должно быть нацелено на смягчение наиболее значимых для национальной экономики (финансового и реального секторов) системных рисков;

3) для достижения макрофинансовой стабильности могут применяться микропруденциальные инструменты, но их дизайн и настройка будут иными, чем при проведении микропруденциального регулирования;

4) перечень возможных макропруденциальных инструментов, их дизайн и настройка зависят от уровня экономического развития страны, степени ее интеграции в мировую экономику, емкости национального финансового рынка, разнообразия институтов финансового посредничества и их чувствительности к изменениям в регулятивных требованиях.

### **6.1. Применяемый макропруденциальный инструментарий**

*Общие требования к макропруденциальному инструментарию.* Регулятивные инструменты, позволяющие центральному банку управлять и/или смягчать проявления системного

риска, считаются макропруденциальными. Применение таких инструментов, как правило, сопряжено с рядом ограничений:

- при принятии решения об использовании того или иного инструмента центральному банку следует разделять, нацелен ли данный инструмент на достижение целей монетарной, макро- или микропруденциальной политик;
- макропруденциальные инструменты не должны замещать собой микропруденциальные инструменты;
- макропруденциальные инструменты следует использовать в дополнение к традиционным монетарным и пруденциальным мерам;
- дизайн макропруденциальных инструментов должен учитывать уровень экономического развития страны, режима провозглашенного обменного курса, степень уязвимости национального финансового рынка перед внешними и внутренними шоками.

В таблице 6.1. представлена классификация макропруденциальных инструментов, предложенная Банком международных расчетов.

В настоящее время отдельные центральные банки в макропруденциальных целях используют следующие традиционные микропруденциальные инструменты.

1. Максимальные лимиты на соотношение суммы кредита и стоимости обеспечения (*LTV*). Данный показатель ограничивает способность хозяйствующих субъектов заимствовать. Теоретически такие лимиты снижают процикличность обеспеченного кредитования, т.к. взаимосвязи между ценами на активы и возможностями субъектов заимствовать меняются в зависимости от динамики рыночной конъюнктуры. Если значения таких лимитов меняются в противовес текущей фазы кредитного (финансового) цикла, то данный показатель, являясь по сути микропруденциальным, может ограничивать системный риск.

2. Максимальные лимиты на соотношение суммы долга и дохода заемщика (*DTI*). Данный показатель также является по сути микропруденциальным, ограничивая, с одной стороны, уровень лeverеджа заемщиков, а с другой, — уровень риска, принимаемого кредиторами. Такие нормативы относятся к мерам пруденциального регулирования качества активов

## Варианты макропруденциальных инструментов

Применяемые инструменты	Примеры
<b>1. Методики измерения риска</b>	
– банками	измерения риска настроены сквозь или через финансовый цикл
– надзорными органами	цикличность надзорных рейтингов фирм; методики измерения системной уязвимости (например, обычность развития и характера риска; интенсивность внутрифирменных связей) как основа настройки пруденциальных инструментов; коммуникации по официальным оценкам системной уязвимости и результатов макростресс-тестов
<b>2. Финансовые отчеты</b>	
бухгалтерские стандарты	использование наименее проциклических бухгалтерских стандартов; динамические резервы
пруденциальные «фильтры»	урегулирование отчетных данных как основа настройки пруденциальных инструментов; пруденциальные провизии как добавка к капиталу; смягчение или методики расчета средних показателей; изменчивые во времени показатели по провизиям или максимальной ставки резервирования
раскрытие информации	развитие различных типов рисков (например, кредитного, ликвидности) и неопределенность оценок риска в финансовых отчетах или раскрытии данных
<b>3. Регулятивный капитал</b>	
1-го уровня	системные капитальные требования; снижение чувствительности регулятивных капитальных требований к текущей фазе кредитного цикла и изменениям в оцениваемом уровне риска; введение зависимых от текущей фазы цикла мультипликаторов величины капитала; увеличение регулятивного капитала для конкретных типов риска (более высокие веса рисков, чем в Базеле 2 в макропруденциальных целях)
2-го уровня	увязка надзорного подхода с текущей фазой кредитного цикла

Применяемые инструменты	Примеры
<b>4. Разнообразные нормативы</b>	
стандарты ликвидности	зависимые от цикла требования по ликвидности; лимиты концентрации бизнеса; ограничения по кредитованию в иностранной валюте; требования резервирования инвалюты; лимиты на валютные разрывы; лимиты по открытой валютной позиции
требования к обеспечению	изменяющиеся во времени отношения сумма кредита/стоимость обеспечения ( <i>LTV</i> ); консервативный максимум отношения <i>LTV</i> и методики оценки обеспечения; лимиты темпов роста кредитов, основанных на увеличении (сокращении) текущей рыночной стоимости активов
лимиты концентрации риска	количественные лимиты роста отдельных типов рисков; изменяющиеся во времени процентные ставки по конкретным типам кредитов
компенсационные схемы	методики измерения рисков на продолжительном горизонте; стандарты обеспечения списаний; использование надзорного подхода к процессу укрепления капитальной базы
ограничения распределения прибыли	ограничение дивидендных выплат в хорошие времена для формирования буфера капитала для стрессовых периодов
механизмы страхования	инъекции капитала; страховые схемы дофинансирования при материализации системного риска, финансируемые с учетом роста банковских активов сверх определенного уровня; увеличение отчислений на страхование депозитов, когда премия чувствительна к макро (системному) риску в дополнение к микро параметрам (характеристики института)
управление банкротством и разрешением проблем в стрессовых условиях	политика управления банкротством финансовых посредников в зависимости от силы его потенциального воздействия на финансовую систему в целом; пункты-триггеры для надзорных интервенций более жесткие в периоды бумов, чем в периоды системного стресса

Источник: БМР (2008).

финансовых посредников. Для его применения в качестве макропруденциального инструмента требуется настройка количественных параметров норматива в противовес текущей фазы кредитного (финансового) цикла.

3. Максимальные лимиты на инвалютные кредиты. Кредиты в иностранной валюте, предоставленные заемщикам, которые не получают инвалютные доходы (их валютный риск не хеджирован), для кредитора сопряжены с серьезным кредитным риском. В случае неожиданных изменений номинального обменного курса национальной валюты они могут стать источником системного риска, если подобные кредиты составляют значительную долю совокупных кредитных портфелей финансовых посредников. Максимально допустимые лимиты (или более высокие веса рисков, или более высокие резервные требования по инвалютным депозитам, т.п.) инвалютных кредитов применяются как макропруденциальный инструмент в условиях, когда национальная экономика сталкивается с высокой волатильностью притоков/оттоков трансграничных потоков капиталов и/или функционирует в условиях финансовой долларизации.

4. Лимиты долей определенных кредитов (и/или темпов роста) в кредитных портфелях финансовых посредников. Данные ограничения центральные банки устанавливают на либо совокупный кредитный портфель банка, либо на определенные виды кредитов. Они применяются для смягчения цикла кредитование/цены на активы либо в качестве способа «остужения» перегрева роста цен конкретных активов. Ограничения определенных видов кредитов, например, ипотечных, могут также использоваться для регулирования межсекторного проявления системного риска.

5. Лимиты чистой открытой валютной позиции или валютных разрывов. Такие пруденциальные инструменты микрорегулирования ограничивают общую подверженность банков и других финансовых посредников валютным рискам. Указанные лимиты могут использоваться для регулирования негативных последствий резких изменений обменного курса национальной валюты, порождающих системный риск, при соответствующей настройке и/или для ограничения опоры национальных финансовых посредников на оптовое зарубежное фондиование.

6. Лимиты на разрывы в срочности активов и пассивов. Эти пруденциальные инструменты микрорегулирования используются для снижения системного риска, формирующегося за счет значительных разрывов в срочности активов и пассивов. В кризис неспособность финансовых институтов отвечать по своим краткосрочным обязательствам в силу разрывов в срочности часто порождает пожарные продажи активов, которые, в свою очередь, ускоряют падение цен на активы. В результате и национальная финансовая система, и реальный сектор несут серьезные убытки. Дефицит фондирования у нескольких крупных (системно значимых) финансовых институтов может также привести к системному кризису ликвидности в силу инфекционного эффекта. Как правило, данный тип нормативов меняется дискретно либо исходя из данных надзорной практики, либо с учетом трендов рыночной конъюнктуры.

7. Резервные требования. Данный инструмент относится к мерам монетарной политики. В период Великой умеренности центральные банки развитых юрисдикций практически не применяли данный инструмент. В то же время центральные банки ряда стран с формирующимися рынками, особенно в странах Юго-Восточной Азии, после Азиатского финансового кризиса 1997–1998 гг. стали его использовать с целью ограничения системного риска. Активное регулирование количественных параметров и степени дифференциации резервных требований центральными банками стран с формирующимися рынками позволяло одновременно воздействовать и на финансовые, и на реальные переменные, поскольку резервные требования:

а) оказывают прямое воздействие на темпы роста совокупного и/или секторального кредита, поэтому они могут смягчать цикл кредитования/цены на активы, т.е. временное проявление системного риска;

б) образуют подушку ликвидности, которая может быть использована для преодоления системного сжатия ликвидности в чрезвычайной ситуации;

в) эффективны как дополняющий инструмент в условиях недостаточной глубины национального финансового рынка.

8. Контрциклические капитальные требования. Данный традиционный микропруденциальный инструмент централь-



ные банки применяют и для достижения макропруденциальных целей. Для этого центральные банки либо дискретно (в зависимости от текущей фазы кредитного цикла) меняют количественные значения минимального уровня достаточности собственного капитала финансовых посредников, либо устанавливают разные значения весов риска активов при его расчете (например, в зависимости от темпов роста валового внутреннего дохода или темпов роста совокупного кредита).

9. Динамические провизии. Традиционные динамические провизии нацелены на возможность компенсации тех потерь, которые исторически были характерны для национальной банковской системы в кризисных условиях. Но они также могут использоваться для смягчения процикличности финансового посредничества. Требования по провизиям могут повышаться на фазе подъема кредитного (финансового) цикла для формирования необходимых резервов и ограничения кредитной экспансии и снижаться на фазе рецессии данного цикла для предотвращения сжатия банковского кредитования. Они могут регулироваться либо по заранее установленным правилам (установленные в нормативных документах фиксированные формулы), либо дискретно, исходя из ситуации на национальном кредитном рынке (см. бокс 6.1).

10. Управление обменным курсом национальной валюты как макропруденциальный инструмент. Большинство стран с формирующимися рынками придерживаются промежуточных режимов обменного курса (например, жесткой или мягкой привязки). В случае формальной или фактической жесткой привязки национальные центральные банки устанавливают определенный уровень номинального обменного курса национальной валюты и денежных агрегатов. В этом случае управление официальными валютными резервами становится важным макропруденциальным инструментом.

С началом восстановления мировой экономики после глобального финансового кризиса в страны с формирующимися рынками вернулись притоки иностранного капитала, стали расти профициты по счету текущих операций. В принимающих юрисдикциях усилилась практика управления обменными курсами и официальными валютными резервами. Это повышает вероятность двух возможных негативных последствий наращивания официальных валютных резервов:

### Примеры практики центральных банков по применению динамических провизий

В ряде стран центральные банки стали активно экспериментировать с контрциклическим дизайном традиционных регулятивных инструментов после финансовых и банковских кризисов 1990-х гг. На протяжении 2000-х гг. ряд центральных банков стран Латинской Америки и Азиатско-тихоокеанского региона (АТР) применяли контрциклически настроенные правила формирования провизий на возможные потери по ссудам и активам.

Модель статистических провизий. При ее построении центральный банк опирается на статистику прошлых банкротств заемщиков на протяжении нескольких кредитных циклов по отдельным кредитным продуктам, используя данные банковской отчетности. Определяя методики расчета объема необходимых провизий, центральный банк учитывает:

- временной лаг между периодом кредитной экспансии и выявлением латентных потерь по просроченной ссудной задолженности;
- разницу между созданными банками провизиями и объемами чистых убытков банков по выданным кредитам в прошлом;
- наиболее значимые для кредитных портфелей банков кредитные продукты;
- вероятность будущих убытков по конкретным кредитным продуктам.

На основе данных по убыткам в прошлые кризисы определяется величина общих провизий, а с учетом вероятности будущих возможных убытков – особые. Соответствующие параметры автоматически растут во время кредитной экспансии и снижаются в период рецессии на основе заранее сформулированных и обнародованных правил. Общий объем сформированных банком провизий в период кредитной экспансии ограничивается определенным лимитом.

Банк Испании выделяет 6 категорий кредитов и для каждой устанавливает свои значения  $\alpha$  (ожидаемые потери) и  $\beta$  (особые провизии):

- неучитываемый риск – наличные и средства общественного сектора ( $\alpha, \beta = 0$ );
- низкий риск – ипотечные кредиты, у которых  $LTV$  меньше 80% ( $\alpha = 0,6$ ;  $\beta = 0,11\%$ );
- средний низкий риск – ипотечные кредиты, у которых  $LTV$  больше 80% ( $\alpha = 1,5\%$ ;  $\beta = 0,44\%$ );
- средний риск – другие кредиты, не включенные в другие категории, включая кредиты предприятиям, не имеющим рейтинга, или имеющим рейтинг ниже «А», кредиты малым и средним предприятиям ( $\alpha = 1,8\%$ ;  $\beta = 0,65\%$ );
- средний высокий риск – кредиты на покупку товаров длительного пользования; ( $\alpha = 2\%$ ;  $\beta = 1,1\%$ );

· высокий риск – кредиты по кредитным картам и овердрафты ( $\alpha = 2,5\%$ ;  $\beta = 1,64\%$ ).

Конечная формула расчета динамических провизий для каждого банка:

$$dot.gen_t = \sum_{i=1}^6 \alpha_i \Delta c_{it} + \sum_{i=1}^6 \left( \beta_i - \frac{dot.espe_{it}}{c_{it}} \right) c_{it} = \sum_{i=1}^6 \alpha_i \Delta c_{it} + \left( \sum_{i=1}^6 \beta_i c_{it} - dot.espe_t \right)$$

Центральный банк Испании, первым введший в практику данную модель, установил, что накопленный объем провизий не должен превышать 125% теперь по кредитному портфелю банка.

У данной модели есть несколько серьезных недостатков: а) для разработки четких правил формирования провизий центральный банк должен располагать обширными статистическими данными, характеризующими динамику качества выданных кредитов за продолжительный период времени; б) экстраполяция тенденций прошлых кредитных циклов на будущий период может не дать ожидаемых выгод, т.к. характер и глубина прошлых и будущих кризисов различны; в) банки постоянно выводят на рынок новые кредитные продукты, по которым еще не сформулированы правила создания провизий.

Модели триггеров. Правила ряда центральных банков увязывают формирование банками провизий на возможные потери по кредитам с динамикой определенных макроэкономических или финансовых показателей, например, с темпом роста ВВП. В качестве особых триггеров могут быть и показатели микроуровня, например, темп роста кредитного портфеля банка. В этом случае ускорение темпов роста ВВП или кредитного портфеля банка выступает сигналом о необходимости наращивания фонда провизий, и наоборот, их замедление – основанием для их высвобождения. Ставки провизий центральные банки устанавливают дифференцированно по видам кредитных продуктов (например, центральный банк Перу выделяет 8 категорий кредитов, для каждой из которых устанавливает свои ставки) и типам финансовых посредников:

- ипотечные кредиты (фиксированный компонент – 0,7%, переменный – 0,4%);
- коммерческие кредиты – 0,7%; 0,4%;
- кредиты крупным предприятиям – 0,7%; 0,45%;
- кредиты средним предприятиям – 1,0%; 0,3%;
- кредиты малым предприятиям – 1,0%, 0,5%;
- микрокредиты – 1,0%, 0,5%;
- невозобновляемые потребительские кредиты – 1,0%, 1,0%;
- кредитные карты – 1,0%, 1,5%.

Создаваемые банками провизии состоят из двух компонентов: фиксированного и переменного, который активирует триггер по установленному правилу. Фиксированный компонент привязан

к определенной категории кредита. В период высоких темпов экономического роста переменный компонент провизий добавляется к фиксированному. Во время спада накопленный переменный компонент провизий высвобождается. Накопление переменного компонента провизий активизируется, если средний годовой темп роста ВВП за предыдущие 30 месяцев превышает 5% или если его средний темп за предыдущие 12 месяцев на 2 п.п. выше, чем годом ранее. Аналогично, правило устанавливает, что если соответствующий темп роста ВВП падает ниже 5% или если он на 4 п.п. ниже, чем годом ранее, то провизии высвобождаются.

Основные недостатки таких моделей – высокие требования к профессионализму работников банков и большие издержки банковского надзора.

Вероятностные модели ожидаемых потерь. Правила создания провизий по данным моделям предполагают, что банки делают отчисления в фонд по вновь выдаваемым кредитам, исходя из оценок ожидаемых в течение цикла потерь (например, методика центрального банка Чили). Такие модели опираются на конкретные данные по каждому кредитному договору и требуют точной оценки уровня кредитного риска конкретных заемщиков. Если ставки провизий адекватно измеряют будущую динамику уровня кредитного риска и вероятность убытков в условиях спада, то такая система провизий может быть наиболее эффективной. Но если ставки провизий определены неточно, недооценивают или переоценивают возможные потери, то фонд провизий не будет смягчать циклические колебания.

*Источник:* Saurina J. Dynamic Provisioning: The Experience of Spain // Crisis response, 2009, № 7, 6 p. – <http://rru.worldbank.org/PublicPoliceJournal>; Wezel T., Chan-Lau J. A., Columba F. Dynamic Loan Loss Provisioning: Simulations on Effectiveness and Guide to Implementation // IMF Working Paper, 2012, № 110, 59 p.

1) увеличение совокупного спроса за счет монетарного стимулирования усиливает риски ускорения темпов инфляции;

2) даже стерилизованный прирост денежного предложения (эмиссия под покупку иностранной валюты в официальные резервы) ускоряет темпы роста совокупного кредита и цен активов, что увеличивает неустойчивость национальных финансовых систем.

Быстрый рост совокупного кредита со временем может вести к ухудшению качества кредитов, если высокие темпы экономического роста окажутся временными или неустойчивыми. В свою очередь, высокие темпы наращивания совокупного кредита способны стать источником как системного риска, так и фактором повышенного риска на отдельных сегментах финансового рынка.

Для стран с формирующимися рынками особенно актуальны вопросы, связанные с определением того, каким образом можно управлять указанными процессами. Повышение процентных ставок — стандартный ответ денежно-кредитной политики в развитых экономиках. Но для стран с формирующимися рынками такая мера зачастую неприемлема и/или неэффективна. С одной стороны, повышение политической (базовой) процентной ставки способно привлечь дополнительный приток спекулятивного капитала, вызвать повышательное давление на обменный курс национальной валюты, усилить инфляционное давление и отрицательно сказаться на темпах экономического роста. С другой стороны, в условиях открытости финансового счета платежного баланса хозяйствующие субъекты могут быть не восприимчивыми к изменениям в процентной политике национального центрального банка, поскольку могут привлекать нужное фондирование с мировых финансовых рынков.

Для противостояния данным процессам в странах с формирующимися рынками используются определенные (в т.ч. административные) инструменты:

— микропруденциальные (требования по предварительному и/или последующему резервированию импортированного капитала и экспортной выручки; повышенные резервные требования по инвалютным пассивам и т.п.);

– денежно-кредитной политики (повышенные нормативы обязательного резервирования);

– фискальные (налогообложение валютных пассивов).

По своей направленности подобные меры носят микропруденциальный характер, но применяются для поддержания стабильности национальной финансовой системы в целом.

## **6.2. Проблемы разграничения микро- и макропруденциальных инструментов**

Подходы к решению проблемы перехлеста (см.: таблицу 6.2) инструментария микро- и макропруденциальных политик различны в разных юрисдикциях. Два подхода, используемых в развитых странах, включают:

1) закрепление всех инструментов за микропруденциальным органом с макропруденциальными компонентами;

2) юридическое закрепление конкретных инструментов за каждым органом, вовлеченным в принятие решений по поддержанию финансовой стабильности.

Но ни один из указанных вариантов не исключает возможных противоречий. Если все инструменты закреплены за микропруденциальным регулятором, то должны быть механизмы, через которые макропруденциальный орган может проводить или рекомендовать активацию либо перенастройку отдельных инструментов для достижения своих политических целей. В юрисдикциях, где все инструменты закреплены за разными регуляторами, требуется институциональная основа, позволяющая им принимать совместные решения.

В настоящее время эмпирические данные, характеризующие эффективность применения инструментария в целях поддержания макрофинансовой стабильности, ограничены. Но большинство специалистов согласно с прагматичным подходом: конкретный инструмент должен быть закреплен за тем органом, который сможет его использовать наиболее эффективно. В этом случае встает сложная проблема: с одной стороны, законодательно-нормативная база, регламентирующая деятельность микро- и макрорегуляторов, должна быть достаточно гибкой, чтобы позволить соответствующему органу использовать подходящий новый инструмент, если такой появится; с другой стороны, полная законодательно-

**Переплетение микропруденциального  
и макропруденциального инструментария**

Инструмент	микро	макро
Минимальные капиталные требования к отдельным институтам	x	
Весы рисков капитала	x	x
Требования к капиталу 2-го уровня	x	x
Контрциклический буфер капитала		x
Консервативный буфер капитала	x	
Системное увеличение капитала		x
Динамические провизии	x	x
Уровень левереджа	x	x
Лимиты подверженности крупным рискам	x	x
Лимиты на отношение суммы кредита к стоимости обеспечения	x	x
Лимиты на отношение суммы долга к доходу	x	x
Лимиты открытой валютной позиции	x	x
Нормативы ликвидности	x	x
Стандарты риск менеджмента	x	
Стандарты лицензирования	x	

*Источник:* Osiński J., Seal K., Hoogduin L. Macroprudential and Microprudential Policies: Toward Cohabitation // IMF staff discussion note, 2013, June, № 05, p. 23.

нормативная гибкость невозможна. Это — серьезная проблема, решение которой еще предстоит найти.

Другое важное направление в дискуссии по вопросам макропруденциального инструментария касается разграничения между макропруденциальными инструментами — инструментарием, предназначенным для макрорегулирования, — и макроэкономическими инструментами, которые могут поддерживать финансовую стабильность, например, инструменты фискальной политики. Таблица 6.3 дает представление об альтернативных наборах инструментов, применяемых для поддержания финансовой стабильности на практике различными центральными банками.

Для стран с формирующимися рынками макропруденциальные инструменты могут также включать меры по ограничению системных разрывов между инвалютными активами и пассивами. С этой целью центральные банки могут применять:

Таблица 6.3

**Альтернативные наборы инструментов  
для поддержания финансовой стабильности**

Набор инструментов	Цель	Примеры инструментов
Пруденциальная политика: микро	Ограничение банкротств отдельных институтов	Качество/количество капитала; уровень леввереджа
Пруденциальная политика: макро	Ограничение стресса для финансовой системы в целом	Контрциклический буфер капитала
Монетарная политика	Стабильность цен	Политические ставки; стандартные РЕПО
	Управление ликвидностью	Политика обеспечений; резервные требования; коридоры процентных ставок
	Действия против финансовых дисбалансов	Политическая ставка; резервные требования, требования по ликвидности; буферы инвалютных резервов
Фискальная политика	Управление совокупным спросом	Налоги; автоматические стабилизаторы; дискреционные контрциклические меры
	Создание фискальных буферов в хорошие времена	Меры по снижению уровня долга; налоги/скидки в финансовой системе
Контроль капитала	Ограничение системных разрывов в ликвидности	Лимиты на открытую валютную позицию; ограничения на типы инвалютных активов
Инфраструктурная политика	Укрепление устойчивости инфраструктуры финансовой системы	Требования по организации торгов, расчетам и поставке активов по заключенным сделкам



- а) ограничения на открытую валютную позицию;
- б) ограничения по типам инвалютных активов;
- в) минимальный срок хранения привлеченных инвалютных пассивов;
- г) повышенные обязательные требования, дифференцированные по срокам, способу и объему привлечения инвалютных пассивов.

Данные меры центральных банков нацелены на смягчение возможного негативного влияния на национальную финансовую систему неожиданных притоков/оттоков иностранного капитала. В ряде стран подобные пруденциальные инструменты дополняют мерами фискальной политики, например, налогообложением международных заимствований.

В пруденциальной практике посткризисного периода принято разграничивать два типа инструментов:

1) инструменты, применяемые центральными банками вне зависимости от фазы делового цикла. По сути, они носят проциклический для финансовой системы характер. Например, эмпирический анализ Банка международных расчетов показал, что капитальные требования Базель 2 носят проциклический характер;

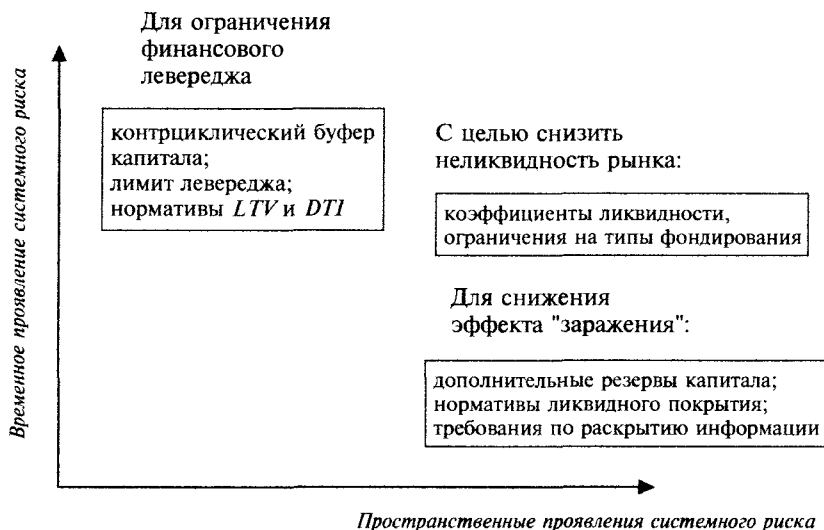


Схема 6.1. Инструменты, нацеленные на регулирование временного и пространственного проявлений системного риска

2) инструменты, распределяющие риски по финансовой системе и влияющие на системный риск, исходящий от отдельных институтов. При их построении учитывается фактор времени, поэтому они носят контрциклический характер.

На схеме 6.1. показано соотношение между макропруденциальными инструментами, нацеленными на пространственное и временное проявления системного риска.

### **6.3. Преимущества контрциклических пруденциальных инструментов**

Применение органом макропруденциального регулирования контрциклических инструментов позволяет использовать несколько преимуществ:

– *повышенные капитальные требования* в период экономического роста помогают:

1) сдерживать кредитную экспансию и рост цен на активы;

2) формировать финансовыми посредниками «подушку безопасности», которую они могут использовать в стрессовых условиях;

3) защищать централизованный фонд страхования депозитов;

4) поддерживать кредитование на фазе спада кредитного цикла, а тем самым способствуют более быстрому восстановлению экономики.

В итоге они позволяют стабилизировать волатильность реального сектора и снижают бюджетные расходы на преодоление негативных последствий кризисов;

– *статистические и иные схемы провизий* (динамические) на случай возможного обесценения активов и убытков по кредитам. Подобные схемы позволяют банкам накапливать необходимые резервы на фазе подъема кредитного цикла, снижающие потребность в фискальных интервенциях в кризисных условиях;

– *практика дисконтов* при залогах активов (например, при операциях прямого и обратного репо, учете векселей) или принятия активов в обеспечение по кредитам. В этом случае на этапе подъема бизнес цикла величина дисконта растет, а фазе рецессии снижается. Это позволяет сократить так называемые «пожарные» продажи активов в острой фазе

кризиса, снизить обвал цен на активы, а, в конечном счете, сократить число дефолтов и банкротств как финансовых посредников, так и предприятий реального сектора;

— *межвременные нормативы краткосрочных оптовых заемных пассивов*. Если банки привлекают краткосрочные оптовые пассивы для инвестиций в средне- или долгосрочные активы, то спекулятивные стратегии, направленные на снижение цен на активы, способны провоцировать банковские паники, подобные массовому оттоку розничных депозитов. Для их предотвращения центральные банки могут устанавливать меняющиеся во времени лимиты ликвидного покрытия или доли чистых стабильных пассивов. Настройка подобных нормативов позволяет макропруденциальному органу добиваться того, чтобы в начале кризиса банки располагали достаточным запасом ликвидных активов.

Совет по финансовой стабильности рекомендует национальным регуляторам особое внимание уделять тому, как защитить отдельные финансовые институты от системного риска и их вклада в его распространение на всю финансовую систему. Перечень таких мер достаточно широк, к ним относятся:

— введение более высоких капитальных требований при введении банками торговли ценными бумагами, операций с деривативами; при сделках комплексной секьюритизации, а также к банкам, имеющим большие объемы забалансовых сделок;

— применение капитальных стимулов для банков, использующих центральных контрапартнеров по сделкам ОТС с деривативами;

— использование нормативов ликвидности, которые лучше учитывают риски фондирования, связанные с чрезмерной опорой на оптовое краткосрочное фондирование, включая инвалютное фондирование;

— предъявление более высоких капитальных требований к банкам, осуществляющим операции между секторами финансового рынка (предлагающим межрыночные продукты).

## Глава 7.

# Макропруденциальная настройка микропруденциальной политики

### Общие положения

Как показывает эмпирический опыт ряда макропруденциальных органов, применение макропруденциальных инструментов может быть эффективным в ответ на формирование системных рисков финансового сектора. Более того, эффективность их воздействия, как правило, не зависит от уровня экономического развития и типа режима обменного курса, применяемого в стране. Однако настройка макропруденциальных инструментов может быть сложной, требовать снижения уровня неопределенностей или устранения нежелательных искажений. Основой эффективного применения макропруденциальных инструментов выступают обоснованные правила регулирования и высокое качество надзора, дополненные мерами, вводимыми в ответ на выявленные и оцененные как серьезные, факторы системного риска (см. схему 7.1).

Уроки, вынесенные из событий глобального финансового кризиса 2007–2009 гг., свидетельствуют, что при настройке макропруденциальных инструментов и правил регулирования финансового посредничества следует избегать подхода, опирающегося на постулат, что «размер решает все», применяемые инструменты должны быть нацелены на риски, относимые к системным:

— для ответа на системные риски, генерируемые экспансией кредита или инфляцией цен активов, следует использовать макропруденциальные инструменты, связанные с кредитом. Они могут быть фиксированными, регулироваться против текущей фазы цикла или же быть нацелены на риски, исходящие от определенных кредитных продуктов. Их могут дополнять резервные требования или связанные с капиталом инструменты, например, динамические провизии, требования по которым возрастают на фазе подъема кредитного цикла. Они, в свою очередь, могут различаться в зависимости от валюты номинала кредита;

– для реакции на системный риск ликвидности следует использовать инструменты, связанные с ликвидностью: лимиты на разрывы в срочности активов и пассивов, лимиты на чистую валютную позицию, если есть риск со стороны инвалютного фондирования; коэффициент базового (или стабильного) фондирования; норматив небазовых пассивов. Эти нормативы могут устанавливаться как постоянная величина или дискретно регулироваться в ответ на неожиданный шок ликвидности;

– для ответа на риски, связанные с чрезмерным левереджем, могут использоваться капитальные требования, предполагающие формирование резервов капитала, которые могут быть контрциклическими. С этой целью устанавливаются правила изменения рискованных весов активов или требований к провизиям. Если рост левереджа обусловлен кредитной экспансией, связанные с капиталом меры могут быть дополнены регулированием кредита;

– если упомянутые выше риски возникают в силу притоков капитала, то могут быть использованы все три типа инструментов.

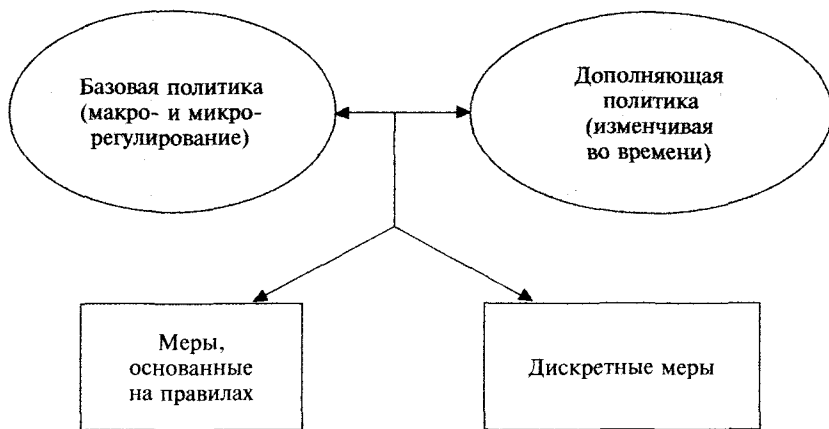


Схема 7.1. Соотношение правил и дискреции при применении макропруденциальной политики

Источник: Agur I., Sharma S. Rules, Discretion, and Macro-Prudential Policy // IMF Working Paper, 2013, № 65, p.5.

## 7.1. Способы применения макропруденциальных инструментов

Применение макропруденциальных инструментов сопряжено с рядом важных практических проблем. В общем плане их характеризуют данные таблицы 7.1.

На практике центральные банки используют два основных способа применения макропруденциальных инструментов.

### 1. *Стабильные правила.*

Центральные банки, накопившие большие базы статистических данных, позволяющие построить долгосрочные динамические ряды, например, по динамике потерь по кредитам, могут разрабатывать правила изменения значений (методики расчета) макропруденциальных инструментов во времени. Настроенные таким образом инструменты выступают как встроенные стабилизаторы контрциклического регулирования. Например, провизии на возможные потери по ссудам, капитальные требования/скидки или соотношение кредит/стоимость залога (*LTV*) могут быть определены на основе таких правил. Один из важных встроенных стабилизаторов — практика риск менеджмента. Например, корректировка весов рисков при расчете достаточности капитала финансовых посредников в зависимости от темпа экономического роста или темпа роста кредитного портфеля.

2. *Дискретная настройка.* Дискретный подход, т.е. изменение значений нормативов на основе эпизодических решений, всегда носит неожиданный для банковской системы характер. Такие решения могут содержать элементы несовместимости во времени или же субъективизма. По этим причинам дискретные решения могут порождать нежелательные для национальной экономики в целом экстерналии, приводящие к неэффективному размещению ресурсов. В то же время, если центральный банк не накопил необходимый объем информации для разработки комплексных методик, то, как показывает опыт ряда центральных банков стран с формирующимися рынками, дискретный подход предпочтителен.

Макропруденциальные инструменты, основанные на точных и заранее известных правилах, предпочтительны. Но поскольку ситуация на финансовых рынках изменчива, а эффективное пруденциальное регулирование должно быть

Таблица 7.1

## Проблемы, решаемые при введении макропродвиженияльных инструментов

Инструмент	Как использовать	«За»	«Против»	Использовать или нет
Один или несколько	Один	Проще настроить, разъяснять, управлять и добиться эффективности	Недостаточен, если у риска несколько источников или высокая вероятность их переплетения	Использовать, когда риск хорошо определен как исходящий из одного источника
	Несколько	Позволяет влиять на риск с разных сторон; эффективнее, если у риска несколько источников	Более высокие издержки регулирования институтов	Не следует использовать, если издержки их введения слишком высоки
Узко нацеленный или широкий	Широкий	Более масштабное воздействие	Может вести к большому издержкам регулирования или порождать искажения	Использовать, если недоступны подробные данные, а риски еще только формируются
	Нацеленный	Достижение цели при минимальных издержках или искажениях; не противоречит другим политикам	Требуются подробные данные; более высокие административные издержки; высокая вероятность искажения	М.б. дополнением к более широким мерам по ограничению риска
Фиксированный или меняющийся во времени	Фиксированный	Дает мин.буфер; низкие административные издержки	Может быть неэффективным при быстро меняющихся условиях	Регулировать параметры с учетом обстоятельств
	Меняющийся	Действует сквозь цикл	Частные изменения могут быть разрушительными	Нужны обоснование и открытые принципы регулирования

Инструмент	Как использовать	«За»	«Против»	Использовать или нет
Правила или дискреция	Правила	Открытость, низкий риск отсутствия воздействия; предсказуемость регулирования	Трудно увязать с циклом, могут породить политическое противодействие	Использовать, когда высок риск бездействия; есть риск слабого надзора и управления
	Дискреция	Гибкий, учитывает разные ситуации, типы рисков и структурные изменения	Менее открытый; возможны провалы регулирования; может породить моральный риск	Используется, когда есть глубокие структурные изменения и быстрое нарастание рисков
Координация с мерами других политик	Фискальная и монетарная	Сигналы о нежелании подстраиваться к изменениям	Координация вызовов, если вовлечены разные органы; медленный процесс принятия решений	Создание механизмов разрешения конфликтов; четкой подотчетности и управления
	Пруденциальная	Усиливает эффективность политики	Подотчетность регуляторов может быть размытой	



гибким, то в определенных условиях требуются дискретные корректировки правил. Не в последнюю очередь дискретные корректировки требуются по той причине, что следующий финансовый кризис, скорее всего, будет отличаться от последнего.

Дискретные корректировки пруденциальных инструментов применяются посредством выпуска предписаний или в форме давления надзорного регулирования. Часто заявления, содержащиеся в выступлениях руководителей центрального банка или в докладах о финансовой стабильности (раскрывающие выявленные признаки формирования системного риска), стимулируют банки вносить изменения в свои хозяйственные стратегии, т.е. начинает действовать саморегулирование.

## **7.2. Настройка и дизайн макропруденциальных инструментов**

Успешные дизайн и настройка макропруденциальных инструментов должны учитывать:

- особенности национальной финансовой системы и преобладающие формы финансового посредничества;
- тип и источники системного риска, характерные для национальной финансовой системы;
- восприимчивость национальных финансовых институтов к регулятивным требованиям;
- способность финансовой системы нести издержки дополнительного регулирования;
- качество микропруденциального надзора;
- действующие правила бухучета.

При этом макропруденциальные инструменты должны применяться как превентивная мера корректировки потенциальных дисбалансов, а не как механизм создания резервов, используемых для преодоления негативных последствий материализации кризисных явлений.

Настройка и дизайн макропруденциальных инструментов предполагают, что регулятор должен сделать выбор, использовать:

- единственный инструмент или несколько инструментов;

- широко или узко нацеленный инструмент;
- фиксированные или меняющиеся во времени значения соответствующего норматива (лимитов);
- заранее установленные правила ужесточения (смягчения) требований или же вносить изменения дискретно, учитывая сигналы индикаторов риска;
- установленные механизмы координации своих действий с регуляторами других направлений макроэкономической политики или же действовать по ситуации.

*Несколько инструментов.* Преимущество одновременного применения нескольких макропродунциальных инструментов состоит в том, что это позволяет регулятору влиять на источник системного риска по нескольким направлениям. А тем самым регулятор может в большей степени ограничить уровень риска. Так, комплекс кредитных требований помогает эффективнее снижать процикличность обеспеченного кредитования, а одновременное применение и инструментов, ограничивающих риски фондирования, — сдерживать чрезмерную кредитную экспансию.

Недостатки одновременного применения нескольких макропруденциальных инструментов заключаются в том, что их введение:

- 1) накладывает на финансовых посредников более высокие издержки, что может оказывать повышательное давление на среднерыночные процентные ставки, а тем самым, например, замедлять темпы экономического роста;
- 2) ставит проблему синхронизации сразу нескольких инструментов;
- 3) затрудняет задачу в доступной форме объяснять обществу, по каким причинам требуется столь значительное изменение пруденциальных требований;
- 4) осложняет подотчетность регулятора.

По указанным причинам для регулятора предпочтительнее выбор такого набора пруденциальных инструментов, который минимизирует как издержки регулирования для финансового сектора, так и издержки проведения эффективно надзора для центрального банка.

*Узконацеленные инструменты.* Преимущества узко нацеленных макропруденциальных инструментов заключаются в том, что они позволяют макропруденциальному органу

воздействовать только на определенный фактор системного риска, что повышает их точность и эффективность. Но у них также есть недостатки, их настройка:

а) требует более подробных надзорных и статистических данных для настройки количественных параметров инструментов;

б) сопряжена с более высокими административными издержками;

в) может противоречить другим типам макроэкономической политики.

*Заранее установленные правила.* Преимущества использования макропруденциальных инструментов на основе заранее установленных правил, следующие:

– контрциклическая настройка инструментов позволяет смягчать процикличность финансового посредничества, поскольку в этом случае они действуют как «автоматические стабилизаторы»;

– заранее установленные правила снижают риски субъективных административных интервенций и порождаемых ими негативных экстерналий, высоких издержек администрирования;

– подобная практика делает более предсказуемой для участников финансового рынка регулятивную среду;

– на микроуровне заранее известные правила позволяют осуществлять более точный финансовый менеджмент;

– ограждают регулятора от необоснованного политического давления и отраслевого лоббизма.

К числу основных недостатков применения макропруденциальных инструментов по заранее установленным правилам можно отнести:

1) правила устанавливаются, исходя из оценок уроков прошлого опыта, поэтому не могут учитывать меняющиеся условия и/или только возникающие факторы риска;

2) для разработки правил центральный банк должен располагать обширными базами данных и эконометрическими моделями, позволяющими прогнозировать возможные последствия тех или иных стрессовых событий;

3) в распоряжении регулятора также должны быть точные надзорные данные, характеризующие динамику финансового состояния всех типов финансовых посредников.

*Дискретный подход.* Преимущества дискретного регулирования:

- для применения многих инструментов крайне сложно или невозможно разработать четкие правила, особенно это трудно, если центральному банку надо одновременно задействовать несколько макропруденциальных инструментов. В таких ситуациях предпочтительнее дискретный подход;

- количественные и качественные параметры макропруденциальных инструментов могут меняться с учетом динамики рыночной ситуации (т.е. будут настраиваться методом проб и ошибок или методом обучения в процессе практики).

К его основным недостаткам следует отнести:

- 1) высокий уровень субъективизма оценок опасности тех или иных факторов системного риска;

- 2) неожиданность внесения изменений в регулятивные требования может вызывать серьезные сбои в функционировании финансовой системы и/или подрывать финансовое положение отдельных институтов;

- 3) трудности коммуникаций с обществом;

- 4) высокую вероятность политического и отраслевого противодействия.

Поскольку и дискретный подход, и применение инструментов по правилам обладают своими преимуществами и недостатками, то в целях макропруденциальной политики их использование должно дополнять друг друга. При этом в максимально возможной степени должны применяться инструменты, настроенные по заранее установленным правилам в противовес фазам кредитного (финансового) цикла. Введение дискретных изменений пруденциальных требований должно опираться на законодательно-нормативно установленные принципы макропруденциальной политики, формализованные методы анализа, методики оценки эффективности их применения и сопровождаться публичными коммуникациями.

### **7.3. Мониторинг факторов системного риска**

Макропруденциальный регулятор должен располагать эффективными механизмами идентификации и мониторинга факторов системного риска для решения следующих практических вопросов:

1) определения времени активизации или дезактивации инструментов;

2) оценки эффективности применения инструмента в достижении целей макропруденциальной политики по ограничению системного риска;

3) оценки эффективности использования инструментов с точки зрения соотношения затраты/выгоды.

Своевременное выявление и измерение системного риска и/или уязвимостей финансовой системы – ключевой фактор успешного применения макропруденциальных инструментов. Издержки несвоевременной активации макропруденциальных инструментов асимметричны: более позднее введение в действие инструмента в целом более дорогостоящее (с точки зрения затрат бюджетных средств), чем досрочные регулятивные интервенции. Во время фазы формирования любой системной уязвимости запаздывающие регулятивные интервенции снижают эффективность применения макропруденциальных инструментов, поскольку может не хватить времени, чтобы их воздействие снизило до приемлемого уровня системного риска и/или привело к сокращению выявленных финансовых дисбалансов. В результате кризис все же материализуется, но у общества и участников финансового рынка будет подорвано доверие к способности центрального банка осуществлять макропруденциальное регулирование или к эффективности использованного инструмента. Наоборот, слишком раннее применение макропруденциальных инструментов породит необязательное регулятивное бремя, возлагаемое на финансовых посредников, и ослабит нужное воздействие выбранного инструмента, т.к. у участников рынка будет больше времени для выработки стратегий обхода новых требований или использования регулятивного арбитража. На этапе применения макропруденциального инструмента слишком ранняя деактивация может подавать участникам рынка ложные сигналы, а слишком поздняя – оказывать проциклический эффект.

При принятии политических решений, увязывающих оценку системного риска с активацией макропруденциальных инструментов, хотя на практике они и дополняют друг друга, возможно использование двух подходов: 1) подход к риску сверху-вниз; 2) подход к инструменту снизу-вверх.

*Подход сверху-вниз.* При таком подходе макропруденциальный регулятор должен принимать решения об активации или свертывании инструмента на основе оценок, опираясь на модель, которая улавливает связи между уровнем системного риска, рыночной динамикой и силой воздействия макропруденциальных инструментов. Возможные политические меры формулируются, исходя из получаемых центральным банком сигналов индикаторов раннего оповещения о динамике факторов риска и прогнозных моделей. Теоретически подход сверху-вниз позволяет оценивать силу воздействия конкретных макропруденциальных мер, а также возможные затраты на устранение вероятных побочных эффектов. Но пока нужные теоретические и эмпирические модели еще находятся в стадии разработки.

*Подход снизу-вверх.* Он начинается с подбора макропруденциальных инструментов и оценки уязвимостей, в отношении которых они могут быть использованы, а также выделения индикаторов, которые следует использовать в качестве триггеров их активации или свертывания. Основное преимущество такого подхода состоит в том, что он более нагляден, чем системный подход сверху/вниз, поскольку:

а) позволяет более точно понять базовые характеристики каждого инструмента без предварительной разработки теоретических моделей;

б) не связан с риском неточности применяемой модели или ее чрезмерной формализации;

в) может быть разработан на основе опыта других стран, но с учетом отличительных черт национальной финансовой системы.

При столь важных преимуществах у подхода снизу/вверх есть и серьезные ограничители. Он не позволяет учитывать:

— межсекторные и/или институциональные каналы распространения факторов системного риска;

— вторичные эффекты, порождаемые применением выбранного инструментария, например, на реальный сектор экономики;

— может пропускать отдельные уже существующие уязвимости, если они складываются вне сферы воздействия выбранного инструментария;

— взаимосвязи с другими типами макроэкономических политик.

Если невозможно использовать подход сверху/вниз, то макропруденциальный регулятор может использовать следующую последовательность действий:

- 1) выявление ситуаций, когда должны быть активированы или свернуты макропруденциальные инструменты;
- 2) выделение индикаторов, сигнализирующих в режиме реального времени о динамике ситуации в финансовой системе;
- 3) на основе анализа поступающей информации подбор подходящего инструментария.

В таблице 7.2. представлены шесть сценариев, схематично концентрирующих внимание на ограниченном числе ключевых характеристик, которые в этом случае следует отслеживать центральному банку как макропруденциальному регулятору. Данные сценарии не учитывают трансграничные финансовые потоки, а также тот факт, что факторы системного риска могут возникать в разное время.

Независимо от того, является ли целью макропруденциальной политики поддержание финансовой стабильности или же сглаживание чрезмерных колебаний в рамках финансового цикла, макропруденциальная политика направлена против текущей фазы финансового цикла. Текущая фаза финансового цикла выступает основным триггером активации или свертывания макропруденциальных инструментов. Но поскольку финансовый цикл продолжительнее и более выражен, чем стандартный деловой цикл, то центральный банк при оценке серьезности системного риска учитывает асинхронность финансового и делового циклов.

Таблица 7.2

**Сценарии активации и свертывания макропруденциальных инструментов**

Положение в реальном секторе		Фаза финансового цикла		
		Бум	Взрыв	
Другие макроэкономические условия	сильные		с кризисом	без кризиса
				ужесточение (сценарий 1)
	слабые	оставить без изменений или ужесточения (сценарий 2)	свертывание (сценарий 3)	свертывание (сценарий 5)

*Сценарий 1.* На фазе подъема финансового цикла при устойчивом положении в реальном секторе макропруденциальные меры должны быть направлены в обратном направлении. В таких условиях возможна четкая идентификация формирующихся уязвимостей и требуется ужесточение макропруденциальных инструментов для достижения обеих целей.

*Сценарий 2.* Менее очевидно оптимальное направление макропруденциальной политики, когда продолжается фаза подъема финансового цикла, а положение в реальной экономике слабое. Подобные условия не означают необходимость свертывания макропруденциальных инструментов, поскольку системный риск еще не материализовался. В таких условиях возможно использование инструментов монетарной политики, например, незначительное повышение процентных ставок одновременно с некоторым ужесточением макропруденциальных инструментов.

*Сценарий 3.* На фазе сжатия финансового цикла центральному банку важно разграничивать, сопровождается ли она финансовым кризисом или нет. В условиях кризиса требуется свертывание макропруденциальных мер в целях предотвращения чрезмерного делевереджа хозяйствующих субъектов. А для преодоления негативных последствий отдельных кризисов (банковских, валютных, долговых) требуется увеличение общего уровня капитала и ликвидности в финансовой системе для восстановления доверия на рынке. В подобной ситуации эффективность свертывания макропруденциальных инструментов критически зависит от времени их применения и силы их воздействия на рыночные ожидания.

*Сценарий 4.* Наиболее сложная для центрального банка ситуация возникает, когда реальная экономика находится на фазе бума, но финансовый цикл развернулся или близок к этому, хотя не очевидно, что произойдет системный кризис. С одной стороны, высвобождение резервов, сформированных с помощью макропруденциальных инструментов, может абсорбировать часть негативного воздействия фазы сжатия финансового цикла, что позволит уменьшить остроту возможного кризиса. С другой стороны, это может подать неверный сигнал рынкам, и финансовые посредники отложат урегулирование своих деловых стратегий. В подобных условиях выбор решения определяется опытом регулятора.



*Сценарий 5.* Фаза спада в финансовом цикле необязательно заканчивается кризисом. Если ситуация в реальном секторе слабая, но отсутствуют очевидные провалы в банковской системе, то может понадобиться некоторое смягчение макропруденциальных инструментов, чтобы предотвратить слишком резкий спад выпуска, делевередж банков и искажения в размещении активов.

*Сценарий 6.* Регулятор не вносит изменения в практику применения макропруденциальных инструментов.

В качестве дополняющего фактора при разработке макро сценариев следует учитывать международные связи финансовых посредников. Трансграничные операции финансовых институтов подвержены ряду финансовых и реальных циклов, которые необязательно синхронны. Сходная черта отличает и функционирование большинства рынков активов. Это во многих случаях предполагает, что макропруденциальные требования к таким институтам (видам деятельности) должны учитывать ситуации в разных странах, прежде всего, в тех, где формируются факторы системного риска. Как правило, такой подход требует международной координации мер макропруденциальной политики разных юрисдикций (например, требований, предъявляемых к трансграничным кредитам).

Утверждение, что состояние реального сектора определяет характер макропруденциальных мер, не всегда приемлемо на практике. Учитывая отсутствие полных теоретических моделей, позволяющих использовать подход сверху/вниз для моделирования взаимосвязей между финансовым и реальным секторами экономики, макропруденциальные индикаторы играют решающую роль в идентификации сценария, на основании которого центральному банку следует принимать макропруденциальные решения. Это, в свою очередь, ставит проблему, какие индикаторы следует использовать центральному банку.

Индикаторы системного риска, используемые для принятия макропруденциальных решений, должны отвечать следующим требованиям<sup>1</sup>:

---

<sup>1</sup> Drehmann M., Juselius M. Evaluating early warning indicators of banking crises: Satisfying policy requirements // BIS Working Papers, 2013, № 421, 37 p.

## Возможные индикаторы текущей фазы финансового цикла

Макроэкономические индикаторы	Широкие кредитные агрегаты; показатели устойчивости долга (долг/доход; доля обслуживания долга в совокупном доходе)
Индикаторы банковского сектора	<ul style="list-style-type: none"> <li>• данные стресс-тестов; матрица банковского риска; уровень левереджа;</li> <li>• разрывы в валютах и срочности; индикаторы уязвимости фондирования;</li> <li>• динамика прибылей и убытков</li> </ul>
Рыночные индикаторы	Динамика рыночной стоимости активов; спрэды корпоративных облигаций и кредитно-дефолтных свопов; динамика рисковой премии; спрэды ставок по кредитам
Качественная информация	Стандарты списаний; качество активов; условия кредитования

- 1) быть доступны в режиме реального времени;
- 2) их сигналы должны быть очищены от «шума»;
- 3) их значения можно сопоставлять во времени;
- 4) отдельные институты или участники рынка не могли бы ими манипулировать.

Перечень отдельных возможных индикаторов, позволяющих характеризовать текущую фазу финансового цикла, отражен в таблице 7.3.

Серьезные сложности при проведении макропруденциальной политики представляют:

- 1) выбор наиболее значимых индикаторов;
- 2) оценка того, насколько точно они характеризуют уровень угроз для финансовой системы;
- 3) привязка отобранных индикаторов к конкретным макропруденциальным инструментам.

Для их преодоления может быть использована трехшаговая процедура.

*Шаг первый.* Отбор потенциальных индикаторов раннего оповещения о возможных угрозах для финансовой системы может опираться на три критерия: а) соответствия индикатора характеру макропруденциального инструмента; б) легкости и доступности необходимых данных; в) простоты коммуникаций с обществом и участниками рынка. Связь между

## Макропруденциальные инструменты и индикаторы

Инструмент	Потенциальные индикаторы
<b>Инструменты, воздействующие на капитал</b>	
Контрциклические буферы капитала	Показатели совокупного кредитного цикла
Динамические провизии	Показатели роста кредита в банке; величины созданных провизий (текущие и исторические средние)
Секторные капитальные требования	<ul style="list-style-type: none"> <li>• показатели цены и объемов разных кредитных агрегатов (запаса и новых кредитов) на секторной основе (межбанковские кредиты, кредиты нефинансовым корпорациям; кредиты домашним хозяйствам).</li> <li>• показатели секторной концентрации</li> <li>• распределение заемщиков внутри и между секторами</li> <li>• цены на недвижимую (коммерческую и жилье, первичного и вторичного рынков)</li> <li>• динамика соотношений цена/рента</li> </ul>
<b>Инструменты, влияющие на ликвидность</b>	
Контрциклические требования по ликвидности	<ul style="list-style-type: none"> <li>– динамика нормативов ликвидного покрытия и базового фондирования; отношение ликвидных активов к совокупным активам или краткосрочным пассивам;</li> <li>– отношение кредитов и других долгосрочных активов к долгосрочному фондированию;</li> <li>– соотношения между кредитами и депозитами;</li> <li>– спреды <i>LIBOR-OIS</i>; кредитные спрэды</li> </ul>
Надбавки и скидки на рынках	<ul style="list-style-type: none"> <li>• надбавки и скидки при оценке обеспечений;</li> <li>• спрэды между ценами спроса и предложения;</li> <li>• ликвидная премия;</li> <li>• леввередж теневого банкинга;</li> <li>• показатели глубины финансового рынка</li> </ul>
<b>Инструменты, влияющие на активы</b>	
<i>LTVs</i> и <i>DTIs</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– цены на недвижимость; соотношения цена/рента;</li> <li>– темпы роста закладных;</li> <li>– стандарты списаний;</li> <li>– индикаторы уязвимости домашних хозяйств;</li> <li>– индикаторы рефинансирования без использования наличных</li> </ul>

## Потенциальные индикаторы системного кризиса

Рыночные индикаторы	<ul style="list-style-type: none"> <li>– условия ликвидности на рынках денег;</li> <li>– кредитные спрэды и спрэды кредитно-дефолтных свопов;</li> <li>– рыночная рискованная премия и показатели системного риска;</li> <li>– надбавки и скидки</li> </ul>
Индикаторы банковского сектора	<ul style="list-style-type: none"> <li>• результаты стресс-тестов; матрицы риска;</li> <li>• динамика прибыльности;</li> <li>• динамика убытков; стандарты кредитования</li> </ul>

возможными макропруденциальными инструментами и индикаторами представлена в таблице 7.4.

*Шаг второй.* Точная оценка эмпирической обоснованности использования индикатора для настройки конкретных макропруденциальных инструментов. Такую оценку следует начинать с межстранового анализа, а затем учитывать особые страновые факторы.

*Шаг третий.* На этом этапе определяется, сигналы каких индикаторов важны для принятия решения об активации (свертывании) инструментов. Для этого центральный банк должен располагать точной оценкой текущей фазы финансового цикла. Если текущую ситуацию характеризуют отмеченные выше сценарии 4 и 5 и желательно постепенное смягчение макропруденциальных инструментов, то могут быть использованы индикаторы, указанные в таблице 7.5. В условиях кризиса (сценарий 3) требуется быстрое свертывание инструментов, поэтому следует применять индикаторы, информация которых доступна с высокой частотой, прежде всего, это рыночные индикаторы. Пригодные для этой цели индикаторы собраны в таблице 7.5.

\* \* \*

Перечень возможных индикаторов раннего оповещения достаточно широк и постоянно совершенствуются эконометрические модели, позволяющие использовать тот или иной показатель в качестве измерителя симптомов потенциально-го стресса. В соответствии со стандартами Базеля в качестве

основного индикатора раннего оповещения национальным регуляторам предложено использовать показатель кредитного разрыва для настройки требований по формированию контрциклического буфера капитала. Данный показатель отвечает требованиям к качеству сигнала индикатора, но у него есть серьезный недостаток. Индикатор кредитного разрыва сигнализирует о фазах кредитного цикла, однако кредитный цикл в трети случаев не завершается системным кризисом. По этой причине в практических целях национальные регуляторы также используют такие показатели, как динамика тесноты связей между финансовыми посредниками или динамика процентных спредов, или иные индикаторы.

## Глава 8.

# ОСОБЕННОСТИ МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ СИСТЕМНО ЗНАЧИМЫХ ИНСТИТУТОВ

Глобальный финансовый кризис продемонстрировал, что бизнес-модели крупных финансовых институтов, осуществляющих свою деятельность на территории различных юрисдикций, выступают серьезным источником системного риска в силу, как минимум, следующих причин.

Во-первых, в докризисный период многие из глобально активных финансовых институтов получали существенные материальные выгоды в силу их размеров, масштабов деятельности и системной значимости. Это проявлялось в том, что они могли привлекать с мировых финансовых рынков фондирование по более низким (преференциальным) процентным ставкам.

Во-вторых, отсутствие наднационального регулирования позволяло им использовать преимущества регулятивного арбитража, комплексно балансировать ликвидность, риски и налоговые обязательства по бизнес линиям из единого центра.

В-третьих, как показали посткризисные международные обследования, в докризисный период деятельность трансграничных финансовых посредников отличали более высокий уровень леввереджа, более высокая подверженность рискам, большие объемы забалансовых активов и более низкий средний уровень капитализации, чем у менее крупных финансовых институтов.

В-четвертых, у многих финансовых групп формальные и фактические структуры управления диверсифицированы. В результате, надзорные органы как юрисдикций регистрации материнских компаний, так и принимающих юрисдикций могли составить лишь приблизительное представление об их финансовой устойчивости, включая уровень достаточности капитала и выполнение нормативов ликвидности,

характер и уровень принятых ими рисков. Тем более они не имели представления о распределении рисков в рамках финансовой группы. Необходимость закрыть данный провал регулирования и надзора потребовала скоординированного подхода национальных органов по отношению к таким институтам на основе единых стандартов<sup>1</sup>.

### **8.1. Регулирование деятельности глобально значимых институтов**

Глобальный финансовый кризис показал, что стресс глобально значимых финансовых институтов и их последующая неупорядоченная ликвидация могут представлять риск для общей стабильности национальной и мировой финансовых систем.

В целях снижения рисков, исходящих от глобальных финансовых институтов, Базельский комитет по банковскому надзору обнаружил правила по методике оценки глобально значимых банков (*G-SIBs*) и дополнительных требований к ним, касающихся их способности компенсировать потенциальные потери в ноябре 2011 г.<sup>2</sup> (см. бокс 8.1). Текст правил был одобрен лидерами Большой двадцатки на их встрече в ноябре 2011 г., они также поручили Базельскому комитету и Совету по финансовой стабильности разработать аналогичные положения для национальных системно значимых банков.

Основанием для принятия политических мер в отношении глобально системно значимых финансовых институтов были создаваемые ими «отрицательные экстерналии» (т.е. негативные побочные эффекты), поскольку их деятельность не полностью подпадала под требования национального пруденциального регулирования, как показало развитие глобального финансового кризиса. Максимизируя свои частные выгоды,

---

<sup>1</sup> Claessens S., Pazarbasioglu C., Laeven L., Dobler M., Valencia F., Nedelescu O., Seal K. Crisis Management and Resolution: Early Lessons from the Financial Crisis // IMF staff discussion note, Wash., 2011, March 09, № 05, 30 p.

<sup>2</sup> См.: Basel Committee, Global systemically important banks: assessment methodology and the additional loss absorbency requirement (November 2011) at <http://www.bis.org/publ/bcbs207.htm>.

### Методики выделения глобально значимых банков

Методики, используемые для выделения глобально значимых банков, основаны на количественном подходе, при котором системная значимость рассчитывается с использованием от одного до трех индикаторов для каждого из пяти риск-факторов (см. таблицу А). Каждый риск-фактор вносит равный вклад (20%) в системную значимость банка и каждый индикатор имеет равный вес в рамках категории. Банки, подпадающие под определенное количественное значение, считаются глобально значимыми, по критериям Совета по финансовой стабильности. Национальные регулирующие органы могут дополнять данный список, если они полагают, что банк из их юрисдикции должен быть признан глобально значимым, даже если он не включен в общий список. Перечень глобально значимых банков ежегодно обновляется (см. приложение 6).

Сходный подход применен для выделения глобально значимых страховщиков. В отличие от подхода, примененного при выделении глобально значимых банков, в этом случае большие веса приданы двум факторам риска: 1) степени вовлеченности страховых компаний в нетрадиционный бизнес (45%); 2) их взаимосвязанности (40%). Остальным трем факторам риска придан вес в 5%. Такой выбор отражает подход, согласно которому страховщики, обладающие

Таблица А

#### Индикаторы системного риска для глобально значимых банков

Факторы системного риска (у каждого вес 20%)	Индивидуальный индикатор	Вес индикатора (%)
Активность в нескольких юрисдикциях	Трансграничные требования	10
	Трансграничные пассивы	10
Размер	Совокупная подверженность риску, определенная как уровень левереджа по Базелю 3	20
Взаимосвязанность	Активы внутри финансовой системы пассивы внутри финансовой системы обращающиеся ценные бумаги	6,67
Замещаемость / институты финансовой инфраструктуры	Активы в кастодиане	6,67
	платежно-расчетная активность	6,67
	сделки андеррайтинга на рынке долевых и долговых ценных бумаг	6,67
Комплексность	Объем деривативов ОТС	6,67
	активы 3 уровня	6,67
	ценные бумаги торгового портфеля	6,67



тесными связями с другими страховщиками или банковским сектором, или участвующие в нетрадиционной деятельности, такой как кредитно-дефолтные свопы не в целях хеджирования, или проводящие инвестиционные стратегии с леввереджем, вероятнее, чем иные страховые компании, усиливают факторы системного риска.

Другое отличие состоит в том, что пока не установлены какие-то конкретные количественные значения для выделения системной значимости. Совет по финансовой стабильности и национальные органы выделяют их от случая к случаю на основе квалифицированных утверждений.

отдельные глобально значимые финансовые институты могут рационально выбирать такие действия, которые на уровне национальной финансовой системы являются неоптимальными, т.к. они не учитывают побочные последствия их бизнес стратегий. К таким отрицательным экстерналиям относятся последствия банкротства или несостоятельности крупных, взаимосвязанных глобальных финансовых институтов, способные передавать шоки по всей мировой финансовой системе, что, в свою очередь, может наносить вред реальной экономике. Банкротство таких финансовых институтов может подорвать финансовую стабильность через:

а) прямой риск контрапартнера, когда банкротящийся институт не может исполнять свои финансовые обязательства;

б) риски ликвидности и влияние пожарных продаж на рынки активов, когда институт в стрессовых условиях вынужден продавать активы, чтобы получить ликвидность, что еще больше подавляет цены на активы и ведет к сжатию кредита;

в) риск заражения, когда паника, вызванная банкротством одного института, распространяется на другие элементы финансовой системы<sup>1</sup>.

К тому же, возможны существенные моральные риски, связанные с прямой поддержкой и косвенными государственными гарантиями системно значимым финансовым институтам, стимулирующие их принимать на себя чрезмерные

<sup>1</sup> Federal Deposit Insurance Corporation: The Orderly Liquidation of Lehman Brothers Holding Inc. under the Dodd-Frank Act // FDIC Quarterly, 2011, Vol. 5, № 2.

риски, снижать рыночную дисциплину, подрывать справедливую конкуренцию. Все вместе это увеличивает вероятность будущих стрессов. В результате, издержки, порождаемые моральным риском, увеличивают прямые бюджетные затраты на поддержку системно значимых финансовых институтов, которые несут налогоплательщики.

Разработанные Базельским комитетом по банковскому надзору принципы позволяют национальным регуляторам разграничить структурные характеристики национальной финансовой системы, выделить системно значимые институты и установить для них дополнительные требования, превышающие минимальные пруденциальные стандарты и учитывающие особенности национальной финансовой системы.

Разработанные Базельским комитетом по банковскому надзору принципы фокусируют внимание на требованиях большей способности системно значимых институтов абсорбировать значительные объемы неожиданных убытков. Базельский комитет по банковскому надзору полагает, что и другие инструменты, особенно более интенсивный надзор, также могут играть важную роль в регулировании деятельности системно значимых институтов.

Принципы разрабатывались в отношении консолидированных финансовых групп, но национальные регуляторы, по мнению экспертов Базельского комитета, могут их применять и в отношении подразделений трансграничных финансовых посредников, находящихся в их юрисдикции.

В процессе применения принципов Базельского комитета по банковскому надзору будут вноситься изменения и дополнения по мере обобщения передового опыта макропруденциальных регуляторов. Базельский комитет по банковскому надзору намерен добавить правила регулирования национальных системно значимых институтов к регулятивным стандартам Базель 3. Учитывая это, Базельский комитет по банковскому надзору полагает, что национальные регуляторы потребуют от находящихся в их юрисдикции системно значимых финансовых институтов соответствовать данным принципам к 01 января 2016 г.

## 8.2. Принципы регулирования системно значимых банков

Как показали многочисленные эмпирические исследования, проводившиеся еще до начала глобального финансового кризиса, крупные финансовые институты могут представлять серьезную угрозу для национальных финансовых систем. В общем плане регулирование деятельности финансовых институтов, относимых к системно значимым, отражает схема 8.1.

Базельский комитет по банковскому надзору разработал 12 регулятивных принципов. В общем плане их можно разделить на две группы: 1) первая группа (принципы 1–7) фокусирует внимание в основном на методах оценки национальных системно значимых институтов; 2) вторая группа (принципы 8–12) – на их способности абсорбировать большие объемы убытков.



Схема 8.1. Направления снижения рисков, исходящих от системно значимых финансовых институтов

*Источник:* Ctker-Robe I., Narain A., Ilyina A., Surti J. The Too-Important-to-Fail Conundrum:

Impossible to Ignore and Difficult to Resolve // IMF Staff Discussion Note, 2011, № 12, p.10.

### *Методы оценки.*

1. Национальные органы должны разработать методику оценки того, в какой степени банки являются системно значимыми для национальной финансовой системы.

2. Методика оценки системно значимых институтов должна отражать возможное воздействие банкротства такого банка на финансовую систему в целом.

3. Оценка воздействия банкротства системно значимых банков должна исходить из условий национальной экономики.

4. Национальные органы должны оценивать банки с точки зрения их системной значимости на уровне консолидированной группы, а регуляторы принимающей страны должны оценивать филиалы в своих юрисдикциях, учитывая их степень значимости.

5. Оценка воздействия банкротства национального системно значимого банка на внутреннюю экономику, в принципе, должна учитывать следующие факторы:

- размера финансового института;
- взаимосвязанности с другими финансовыми посредниками;
- замещаемости/финансовой инфраструктуры (включая соображения, связанные со степенью сконцентрированности банковского сектора);
- комплексности (включая дополнительную комплексность от трансграничной активности).

В дополнение, национальные органы должны учитывать другие меры/данные, о которых должны информировать показатели значимости банка с учетом размера национальной экономики.

6. Национальные органы должны проводить регулярные оценки системной значимости банков в своих юрисдикциях, чтобы убедиться, что их оценки отражают текущие условия финансовой системы, интервалы между оценками национальных системно значимых банков не должны быть больше, чем интервалы между оценками глобально значимых банков.

7. Национальные органы должны публично раскрывать информацию в он-лайн-режиме о применявшихся методах оценки системно значимых национальных банков в их юрисдикциях.

### ***Большая способность абсорбировать убытки.***

**8.** Национальные органы должны документировать методы и соображения, учитываемые при настройке уровня способности системно значимого банка абсорбировать убытки, т.е. требования, предъявляемые к национальным системно значимым банкам. Настройка показателя способности абсорбировать убытки для национальных системно значимых институтов должна включать количественные методы (если это доступно) и страновые факторы без предубеждения перед использованием надзорного утверждения.

**9.** Требование к банку относительно способности абсорбировать убытки должно быть соизмеримо со степенью его системной значимости, как указано в принципе 5.

**10.** Национальные органы должны убедиться, что применение регулирования к глобально и национально значимым банкам сопоставимо с их полномочиями. Органы регистрации банков должны предъявлять требования в отношении способности абсорбировать убытки, которые они настраивают либо на уровне материнской компании, и/либо на консолидированном уровне, а органы принимающей страны – на уровне подразделений. Органы регистрации банков должны проверять адекватность капитализации материнского банка на автономной основе, включая случаи, когда требование о способности абсорбировать убытки применяется к подразделениям глобально или национально значимых банков. Органы регистрации банков должны предъявлять более высокие требования к глобально или национально значимым банкам по способности абсорбировать убытки в случае, когда банковская группа относится к глобально или национально значимой.

**11.** В случаях, когда подразделение банка считается национально значимым в принимающей стране, надзорные органы и страны регистрации, и принимающей страны должны заключать соглашения для координации и кооперации по соответствующим требованиям абсорбации убытков, учитывая законодательные ограничения в принимающей стране.

**12.** Требования по абсорбации убытков должны полностью соответствовать требованиям к капиталу 1-го уровня. В дополнение национальные регулирующие органы могут предъявлять любые дополнительные требования и приме-

нять другие политические меры, которые, по их мнению, соответствуют рискам, порождаемым национально значимыми банками.

В качестве наиболее важных превентивных мер в отношении таких институтов, эксперты предлагают регуляторам использовать:

1) четкое определение организационно-правовых форм, доступных для финансовых посредников, ведущих трансграничные операции;

2) требование регулярного предоставления в надзорный орган ситуационных планов санации (антикризисных программ). Эти планы (так называемые «*living wills*»), в обязательном порядке составляемые и регулярно обновляемые (не реже одного раза в полгода) крупными финансовыми группами и утверждаемые надзорным органом, могут служить эффективным средством предупреждения кризисных ситуаций;

3) укрепление финансовой инфраструктуры и рынков для предотвращения цепной реакции распространения кризисных явлений (вируса) по банковской системе. К подобным мерам относятся: развитие централизованного клиринга между контрагентами (ССС); новые стандарты Комитета по платежным и расчетным системам при Банке международных расчетов (CPSS) и Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) и институтам инфраструктуры финансового рынка; совершенствование практики ведения операций на трехстороннем рынке РЕПО; улучшение защиты клиентских активов;

4) заключение «соглашений согласия» между регуляторами юрисдикций, в которых осуществляют свою деятельность трансграничные финансовые институты;

5) банки, кредитный риск которых распространяется на несколько юрисдикций, должны формировать больший контрциклический буфер капитала, отражающий средневзвешенную долю национального и международного бизнеса. Решение о возможности использования данного резерва должно активироваться принимающими регулируемыми органами (т.е. надзорным органом юрисдикции, где развивается риск).

Примеры критериев отнесения финансовых институтов к системно значимым национальными регуляторами приведены в боксе 8.2.

**Национальные системно значимые банки**

США. Комитет надзора над финансовой стабильностью (*Financial Stability Oversight Council, FSOC*), который ответственен за координацию оценки системного риска в США разработал критерии оценки для выделения системно значимых финансовых институтов и проведения над ними усиленного пруденциального надзора. Эти критерии оценки проводят различие между банковскими холдинговыми компаниями (*BHCs*), небанковскими финансовыми компаниями (*NBFCs*) и организациями финансового рынка (*FMUs*). По Закону, банковские холдинговые компании автоматически относятся к системно значимым, если у них совокупные консолидированные активы равны или превышают 50 млрд долл. Фирмы с меньшими объемами активов также могут быть отнесены к системно значимым, если:

- они функционируют в нескольких надзорных юрисдикциях;
- от них могут исходить факторы системного риска для финансовой системы или банковской системы.

Системно значимыми небанковскими финансовыми компаниями считаются компании с объемом совокупных активов в 50 и более млрд.долл., у которых превышен один из следующих пяти показателей:

- 1) 30 млрд долл. в кредитно-дефолтных свопах;
- 2) 3,5 млрд долл. в чистых деривативах пассивов;
- 3) 20 млрд долл. в совокупном непогашенном долге;
- 4) уровень левереджа 15 к 1;
- 5) доля краткосрочного долга 10%.

Комитет надзора над финансовой стабильностью оценивает величину убытков дефолта и вероятность дефолта, используя методику, включающую шесть переменных (размер, взаимосвязанность, замещаемость, левередж, риск ликвидности и разрывов ликвидности, существующая тщательность регулирования), исходя из публичной и надзорной информации. Затем Комитет проводит детальную оценку. 08.07.2013 Комитет признал два небанковских института как системно значимые: *American International Group (AIG)*, *General Electric Capital Corporation*. 20.09.2013 Комитет обнародовал, что организации финансового рынка могут быть признаны системно значимыми, если нарушения в их деятельности или банкротство могут создать значительные проблемы ликвидности или кредита для финансовых институтов или рынков. При этом учитываются 4 фактора:

- 1) совокупная денежная стоимость сделок, проходящих через организацию финансового рынка;
- 2) совокупный риск организации для ее контрапартнеров;
- 3) взаимосвязи и взаимозависимости или другие отношения организаций финансового рынка с другими организациями или платежами, клирингом или расчетами;

4) последствия банкротства организации финансового рынка для важных рынков, финансовых институтов или финансовой системы в целом.

Комитет также учитывает другие факторы.

Канада. Индикаторный подход, разработанный Базельским комитетом по банковскому надзору, использован для выделения системно значимых банков в Канаде. Надзорный орган построил свой количественный индекс на основе 5 факторов риска, исходя из канадских данных. Индекс состоит из 18 индикаторов, построенных по данным выборки банков, включающей 15 крупнейших федеральных банков (по объему активов), в т.ч. действующие в Канаде иностранные банки. Данные взяты по надзорным отчетам, отчетам платежных систем, *Bloomberg* и *Bankscope*. На основе анализа было выделено 6 системно значимых банков: *Bank of Montreal*, *Bank of Nova Scotia*, *Canadian Imperial Bank of Commerce*, *National Bank of Canada*, *Royal Bank of Canada*, *Toronto-Dominion Bank*. Анализ показал, что кроме размера (величина активов) иные факторы не значимы для канадской финансовой системы. При выделении системно значимых кредитных союзов число индикаторов было сокращено до 13, но анализ не выявил подобных институтов.

Австралия. В декабре 2013 г. Австралийские органы обнародовали свои показатели системно значимых институтов. Они опираются на принципы Базельского комитета. В Австралии в эту категорию выделены 4 банка. Они должны поддерживать достаточность капитала 1-го уровня на 1 п.п. больше, чем устанавливает стандарт Базель 3, к 01.01.2016.

Помимо следования указанным принципам, при формулировании национальных регулятивных норм в отношении глобально значимых финансовых институтов международные эксперты рекомендуют превентивно разрабатывать планы:

- сдерживающие дальнейшую концентрацию национальных финансовых систем;
- ограничивающие возможную потребность в поддержке таких институтов за счет бюджетных средств;
- позволяющие переносить часть и/или все потенциальные убытки деятельности таких институтов на акционеров и кредиторов;
- предусматривающие упорядоченный вывод с рынка глобально значимых финансовых институтов<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Zhou Jianping, Rutledge V., Bossu W., Dobler M., Jassaud N., Moore M. From Bail-out to Bail-in: Mandatory Debt Restructuring of Systemic Financial Institutions // IMF staff discussion note, 2012, April 24, № 3, 27 p.



Предполагается, что в этом случае мероприятия по санации системно значимых финансовых институтов не будут порождать моральные риски и подрывать доверие к национальным регулирующим органам, а также удастся избежать беспорядочного банкротства (ликвидации) таких посредников, при котором по всей финансовой системе распространяются кризисные явления.

### **8.3. Совершенствование практики финансового надзора за системно значимыми банками**

В январе 2014 г. Базельский комитет по банковскому надзору обнародовал рекомендации по пересмотру принципов хорошей практики банковского надзора, касающиеся деятельности глобально значимых финансовых институтов. Документ вносит изменения в действующие принципы 2010 г. при общем сохранении их основных характеристик. Обновление принципов нацелено на внесение большей ясности во взаимоотношения между надзорными органами страны регистрации материнского банка и надзорными органами принимающей страны, а также на отражение эффективной практики последних нескольких лет<sup>1</sup>.

*Принцип 1.* Надзорные органы должны усиливать на постоянной и конфиденциальной основе обмен информацией и сотрудничество для ведения эффективного надзора над международными банковскими группами. Надзорным органам следует укреплять взаимное доверие и оценки потребностей и ответственностей, на которых строятся отношения между надзорными органами.

Данный принцип делает больший упор на сотрудничество между надзорными органами различных юрисдикций, выходящее за рамки эпизодических встреч. Практическая организация сотрудничества надзорных органов может варьироваться в зависимости от обстоятельств, но не должна идти вразрез с существующими национальными или региональными соглашениями. Базовая характеристика – организация сотрудничества и процесса кооперации должна быть ясной для всех членов.

<sup>1</sup> Revised good practice principles for supervisory colleges. – Basel Committee on Banking Supervision. Issued for comment, 2014, January, 29 p.

**Принцип 2.** Структуры надзорных органов должны быть структурированы так, чтобы усиливать эффективный надзор за международными банковскими группами, учитывая их масштабы, структуру и комплексность, их значимость для принимающих юрисдикций и соответствующих потребностей их надзорных органов. В этих целях надзорные органы могут использовать единый форум, разнообразные или меняющиеся подструктуры, поскольку единообразная структура не подходит для всех банков.

Данный принцип предполагает необходимость нахождения баланса между ключевой эффективностью надзорной деятельности и условиями принимающей страны. Надзорные органы страны регистрации материнского банка должны придерживаться гибких методов участия и открытости в сотрудничестве с надзорными органами принимающей страны, включая участие коллег в оценке банка, например, определение членства коллег может включать, относит ли надзорный орган принимающей страны подразделение зарубежного банка к национально системно значимым банкам.

**Принцип 3.** Надзорные органы должны делать все возможное для обмена необходимой информацией по основным рискам банковских групп, их уязвимостям и практикам риск менеджмента. Взаимное доверие и добрая воля в сотрудничестве являются ключом к эффективному двустороннему обмену данными. Для ускорения данного процесса надзорные органы-коллеги должны заключать соглашения о конфиденциальности между собой или включать эти условия в меморандумы о взаимопонимании.

Данный принцип предполагает, что надзорные органы страны регистрации материнского банка и принимающей страны создадут механизмы и определяют каналы эффективного и своевременного двустороннего обмена информацией.

**Принцип 4.** Каналы коммуникаций между надзорными органами-коллегами должны способствовать эффективному, легкому в использовании, интегрированному и конфиденциальному обмену информацией. Надзорный орган страны регистрации материнского банка создает коммуникационные каналы, доступные для коллег, а надзорные органы принимающих стран должны их использовать на регулярной основе.

Между встречами представителей надзорных органов разных юрисдикций использование видео- и/или аудиоконференций может быть средством, способствующим обмену надзорными оценками. Подобные конференции могут проводиться от случая к случаю, когда возникают соответствующие потребности в обсуждении. Списки контактов должны постоянно обновляться с указанием ответственностей сотрудников. Надзорный орган принимающей страны должен информировать надзорный орган страны регистрации материнского банка об особых соглашениях о соблюдении конфиденциальности, которые могут влиять на использование коммуникационных каналов.

**Принцип 5.** Надзорные органы-коллеги должны развивать сотрудничество между членами в целях повышения эффективности надзора за международными банковскими группами. Работа по сотрудничеству должна основываться на соглашениях между надзорными органами и учитывать национальные законодательные ограничения.

Когда установлены роли и функции надзорных органов-коллег, работа по развитию сотрудничества должна учитывать сущность, масштабы и комплексность банковской группы. Работа по сотрудничеству может вестись на разных уровнях иерархии надзорных органов. В ряде случаев к ней могут привлекаться руководители среднего звена.

Надзорный орган страны регистрации материнского банка, как правило, должен руководить координацией работы между надзорными органами. Другие надзорные органы, согласившиеся участвовать в сотрудничестве, должны быть ознакомлены о любых законодательно-нормативных ограничениях или ограничениях по конфиденциальности, способных влиять на уровень сотрудничества. Они также должны согласиться на роли каждого надзорного органа, вовлеченного в работу, и на степень их доступа к результатам совместных оценок.

Распределение и закрепление задач не должно освобождать надзорные органы от их обязательств. В частности, сотрудничество не предполагает делегирование отдельных надзорных полномочий и правомочия принятия совместных решений.

**Принцип 6.** Взаимодействие между надзорными органами и банковской группой должно дополнять взаимодействие между отдельными надзорными органами (внутренними и внешними).

Данный принцип стимулирует надзорные органы на установление обратной связи с банками и формирование таких связей.

**Принцип 7.** Этот принцип, отражая сосуществование надзорных органов и групп управления кризисами, можно назвать «готовность к кризису». Принцип проводит различие между банками, которые отнесены к национально системно значимым, и другими банками, таковыми не являющимися. В отношении первых должна регулярно проводиться проверка их готовности к стрессовым ситуациям.

Что касается глобально и национально значимых банков, то соответствующие органы должны создавать группы управления кризисом, которые осуществляют детальное планирование управления кризисом, а надзорные органы выполняют вспомогательную роль. Что касается банковских групп, которые не являются глобально значимыми, или не создаются группы по управлению кризисом, надзорные органы должны обеспечивать планирование и координацию надзорной деятельности по подготовке к и во время стрессовых ситуаций. В отношении таких банковских групп надзорные органы должны разрабатывать план готовности к кризису, в котором бы устанавливались функции и приоритеты их взаимодействия с коллегами из других юрисдикций, а также соответствующими органами (например, центральными банками, министерствами финансов, агентствами страхования депозитов) в период кризиса.

*Совершенствование финансового надзора.* Предстоит, по мнению МВФ, Совета по финансовой стабильности, группы стран «Большой двадцатки» и Базельского комитета по банковскому надзору, усовершенствовать финансовый надзор по пяти ключевым направлениям:

- формирование системы надзора за деятельностью финансовых посредников, дающей каждому участнику рынка законные и равные шансы для успешной деятельности;
- повышение эффективности государственного контроля;

- создание гармоничных механизмов разрешения проблем финансовых институтов на национальном и трансграничном уровнях;
- формирование всеобъемлющей макропруденциальной системы регулирования и надзора;
- расширение финансового надзора, который должен быть ориентирован на учет рисков не только отдельных банков, но и финансовой системы в целом.

*Стандарты финансовой отчетности.* На последних встречах «Большой двадцатки» было объявлено о необходимости разработки в среднесрочной перспективе единого глобального свода стандартов финансовой отчетности, внедрение которого позволило бы кардинально повысить уровень транспарентности мировых финансовых рынков. Одновременно было признано, что повышение уровня транспарентности финансовых рынков не должно стимулировать их участников на поиск всевозможных лазеек обхода уже действующих стандартов учета МСФО, поэтому надзорным органам следует внимательно контролировать их строгое выполнение.

Так, одним из уроков кризиса стало то, что стандарты бухучета (особенно *IAS 39*) требуют от банков определять размер провизий на основе «произошедших», а не ожидаемых потерь. Хотя действующие международные бухгалтерские стандарты и способствовали ограничению масштабов арбитражного манипулирования доходами, но их применение позволяет банкам занижать размер провизий в большей степени, чем многие надзорные органы считают пруденциальным на фазе экспансии кредитного цикла. По этой причине ряд надзорных органов (например, в Бразилии, Южной Корее, Филиппинах, Гонконге) установили требования по провизиям выше, чем предлагает *IAS 39*. Испания, Колумбия, а недавно и Перу применяют так называемые динамические резервы, которые действуют контрциклически.

#### **8.4. Первые результаты перехода на новые принципы регулирования и надзора системно значимых институтов**

Страны-члены Базельского комитета пришли к согласию, что перечисленные принципы регулирования и эффектив-

ного надзора над финансовыми посредниками, относимыми к системно значимым, будут внедрены в национальные практики пруденциального регулирования в течение трех лет после выделения институтов в качестве системно значимых. Для контроля за соблюдением достигнутых договоренностей страны-члены поручили Базельскому комитету банковского регулирования и надзора создать рабочую надзорную группу, к полномочиям которой был отнесен регулярный мониторинг готовности глобально системно значимых институтов к переходу на более жесткие регулятивные требования с 01 января 2016 г. Рабочая группа на ежегодной основе должна предоставлять результаты мониторинга Совету по финансовой стабильности, начиная с конца 2013 г. Первый обзор готовности к новым стандартам глобально значимых банков был подготовлен рабочей группой в конце 2013 г. Оценка проводилась в отношении тех глобально значимых банков, которые были отнесены к данной категории в 2011 и 2012 гг. Для проведения самооценки рабочей группой был разработан специальный вопросник, охватывающий все 12 принципов. Всего в обследование было вовлечено 30 глобально значимых банков.

Ответы банков были анонимными и направлялись в секретариат Базельского комитета национальными надзорными органами. Рабочая группа проанализировала полученные от респондентов ответы на условия строгой конфиденциальности информации.

В целом, по мнению экспертов рабочей группы, ответы глобально значимых банков демонстрируют, что их менеджмент осознает важность перехода на принципы, разработанные Базельским комитетом, и предполагают, что к установленному сроку они будут отвечать новым требованиям. Ответы банков также свидетельствуют, что в среднем по всем 11 принципам глобально значимые банки оценивают свою готовность на 2,8 балла (4 балла – наивысший рейтинг). Наименее готовыми глобально значимые банки оказались к введению в действие трех принципов:

- второго (архитектура данных и ИТ инфраструктура);
- третьего (точность и честность раскрываемых данных и информации);
- шестого (применимость).

**Рейтинг самооценок глобально значимых банков их соответствия  
новым принципам Базельского комитета, количество банков**

	пр. 1	пр. 2	пр. 3	пр. 4	пр. 5	пр. 6	пр. 7	пр. 8	пр. 9	пр. 10	пр. 11	
Полное соответствие	0	0	0	0	2	1	0	8	3	2	7	
Соответствие во многом	25	14	18	22	17	15	21	20	26	21	23	
Материально несоответ.	5	16	12	8	11	14	9	2	1	7	0	
Несоответ.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Средний рейтинг	2,8	2,5	2,6	2,7	2,7	2,6	2,7	3,2	3,1	2,8	3,2	
	управление/ИТ инфраструктура					возможности агрегирования данных о рисках					Практика раскрытия данных о рисках	

*Источник:* Basel Committee on Banking Supervision Progress in adopting the principles for effective risk data aggregation and risk reporting // 2013, December, p.2.

О неготовности к их введению сообщила почти половина глобально значимых банков. Многие из них сталкиваются с проблемами, связанными с анализом агрегированных данных, характеризующих динамику факторов риска, и управлением ими.

В то же время глобально значимые банки в своих ответах сообщали, что в наибольшей мере они готовы соответствовать принципам 11, 8 и 9. По мнению экспертов рабочей группы, такие результаты сложно комментировать и интерпретировать, т.к. те принципы, к вступлению в силу которых глобально значимые банки еще не готовы, образуют основы соответствия тем принципам, в отношении которых они указали наибольшую готовность. Тем не менее, рабочая группа отмечает, что и глобально значимые банки, и надзорные органы юрисдикций их регистрации полагают, что к конечной дате все институты будут соответствовать новым, более жестким требованиям.



## Глава 9.

# Макропруденциальное регулирование небанковских финансовых посредников

Глобальный финансовый кризис 2007–2009 гг. вскрыл серьезный провал регулирования финансовой отрасли – наличие масштабного сектора финансового посредничества, не подпадавшего под регулятивные требования органов управления, т.е. финансовое посредничество вне сферы традиционных банковских систем (см. схему 9.1). В этом плане к нему стали применять термин «теневая» банковская система. Наличие практически нерегулируемого финансового посредничества наряду с регулируемым банковским сектором позволяло институтам последнего часть бизнеса перемещать в менее зарегулированные сегменты финансового рынка. В результате:

- развитие теневой финансовой системы позволяло системно значимым финансовым институтам занижать свои обязательства по соответствию регулятивным пруденциальным требованиям;

- фактически бесконтрольная деятельность институтов небанковского финансового посредничества создавала повышенные системные риски для национальных финансовых систем;

- кредитная и подобная ей активность институтов небанковского финансового посредничества способствовала быстрому росту цен на финансовые активы, леввереджу финансовых институтов и организаций реального сектора.

Тем самым небанковское финансовое посредничество стало серьезным источником системного риска и уязвимостей для национальных финансовых систем.

Изучение каналов распространения кризисных явлений по национальным и глобальным финансовым системам показало, что у регулирующих и надзорных органов не было агрегированного представления ни о фактических размерах небанковских финансовых систем, ни об их взаимосвязях с регулируемым банковским сектором. По поручению «Большой

шой двадцатки» Совет по финансовой стабильности приступил к изучению особенностей функционирования небанковского финансового посредничества, постоянно совершенствуя концептуальные подходы, статистические методы и свои рекомендации по регулированию и эффективному надзору за деятельностью институтов небанковского финансового посредничества. Совет по финансовой стабильности также ведет регулярный мониторинг эволюции небанковского финансового посредничества, обнародовав годовые отчеты 2011, 2012 и 2013 гг. о функционировании данного сегмента финансовых систем за, соответственно, 2010, 2011 и 2012 гг.

### 9.1. Понятие теневой банковской системы

Термин «теневой банкинг» ввел в научный оборот Паул Маккалей (*McCulley*) в 2007 г. на ежегодном симпозиуме ФРБ Канзаса в Джексон-холле. Но описание отдельных характеристик небанковского финансового посредничества встречалось и в более ранних публикациях, хотя сам термин еще не использовался. Уже в середине 2000-х гг. особое внимание эксперты уделяли потенциальным рискам, исходящим от нерегулируемого или недостаточно регулируемого финансового посредничества.

Определение теневой финансовой системы еще окончательно не устоялось. В большинстве исследований используется общее определение данного явления, сформулированное Советом по финансовой стабильности (2011). Совет по финансовой стабильности определяет теневое финансовое по-

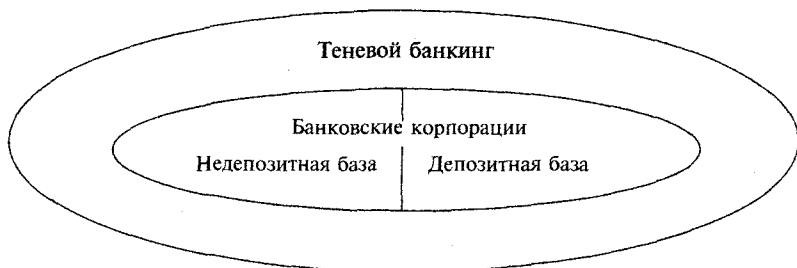


Схема 9.1. Взаимосвязи между банковскими институтами и небанковской финансовой системой

средничество *широко*, как «кредитное посредничество, включая организации и активность вне регулируемой банковской системы». Хотя такое определение во многом отражает экономический смысл активности небанковских финансовых институтов, в целях эмпирического анализа эксперты часто используют более *узкий* подход, понимая под теневым финансовое посредничество, экономически подобное банковской деятельности, включая передачу и снижение рисков контрапартнеров. В этом плане, с одной стороны, традиционный банковский сектор, взаимодействуя с небанковскими финансовыми институтами, может передавать им часть собственных и клиентских рисков, тем самым улучшая свои формальные финансовые показатели. С другой стороны, взаимодействие с институтами небанковского финансового посредничества само по себе выступает источником серьезных (как эндогенных, так и экзогенных) системных рисков, в том числе внешних, для национальных банков и национальной финансовой системы (см. схему 9.2).

Ряд авторов в целях операционного анализа и разработки регулятивных требований к небанковским финансовым институтам предлагает разграничивать два направления их взаимодействий с традиционными банками:

1. «Тень» внутри банка. Доступ к системам страхования депозитов поощряет банковские холдинги концентрировать большую часть операционных рисков в депозитных подразделениях. Это позволяет банковским холдингам повышать эффективность фондирования. Но одновременно подобная

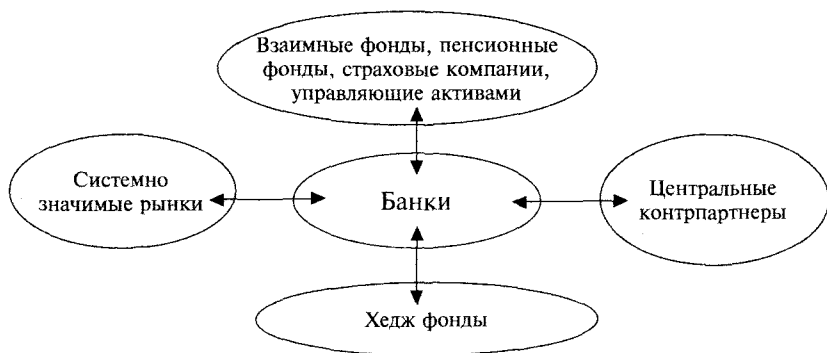


Схема 9.2. Взаимосвязи между банковскими и небанковскими финансовыми институтами

бизнес-модель в случае материализации системного или рыночного шока перекладывает затраты на покрытие убытков на системы страхования вкладов, т.е. на налогоплательщиков. Например, в США после слияния *Bank of America (BoA)* и *Merrill Lynch (ML)* портфель деривативов *ML* был перемещен в депозитное подразделение объединенного *BoA-ML*. Подобная практика крупных банковских холдингов и групп порождает серьезные регулятивные проблемы и конфликты интересов. К «теневой» деятельности сторонники такого подхода относят операции секьюритизации, сделки с деривативами и посредничество в цепочках предложения ликвидного обеспечения.

2. «Тень» вне банка. В этом случае к теневому финансовому посредничеству относят взаимодействия между банками и другими финансовыми институтами (хедж фондами, страховщиками, центральными контрапартнерами, кастодианами, пенсионными фондами, взаимными фондами рынка денег, микрофинансовыми организациями и др.).

Помимо указанного разделения теневого финансового посредничества в целях эффективного регулирования и надзора во многих юрисдикциях, следуя рекомендациям Совета по финансовой стабильности, в последние годы стали выделять особую группу небанковских посредников – системно значимые небанковские институты. Так, по закону Додда-Франка в США был создан Комитет по надзору над финансовой стабильностью, в полномочия которого были включены регулирование и надзор за деятельностью небанковских финансовых институтов. Комитет разработал несколько критериев отнесения небанковского финансового института к системно значимым (см. бокс 9.1).

Опираясь на эти критерии, Комитет выделил 50 небанковских системно значимых институтов. В отношении данных институтов Комитет разработал регулятивные требования, подобные применяемым в отношении системно значимых банков. В частности, были введены:

- жесткие требования по объемам кредитов, которые они могут привлекать от традиционных банков;
- запрет на выделение ими кредитов спецурлицам (*SPV*);
- лимиты кредитования одного (группы взаимосвязанных) заемщика;

– лимит предельно допустимой взаимосвязанности активов в 500 млрд долл.;

– норматив максимального кредитного риска в 10%.

*Факторы, способствующие росту небанковского финансового посредничества.* В общем плане в посткризисных исследованиях было выделено несколько факторов, стимулировавших развитие небанковского финансового посредничества в предшествовавший глобальному кризису период:

– углубление финансовых рынков как в развитых странах, так и странах с формирующимися рынками;

– увеличение глобального спроса на высоколиквидные и относительно безрисковые активы, существенно превышающего предложение краткосрочного суверенного долга на глобальных торговых площадках;

– широкое распространение процедур секьюритизации активов как источника фондирования крупных банков;

– провалы рынка в процессе секьюритизации, позволявшие финансовым институтам наращивать левередж, используя для фондирования операции трехстороннего репо;

– дефицит ликвидного надежного обеспечения, требуемого для эффективного управления ликвидностью как крупными финансовыми институтами, так и управляющими казначейств крупных корпораций;

– процессы продвижения на рынки инновационных финансовых продуктов;

– усиление взаимозависимостей между банками и небанковскими финансовыми институтами;

– правила банкротства финансовых институтов, действовавшие в ряде развитых экономик и позволявшие исключать из конкурсной массы вложения в деривативы и сделки репо;

– бизнес стратегии банковских холдингов, ориентированные на снижение издержек за счет, с одной стороны, оптового краткосрочного фондирования, а с другой, – легального обхода действующих регулятивных требований (использование выгод регулятивного арбитража).

Каналы взаимодействия и взаимосвязей между институтами небанковского финансового посредничества, в свою очередь, становились источниками системного риска для национальных банковских систем.

*Структура небанковского финансового посредничества.* Состав финансовых организаций, включаемых в теневую финансовую систему в различных юрисдикциях, варьируется. По мере обобщения опыта разных стран и развития статистического учета, в будущем он, скорее всего, продолжит меняться. В отчете 2013 г. Совет по финансовой стабильности выделил 9 категорий небанковских финансовых посредников:

- взаимные фонды рынка денег;
- финансовые компании;
- структурированные финансовые лица;
- хедж фонды;
- фонды и трасты инвестирования в собственность;
- фонды облигаций;
- другие инвестиционные фонды;
- брокеры/дилеры;
- прочие организации (2%).

В 2012 г. самым крупным компонентом теневого финансового посредничества был подсектор «другие инвестиционные фонды», на его долю приходилось 21 трлн долл. активов, или 35% теневого сегмента финансового посредничества. Вторым по объему активов был подсектор «брокеры/дилеры», располагавший активами в 7 трлн долл., или 12%; третьим – структурированные финансовые лица – 5 трлн долл., или 8%.

Обследования, проводимые Советом по финансовой стабильности, показывают, что состав подсекторов небанковского финансового посредничества в развитых юрисдикциях и странах с формирующимися рынками значительно различается. Так, в отчете Совета по финансовой стабильности (2012) Резервный Банк Индии отмечал большое значение для национального финансового сектора активности микрофинансовых организаций, особенно привлекающих вклады населения, а также общественных финансовых институтов. А в Нидерландах небанковские финансовые посредники в основном представлены «особыми финансовыми институтами», которых в 2012 г. насчитывалось около 14 тыс. Как правило, они принадлежат транснациональным компаниям, которые их используют как механизмы привлечения внешнего фондирования и проведения операций внутри группы.

*Масштабы небанковского финансового посредничества.* В отчете Совета по финансовой стабильности (2013) о тенденциях развития теневой финансовой системы в 2012 г. отмечено несовершенство применяемых статистических методов учета операций данного сегмента финансового сектора, различия в определениях типов институтов и организаций, применяемых в различных юрисдикциях, что затрудняет формирование агрегированного представления о масштабах небанковского финансового посредничества. В частности, в отчете Совета по финансовой стабильности выделено несколько серьезных провалов в раскрытии данных и несоответствий в представляемых регулируемыми органами данных. В ряде юрисдикций, включаемых в регулярный мониторинг небанковского финансового посредничества:

- не ведется статистика потока фондов (*flow funds*);
- не собираются данные о взаимосвязях между банковской и небанковской финансовыми системами, а также о факторах риска, исходящих от их функционирования;
- в отдельных юрисдикциях фонды инвестирования в недвижимость не относятся к финансовым институтам, по этой причине их деятельность не учитывается в данных финансовой статистики;
- не учитываются взаимосвязи национальных финансовых систем с зарубежными небанковскими системами, особенно в оффшорных центрах;
- используются приблизительные экспертные оценки в силу недоступности соответствующих данных.

Тем не менее, с учетом неполноты учитываемых данных, Совет по финансовой стабильности сообщает о росте масштабов небанковского финансового посредничества в посткризисный период (в соответствии с данными по 25 юрисдикциям и зоне евро в целом). Вместе на указанные 30 юрисдикций приходится около 90% глобальных трансграничных требований.

- За 2012 г. финансовые активы небанковских финансовых посредников выросли на 5 трлн долл., достигнув 71,2 трлн долл., или 117% мирового ВВП (в 2007 г. — 125%). В то время как в 2002 г. объем их активов составлял только 26 трлн долл.

- Доля небанковского финансового посредничества в совокупном финансовом посредничестве в последние три года

оставалась относительно стабильной — около 24%, что несколько меньше, чем на пике в 2007 г., когда она достигала 27%.

- В 2012 г. доля банковской системы в совокупном финансовом посредничестве составляла 46,7%, соответственно совокупные активы других финансовых посредников — около половины от объема активов банковских систем юрисдикций выборки.

- За США сохранилось первое место по масштабам небанковского финансового посредничества (26 трлн долл.), затем следуют Великобритания (9 трлн долл.), Япония (4 трлн долл.).

- В трех юрисдикциях (Нидерландах, Великобритании, Швейцарии) размеры небанковского финансового посредничества более чем в два раза превышают их ВВП, что во многом обусловлено их ролью глобальных финансовых центров или сосредоточения финансовой активности зарубежных институтов.

- В странах с формирующимися рынками небанковское финансовое посредничество остается относительно небольшим, как доля ВВП. В Индии, Турции, Индонезии, России, Саудовской Аравии объем небанковского финансового посредничества остается меньше 20% ВВП.

- В трех юрисдикциях (Великобритания, Испания, Италия) объем небанковского финансового посредничества в 2012 г. сократился.

- В 2012 г. темпы роста небанковского финансового посредничества значительно различались по юрисдикциям: от -11% в Испании, до +42% в Китае.

- Для стран с формирующимися рынками в 2012 г. были характерны самые высокие темпы роста небанковского финансового посредничества. В 4 странах (Китай, Аргентина, Индия, ЮАР) годовой темп его прироста превышал 20%.

Отчет Совета по финансовой стабильности (2013) отмечает, что в ряде развитых экономик в результате проведения финансовых реформ доля небанковского финансового посредничества несколько сокращается, в частности, в Канаде и Великобритании.



## 9.2. Основные направления изучения небанковского финансового посредничества

В посткризисный период среди исследований, посвященных изучению теневой финансовой системы, эксперты выделяют два основных направления<sup>1</sup>.

В публикациях, относимых к *первому* направлению, упор делается на факторах, стимулировавших быстрое расширение небанковского финансового посредничества, и рисках, исходящих от его активности для национальных финансовых систем и банковского сектора. В качестве основного фактора, вызвавшего бурный рост теневых финансовых систем, сторонники данного направления выделяют повышенный спрос, в первую очередь, со стороны институциональных инвесторов на высоколиквидные и низкорисковые активы – «частные деньги». Спрос на безопасные активы, измеренный как доля ВВП, исторически довольно устойчив. Для его удовлетворения институциональные инвесторы и управляющие казначейств, как правило, используют суверенные и частные долговые инструменты. Ограниченное предложение высоконадежных инструментов краткосрочного суверенного долга и депозитов привело к росту спроса на ликвидные и передаваемые частные деньги. Банки, отвечая на спрос на частные безопасные активы, стали предлагать их посредством выделения траншей денежных потоков, диверсификации портфелей активов и снижения рисков, используя посредничество небанковских финансовых институтов. Это позволяло банкам снижать свою формальную подверженность рискам, а также риски субъектов спроса. Но одновременно сами банки в процессе создания частных безопасных активов становятся подвержены риску развития обратных событий. В ряде эмпирических исследований было доказано, что предпочтение инвесторами безопасных частных активов формирует у банков нестабильный рост леввереджа в обычных условиях. Фактический размер такого леввереджа становится очевидным в стрессовых условиях, что порождает массовые паники («набеги» на частные деньги), подобные банковским

---

<sup>1</sup> Claessens S., Pozsar Z., Ratnovski L., Singh M. Shadow Banking: Economics and Policy // International monetary fund staff discussion note, 2012, № 12, Dec.4, p.5.

паникам. Поскольку участники сделок не принимают на себя риск потенциального стресса, то и объем создаваемых в обычных условиях частных денег может быть чрезмерным.

Сторонники *второго* направления исследований теневой финансовой системы фокусируют внимание на провалах рынка в процессе секьюритизации активов как основного фактора, стимулирующего ее развитие. Посткризисные исследования показали большое значение секьюритизации для фондирования крупных финансовых институтов, при этом, вынося пулы активов за баланс в процессе секьюритизации, банки не учитывали вероятность обращения на них требований досрочного погашения вторичных долговых обязательств. Секьюритизация активов позволяла финансовым институтам наращивать леввередж, используя для фондирования операции репо, главным образом трехсторонних. Сторонники этого направления исследований также отмечали в качестве важного драйвера роста небанковского финансового посредничества стратегии регулятивного арбитража в целях обхода наиболее жестких регулятивных требований в отношении традиционного банковского сектора.

### **9.3. Особенности функционирования теневого финансового посредничества**

Формулировка пруденциальных регулятивных требований к небанковским финансовым институтам опирается на уже выявленные сложившиеся модели операций, взаимосвязей с регулируемым банковским сектором и оцененные тренды эволюции. В этом плане зачастую операции небанковских финансовых посредников рассматриваются как форма регулятивного арбитража. Банковское дело относится к сильно зарегулированным видам коммерческой деятельности, что порождает естественный ответ отрасли — стремление обойти регулятивные требования, например, посредством вывода на рынок новых продуктов. В то же время проведение финансовых операций изначально построено на использовании разных форм арбитража. Поэтому без проведения комплексного анализа сути предлагаемых финансовых услуг, включающих активность теневого финансового посредничества, нельзя однозначно определить, нацелен ли конкретный продукт на

удовлетворение рыночного спроса (выполняет нужную экономическую функцию) или же предназначен исключительно для обхода регулятивных требований. Разделение факторов рыночного спроса и регулятивного арбитража важно для разработки и реализации эффективного регулирования теневого посредничества и присущих ему рисков.

Аналогично традиционным банкам, небанковские финансовые посредники осуществляют кредитное посредничество между сберегателями и заемщиками и управляют рисками контрапартнеров. Эта деятельность возникает вне регулируемого банковского сектора, но при тесном взаимодействии с ним (см. бокс 9.1). Деловая активность небанковских финансовых институтов различается в зависимости от сегментов рынка капиталов, на которых они главным образом создают и распространяют определенные типы активов. Два вида активности небанковских финансовых институтов оказывают наибольшее воздействие на уровень системного риска в финансовой системе, это – секьюритизация активов и посредничество при выделении высоколиквидного и надежного обеспечения. Регулирование и эффективный надзор за этими видами деятельности наиболее важны для поддержания экономической и финансовой стабильности.

При секьюритизации небанковские финансовые посредники удовлетворяют спрос банков и управляющих казначействами корпораций на высоко ликвидные и безопасные активы. Система небанковских финансовых институтов посредством выделения и перепковки рисков, создает безопасные («AAA») долгосрочные активы в форме траншей денежных потоков от долговых обязательств (передача кредитного риска), а затем через определенные механизмы трансформирует их в пулы краткосрочных активов (трансформация срочности), которые используются для привлечения фондирования на краткосрочном рынке денег. Такие «безопасные» активы затем хранят на своих балансах коммерческие банки (и долгосрочные, и краткосрочные) и институциональные пулы денег (краткосрочные активы, хранимые фондами рынка денег и взаимными фондами).

Выполняя функцию посредничества при предоставлении высоколиквидного и надежного обеспечения, небанковские финансовые посредники удовлетворяют спрос агентов на

### Небанковское финансовое посредничество в Индии

В финансовой системе Индии доминируют банки, на долю небанковских финансовых посредников приходится около 6,5% совокупных активов финансового сектора. Резервный банк Индии уполномочен регулировать и осуществлять надзор за деятельностью небанковских финансовых посредников.

По типу деловой активности в составе небанковских финансовых посредников Резервный банк Индии выделяет:

- компании финансирования активов;
- кредитные компании;
- инвестиционные компании;
- компании финансирования инфраструктуры;
- компании инвестиций в основные фонды;
- микрофинансовые компании;
- компании-факторы.

За последние 15 лет в небанковском финансовом секторе происходила постепенная консолидация. Так, если в 1998 г. в стране насчитывалось около 1500 небанковских организаций, принимавших депозиты, то в 2012 г. их стало менее 300. На долю системно значимых небанковских финансовых компаний (к системно значимым небанковским финансовым посредникам с 2006 г. относят компании, чьи активы равны или превышают 1 млрд рупий), не принимающих депозиты, приходится примерно 70% совокупных активов небанковской финансовой системы. Детальную оценку деятельности системно значимых недепозитных небанковских финансовых компаний Резервный банк Индии проводит с 2010 г.

Хотя в настоящее время, по мнению Резервного банка Индии, небанковская финансовая система не является источником системного риска, но от отдельных ее сегментов могут исходить угрозы. К ним центральный банк относит:

1. Взаимосвязанность. Небанковские финансовые посредники взаимосвязаны с другими институтами финансовой системы. В частности, для небанковских финансовых компаний важным источником фондирования являются банковские кредиты. Так, за 2010–2011 г. объем полученных небанковскими финансовыми посредниками от банков кредитов вырос на 54,7%, в то время как их кредиты клиентам – только на 30,4%. В последующем данная тенденция сохранилась. Они могут столкнуться с проблемами, если будет ограничено банковское кредитование.

2. Микрофинансовые институты. Данный сектор финансовой системы переживает период быстрого роста. Но очень высокие процентные ставки и комиссии, кредитование сверх возможностей домашних хозяйств погасить долг и другие выявленные практики микрофинансовых институтов требуют изменения пруденциальных требований.

3. Разрывы в регулировании деятельности банков и небанковских финансовых посредников. Так, хотя капитальные требования к небанковским финансовым посредникам выше, но для них установлены более мягкие правила классификации кредитов как неработающих. На принимаемые небанковскими институтами депозиты не распространяется система страхования депозитов. Регулятивные требования и по другим аспектам деятельности также значительно различаются, что создает возможности для регулятивного арбитража. А на небанковские финансовые институты, создаваемые штатами, вообще не распространяются какие-либо требования, они также исключены из сферы надзора.

*Источник:* Global Shadow Banking Monitoring Report 2013. – Financial Stability Board, 2013, pp. 12-15.

безопасные активы, снижая риск контрапартнера (см. схему 9.3). Предоставление подобных обеспечений требуется при заключении широкого спектра финансовых сделок: фондирование отдельными траншами (главным образом небанковских инвесторов); кредитование ценными бумагами; хеджирование (включая деривативы OTC). Поскольку предложение высоконадежного обеспечения ограничено, основная функция соответствующих финансовых посредников – организовать повторное использование обеспечения при заключении крупных сделок.

С учетом отмеченных функций, небанковские финансовые институты выполняют две общие с традиционными банками роли финансового посредничества. По стороне *пассивов* балансов финансовых институтов: предоставляют безопасные требования (посредством секьюритизации) или повышают безопасность требований (посредством трансформации обеспечения) для субъектов финансовой системы. По стороне *активов* балансов финансовых институтов: они предоставляют кредит заемщикам посредством того, что помогают традиционным банкам наращивать пассивы.

Глобальный финансовый кризис выявил системные риски, порождаемые небанковской финансовой системой:

1. Создание частных «безопасных» активов посредством секьюритизации прервалось непосредственно перед глобальным финансовым кризисом, когда участники рынка обязательств, создаваемых в процессе секьюритизации, осознали

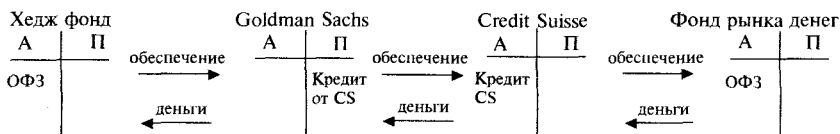


Схема 9.3. Пример цепочки предложения обеспечения

*Источник:* Claessens S., Pozsar Z., Ratnovski L., Singh M. Shadow Banking: Economics and Policy // International monetary fund staff discussion note, 2012, № 12, Dec.4, p.15.

серьезность совокупных рисков, исходящих от подобных активов. Возможность краха рынка секьюритизированных активов участниками финансового рынка не прогнозировалась, равно как и вероятность необходимости погашать вынесенные за балансы активы.

2. Посредничество небанковских финансовых институтов при выделении высоколиквидных и надежных обеспечений опирается на создание механизмов использования одного и того же обеспечения в нескольких сделках (цепочек поставок). В стрессовых условиях, в силу присущей моделям бизнеса дилеров/брокеров нестабильности, инвестиционные институты сталкиваются с наплывами требований клиентов и поставщиков краткосрочного фондирования. Это приводит к сжатию и/или приостановке функционирования кредитных рынков. Подобная практика ставит регуляторов перед сложным выбором. С одной стороны, для снижения подверженности финансовой системы подобным наплывам требований и смягчения рисков финансовой стабильности регуляторы заинтересованы в снижении леввереджа финансовых институтов и в коротких цепочках поставки обеспечений. С другой стороны, уменьшение доступности ликвидных обеспечений и более короткие цепочки их поставки повышают издержки привлечения капитала для реального сектора экономики.

3. Широкое использование регулятивного арбитража как традиционными банками, так и небанковскими финансовыми институтами в стрессовых условиях порождают серьезные фискальные риски, связанные с кризисным управлением и санацией финансовых институтов.

Развитие теневой финансовой системы стало возможным благодаря финансовым инновациям и технологиям (напри-

мер, секьюритизации, улучшениям систем инициации и распределения) и общей благоприятной среде (низкие средние мировые процентные ставки и рост глобальных сбережений). Хотя объемы секьюритизации активов сжались в кризис, объем операций с обеспечением остается значительным, т.к. все более глобально интегрированная финансовая система нуждается в ограничении рисков контрапартнера. По мере восстановления агрегированной экономической активности и ужесточения регулирования традиционного банкинга, небанковское финансовое посредничество будет только расти.

#### **9.4. Направления совершенствования регулирования теневого финансового посредничества**

Крупнейшая небанковская финансовая система была до глобального финансового кризиса в США. В настоящее время 2/3 глобальной небанковской финансовой системы функционирует вне США, главным образом в зоне евро и Великобритании. В посткризисный период небанковское финансовое посредничество стало быстро развиваться и во многих странах с формирующимися рынками. Перенос значительной доли активности небанковских финансовых институтов на новые рынки и юрисдикции несколько уравнивает сжатие теневой финансовой системы в США после кризиса. Отсутствие на этих сегментах мировых рынков адекватного и эффективного регулирования активности небанковских финансовых институтов и понимания комплексности проводимых ими операций, по мнению экспертов, требует проведения серьезных реформ финансового регулирования.

Анализ, проведенный экспертами Совета по финансовой стабильности, позволил выделить четыре направления возможного реформирования регулирования деятельности небанковских финансовых посредников:

- 1) устранение возможностей для регулятивного арбитража;
- 2) снижение системных рисков, исходящих от небанковской финансовой системы (включая регулирование деятельности банков-дилеров, фондов рынка денег, финансовых инноваций и комплексности продуктов);
- 3) снижение давления со стороны спроса на услуги небанковских финансовых институтов, включая возможность при-

способления к дефициту безопасных и ликвидных активов посредством эмиссии правительством краткосрочного долга или частного долга под бюджетные гарантии;

4) учет при разработке пруденциальных требований к небанковским финансовым институтами потенциальных макроэкономических и монетарных последствий их деятельности.

В ноябре 2012 г. Совет по финансовой стабильности обнародовал рекомендации по регулированию и эффективному надзору за деятельностью небанковских финансовых институтов. Совет по финансовой стабильности обращает внимание регулирующих органов на пять сфер, где введение адекватных регулятивных требований может смягчить потенциальный системный риск, порождаемый их деятельностью (см. таблицу 9.1).

Совет по финансовой стабильности подчеркивает важность применения двухшагового подхода к надзору за ситуацией на рынках активности небанковских финансовых институтов (см. схему 9.4):

- Первый шаг: в целях мониторинга регулятор должен прогнозировать чистые инвестиционные позиции таких институтов, отслеживая динамику совокупного кредитного посредничества небанковскими институтами, чтобы сбор данных и надзор распространялись на все сферы, где потенциально возможно формирование рисков, исходящих от теневой банковской системы;

- Второй шаг: в целях более эффективного воздействия на активность небанковских финансовых институтов регулятору следует, как минимум, выделять четыре подгруппы небанковского кредитного посредничества: трансформацию срочности/ликвидности; опасную передачу кредитного риска; уровень леввереджа финансовых институтов; формы и методы регулятивного арбитража.

В целом, анализ, постоянный мониторинг и реформирование регулирования теневой банковской системы должны способствовать поддержанию финансовой стабильности посредством устранения и/или снижению воздействия:

- отсутствия открытости в деятельности небанковского финансового посредничества;

- процикличности леввереджа и взаимосвязанности между институтами банковской и небанковской финансовых сис-



**Направления реформирования регулятивных требований  
к небанковским финансовым посредникам**

Направления реформирования	Возможные пруденциальные требования
1. Ограничение эффекта распространения рисков между регулируемой и теневой банковскими системами	<ul style="list-style-type: none"> <li>• правила консолидации;</li> <li>• лимиты на объемы и характер рисков, исходящих от небанковских финансовых посредников;</li> <li>• капитальные требования, взвешенные по рискам, к небанковским финансовым посредникам;</li> <li>• определение репутационного риска и косвенной поддержки</li> </ul>
2. Уменьшение подверженности фондов рынка денег и других институтов неожиданным «набегам» требований	<ul style="list-style-type: none"> <li>– принудительный переход от фиксированной оценки чистой стоимости активов к текущей рыночной оценке;</li> <li>– усиление требований в отношении применяемых методов ценообразования;</li> <li>– требования по управлению риском ликвидности;</li> <li>– уменьшение значения рейтингов для институтов рынка денег.</li> </ul>
3. Оценка и ограничение системных рисков, исходящих от небанковского финансового посредничества	<ul style="list-style-type: none"> <li>• разработка критериев значимости небанковских финансовых посредников с учетом факторов риска;</li> <li>• разработка рекомендаций по желательным типам финансовых посредников;</li> <li>• разработка методов оценки системно значимых небанковских финансовых посредников.</li> </ul>
4. Ограничение стимулов для банков участвовать в процедурах секьюритизаций	<ul style="list-style-type: none"> <li>– анализ международных рекомендаций и отраслевых инициатив в отношении передачи рисков, открытости и стандартизации;</li> <li>– выявление и оценка различий в подходах регулирования соответствующих процедур;</li> <li>– разработка и введение мер по устранению выявленных провалов.</li> </ul>

Направления реформирования	Возможные пруденциальные требования
5. Снижение рисков и процикличности, связанных с контрактами обеспеченного финансирования (сделки трехстороннего репо и кредитование ценными бумагами)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• оценка процедур кредитования ценными бумагами, фондов финансирования инвестиций с леввереджем, кредитования ценными бумагами, междилерского репо, рынков финансирования репо;</li> <li>• выявление основных факторов кредитования ценными бумагами и развития рынков репо;</li> <li>• роль теневой банковской системы на данных сегментах финансового рынка;</li> <li>• пересмотр действующего нормативного регулирования.</li> </ul>

Источник: Claessens S., Pozsar Z., Ratnovski L., Singh M. Shadow Banking: Economics and Policy // International monetary fund staff discussion note, 2012, № 12, Dec.4, p.22.

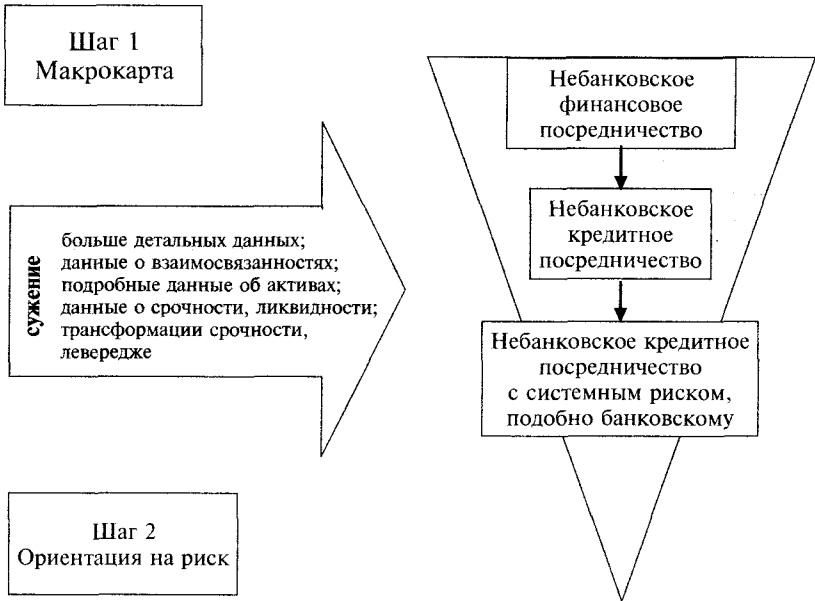


Схема 9.4. Двухшаговый подход к мониторингу и оценке теневого финансового посредничества

Примечание: Системный риск, подобный банковскому, включает трансформацию срочности, ликвидности, неполную передачу риска и леввередж.

тем через механизмы оценки, скидок и повторного использования обеспечений;

– иных проблем, связанных с повторным использованием обеспечений;

– рисков, обусловленных пожарными продажами обеспеченных активов;

– рисков, порождаемых кредитованием ценными бумагами.

\* \* \*

Важным уроком глобального финансового кризиса стало осознание необходимости реформирования финансового регулирования в целях снижения системных рисков, обусловленных тем, что отдельные финансовые институты не берут на себя все социальные затраты их деятельности. Это означает, что пересмотр пруденциальных требований ко всем типам финансовых посредников должен быть нацелен на поддержание финансовой стабильности в национальной финансовой системе. В отношении небанковских финансовых институтов регулятивная реформа, по меньшей мере, должна быть направлена на то, чтобы:

- национальная финансовая система *не* была уязвима перед банкротством любого отдельного финансового института;

- все финансовые институты осуществляли все сделки с деривативами против центральных контрапартнеров;

- финансовые инновации проходили предварительную проверку и сертификацию до их широкого применения;

- действующие капитальные требования учитывали динамику рисков;

- масштабы деловой активности каждого финансового института были бы ограничены адекватным уровнем левереджа.

# Глава 10.

## ОПЫТ МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ ЗАРУБЕЖНЫХ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ

### 10.1. Практика применения макропруденциальных инструментов

Национальные центральные банки и регуляторы начали активные эксперименты с применением макропруденциальных инструментов, контрциклической настройки микропруденциального инструментария и использованием его для коррекции нежелательных тенденций на отдельных сегментах финансового рынка в середине 2000-х гг., т.е. еще до начала глобального финансового кризиса. В ходе кризиса эти усилия значительно активизировались. В общем плане формы таких регулятивных интервенций распадаются на четыре группы:

- 1) меры по контролю за трансграничными потоками капитала;
- 2) интервенции на валютном рынке и накопление валютных резервов;
- 3) меры по укреплению банковских балансов и капитала;
- 4) меры по поддержанию качества кредита или оказанию влияния на рост объемов кредитов.

При реализации указанных мер национальный центральный банк может заботиться о финансовой стабильности, но может стремиться к достижению других целей (например, стабилизировать обменный курс национальной валюты или контролировать темпы инфляции).

*А. Интервенции на валютном рынке и накопление валютных резервов.* Большинство центральных банков проводят курсовую политику, нацеленную на поддержание обменных курсов национальных валют, хотя на протяжении 2000-х гг. число центральных банков, поддерживавших режимы жесткой привязки обменного курса, сократилось. Подобная политика, снижая валютные риски хозяйствующих субъектов,

может приносить макропруденциальные выгоды. Но, даже если национальный центральный банк следует режиму плавающего обменного курса, он проводит интервенции на валютных рынках для снижения волатильности обменного курса или аккумуляирования валютных резервов.

Накопление официальных валютных резервов с макропруденциальной точки зрения сопряжено с противоречиями. С одной стороны, валютные резервы могут рассматриваться как тип макропруденциального инструмента, т.к. они повышают устойчивость национальной финансовой системы в периоды финансового стресса. С другой стороны, крупные и постоянные притоки иностранного капитала и соответствующее увеличение на балансе центрального банка валютных активов почти всегда сопровождается ростом балансов банковской системы. Это, в свою очередь, может поддерживать кредитные бумы и бумы цен на активы, неизбежно заканчивающиеся взрывом, т.е. потенциально способны дестабилизировать национальную финансовую систему.

Выбор между продолжением накопления официальных валютных резервов или их ограничением центральные банки делают, исходя из:

- а) установленного уровня адекватного объема официальных валютных резервов;
- б) издержек управления официальными резервами;
- в) доступности альтернативных источников инвалютной ликвидности (например, свопов между центральными банками или кредитных линий МВФ).

**В. Меры по укреплению банковских балансов и капитала.** Национальные центральные банки и банковские регуляторы с этой целью применяют широкий спектр инструментов: а) лимиты открытых чистых позиций финансовых институтов; б) более жесткие требования по кредитам, номинированным в иностранной валюте; в) правила оценки кредитных рисков; г) правила закрытия разрывов в срочности и валютах между активами и пассивами; д) капитальные требования; е) требования по резервированию на возможные потери по ссудам.

*Лимиты открытых чистых позиций финансовых институтов.* Часто центральные банки их устанавливают как долю капитала банка, иногда дополняя разрешением (запрещени-

ем) сделок с определенными валютными деривативами. Например, Мексика и Турция устанавливают лимиты по чистой валютной позиции, которая не может превышать 1,83 раза основного капитала банка в любой данный день. Такой лимит ограничивает возможности банков привлекать краткосрочные заимствования для финансирования долгосрочных кредитов (например, ипотек) в иностранной валюте.

*Более жесткие требования к кредитам, номинированным в иностранной валюте.* Как правило, список соответствующих требований включает как прямые ограничения, так и инструменты косвенного регулирования:

- более высокие требования по оценке кредитоспособности, применяемые к заимствованиям домашних хозяйств в иностранной валюте, чем в национальной;

- более высокие капитальные резервы или резервы на возможные потери по кредитам в иностранной валюте, если заемщики не получают доходов в иностранной валюте. Например, в Аргентине кредитование в иностранной валюте запрещено, если заемщик не специализируется на экспорте.

*Нормативы инвалютной ликвидности.* Ряд центральных банков устанавливает особые требования по инвалютной ликвидности, при этом более высокие требования ликвидности устанавливаются для краткосрочных пассивов и активов. Оценки инвалютной ликвидности (как на уровне отдельного банка, так и агрегированном уровне) могут дополняться регулярным проведением стресс-тестов влияния колебаний обменного курса на платежеспособность финансовых посредников. Некоторые страны используют дифференцированные резервные требования (по критерию валюты), чтобы стимулировать национальные банки в большей мере ориентироваться на операции в национальной валюте. Дифференцированные резервные требования (резервные требования по депозитам в иностранной валюте выше, чем по депозитам в национальной валюте) использовались, например, в Аргентине, Хорватии, Румынии.

*Ограничение разрывов в валютах или срочности активов и пассивов.* Банковские регуляторы в дополнение к надзору за указанными разрывами на уровне отдельного финансового института часто ведут мониторинг совокупных разрывов в банковской системе в целом. Что касается разрывов

в срочности между пассивами и активами, то от банков часто требуют создавать «лестницы срочности», чтобы они могли рассчитывать избытки или дефициты (разрывы ликвидности) на конкретные даты — следующий день, неделю, месяц, год. Агрегирование данных анализа разрывов в ликвидности по отдельным финансовым институтам для создания лестниц срочности для всей экономики помогает центральным банкам анализировать риск ликвидности во всей банковской системе. Некоторые регуляторы (например, *Monetary Agency* Саудовской Аравии) также требуют от банков:

- 1) самооценки риска ликвидности по второй части Базеля 2;
- 2) поддержания общих более высоких уровней ликвидности, чем требуют международные стандарты;
- 3) соблюдения определенных лимитов на соотношения между кредитами и депозитами.

Риски ликвидности также могут порождать экстерналии, исходящие от пожарных продаж банками активов, или экстерналий сети. Для их снижения банковские регуляторы часто прибегают к повышенным требованиям по ликвидности или достаточности капитала банков. Обзор экспертами Банка международных расчетов практики центральных банков показывает, что страны с формирующимися рынками накопили большой опыт работы в условиях макроэкономической нестабильности и волатильности финансового сектора. Для снижения соответствующих рисков банковские регуляторы соответствующей группы стран устанавливают более высокие минимальные требования достаточности капитала, чем минимум в 8%, установленный Базелем 2 (например, в Бразилии — 11%, в ЮАР — 9,5%). Более того, фактические данные часто превосходят регулятивный минимум. Повышенные капитальные требования отражают понимание центральными банками, что страны с формирующимися рынками функционируют в нестабильных экономических и финансовых условиях. Об этом же свидетельствует тот факт, что в ведущих экономиках стран с формирующимися рынками регуляторы уже обнародовали свои положения регулирования капитала банков, учитывающие стандарты Базель 3.

*Требования создания резервов на возможные потери по ссудам и обесценения активов.* Медианный уровень созданных бан-

ками провизий на случай обесценения активов в ряде стран с формирующимися рынками в 2007 г. составлял 120%, т.е. до того, как кризис оказал на них значительное воздействие. Это было намного больше, чем 66% в начале десятилетия, но меньше, чем 146% в США. Это обусловлено несколькими факторами. Один фактор – распространение международных норм (например, улучшение градации кредитов и резервов, переход на международные стандарты бухгалтерского учета IAS39). Другой фактор – дискретное ужесточение регулятивных требований, которое приблизило объемы созданных резервов к потенциальной величине потерь в кризисных условиях. Например, в странах Азии требования по провизиям усиливались, начиная с середины 2000-х гг., т.е. в период кредитного роста.

*С. Меры по поддержанию качества кредитов или влияние на рост кредитов, или их размещение.* В большинстве стран с формирующимися рынками в структуре национальных финансовых систем доминируют банки, а банковские кредиты выступают основным источником заемного фондирования для хозяйствующих субъектов. По этим причинам национальные центральные банки данной группы стран особое внимание уделяют регулированию кредита как на уровне отдельных финансовых институтов, так и на уровне финансовой системы в целом. Наиболее часто регуляторы используют следующие инструменты.

*Отношение величины кредита к стоимости обеспечения по ипотекам* используется в ряде стран с формирующимися рынками для ограничения кредитных рисков банков и сдерживания темпов роста цен на объекты недвижимости, включая Китай, Гонконг, Южную Корею, Малайзию, Сингапур, Таиланд и Турцию. В Сингапуре банковское законодательство также ограничивает кредитование сектора недвижимости, такие кредиты не могут составлять более 35% совокупных банковских кредитов, долговых инструментов и соответствующих пассивов. Ограничение соотношения между величиной кредита и стоимостью залога ряд национальных банковских регуляторов дискретно меняет в зависимости от периода бума или спада на рынках определенных кредитных продуктов (например, потребительских или карточных кредитов), тем самым они добиваются снижения процикличности данного показателя.



*Соотношения между общей величиной долга и текущим доходом или суммой текущего обслуживания долга и регулярным доходом.* Такие нормативы позволяют центральным банкам направлять банковские кредиты в тот сектор экономики, где заемщики в состоянии их обслуживать. Они применялись в Китае, Южной Корее, Таиланде в 2000-е гг., Малайзии в 1990-е гг., а также в ряде развитых экономик.

*Прямые меры по ограничению кредита.* В настоящее время в большинстве стран прямой контроль над банковским кредитованием не применяется. Но в нескольких странах он используется (например, Индонезия), а Китай использует «направляющее окно» (т.е. выпуск рекомендаций для банков), включая консультации между органами власти и банками, для ограничения кредитования определенных отраслей. Южная Корея осуществляет так называемое совокупное нормирование кредита (его величину устанавливает Комитет по монетарной политике) для малых и средних предприятий. Данный показатель был снижен с 9,6 трлн вон на конец 2006 г. до 6,5 на июль 2007 г., а затем в период кризиса увеличен до 10 трлн вон.

*Резервные требования.* Нормы обязательного резервирования до глобального финансового кризиса как инструмент оперативного регулирования активности банков в развитых экономиках практически не использовались, но активно применялись в странах с формирующимися рынками. Недостатки данного традиционного инструмента хорошо описаны в литературе. Но, как свидетельствует практика центральных банков стран с формирующимися рынками, применение резервных требований для регулятора сопряжено с меньшими затратами (даже если центральный банк выплачивает банкам вознаграждение), т.к. они порождают меньшие искажения, чем контроль над банковским кредитованием. Если такие требования вознаграждаются по ставкам ниже рыночных (или не вознаграждаются вообще), то они действуют как налог на коммерческие банки. В результате повышения норм обязательного резервирования для банков возрастают издержки фондирования, что заставляет финансовых заемщиков повышать ставки по своим продуктам. Тем самым регулятор добивается достижения нескольких целей:

— сдерживает темпы роста совокупного кредита;

– заставляет хозяйствующих субъектов искать иные источники финансирования, что способствует углублению национального финансового рынка;

– помогает сдерживать темпы инфляции.

В то же время у данного инструмента есть и серьезные недостатки, один из наиболее важных для национального центрального банка – это снижение эффективности воздействия инструмента со временем.

Повышение или понижение центральным банком нормы обязательного резервирования против текущей фазы кредитного цикла применялось на протяжении 2000-х годов в Бразилии, Индии, Китае, Саудовской Аравии.

*Налоги на кредиты.* По крайней мере, одна страна (Турция) устанавливает (косвенные) налоги на кредиты, главным образом налогом облаждаются потребительские кредиты и краткосрочные коммерческие кредиты, привлекаемые из-за рубежа. Этот налог, известный как *Resource Utilization support Fund (RUSF)*, используется как контрциклический инструмент и установлен так, чтобы учитывать объем притока иностранного капитала и динамику кредитных условий на национальном рынке. Например, чтобы замедлить рост кредитов, в Турции ставка *RUSF* по потребительским кредитам, предоставляемым банками и финансовыми институтами, была увеличена в августе 2004 г. с 10 до 15%. А в марте 2009 г. она была снижена до 10%, чтобы стимулировать текущее потребление. Аналогично могут быть использованы налоги на и другие финансовые услуги.

*Таргетирование кредита определенным секторам экономики.* В ряде стран регуляторы меняют требования по провизиям на возможные потери по кредитам (в одном случае был повышен вес риска при расчете достаточности капитала). Например, в Бразилии требования по провизиям были смягчены таким образом, чтобы стимулировать кредитование банками приоритетных секторов. Инновацией стало использование вычетов по провизиям для стимулирования покупок банковских активов и иностранной валюты (как способ противодействия воздействию на ликвидность продаж долларов центральным банком). Были разрешены вычеты из требований по депозитам лизинговых компаний и срочным депозитам, если средства использовались для покупки активов

от других банков или на покупку долларов. Ряд экспертов полагает, что такое решение следует рассматривать как альтернативу антикризисным программам центральных банков покупки активов за счет собственных средств.

*Д. Меры контроля за притоками иностранных капиталов.* Неожиданные изменения в трансграничных потоках капитала — главный источник финансовой нестабильности в странах с формирующимися рынками в течение нескольких последних десятилетий.

Хотя в последнее десятилетие наблюдалась тенденция к либерализации заимствований в иностранной валюте, ряд стран с формирующимися рынками по-прежнему использует разнообразные валютные ограничения. Например, в 2000-х гг. Аргентина сохраняла определенные ограничения инвалютных заимствований, включая минимальный период хранения и невознаграждаемые резервные требования. Сходные меры применяла Колумбия, а в прошлом они использовались и в Чили. Индия традиционно сохраняет валютные ограничения, стимулируя приток прямых иностранных инвестиций и ограничивая внешние заимствования, особенно краткосрочные. В Колумбии, начиная с мая 2007 г., власти реактивировали резервные требования на величину внешнего долга, которые применялись в 1990-х гг., чтобы дестимулировать краткосрочные иностранные заимствования. Заемщики обязаны размещать на депозит в центральном банке 40% внешнего кредита на период до 6 месяцев. Депозит может быть номинирован в долларах или колумбийских песо, но в любом случае снять средства со счета можно только с дисконтом, устанавливаемым центральным банком. Аналогичные ограничения установлены на портфельные инвестиции. В Индии контроль включает жесткое регулирование внешнего коммерческого долга, особенно краткосрочного; дестимулирование волатильных притоков капиталов от нерезидентов и постепенную либерализацию оттоков. Чтобы ограничить портфельные потоки капиталов, бразильское правительство ввело налог в 2% на финансовые сделки по инвестированию иностранного капитала.

Валютные ограничения операций по финансовому счету сопряжены с серьезным противоречием. С одной стороны, они помогают регулятору ограничивать риски макрофинан-

совой стабильности (например, волатильность обменного курса, трансграничных потоков капитала, кредитных бумов, рисков неожиданных изменений направления трансграничных потоков капитала). С другой стороны, они могут породить искажения ценообразования, несправедливое финансовое развитие и неэффективное размещение ресурсов.

## 10.2. Оценки эффективности применения макропруденциальных инструментов

Макропруденциальная политика и соответствующий инструментарий наиболее интенсивно и продолжительно практиковали страны Азии, но пока эмпирические данные об ее эффективности остаются ограниченными. Частично это обусловлено сложностями количественного измерения результатов применения различных макропруденциальных мер, а частично тем, что макропруденциальная политика стала активной только в последние несколько лет. На основе последних данных эксперты Банка международных расчетов оценили использование ключевых макропруденциальных инструментов и показателей потока капитала в 13 экономиках Азии и 33 экономиках, расположенных в других регионах мира, начиная с 2000 г., они построили различные индексы макропруденциальной политики, агрегирующие подиндексы, характеризующие результаты применения ключевых макропруденциальных инструментов. Эти индексы были использованы для оценки общего состояния макропруденциальной политики и ее взаимосвязей с монетарной политикой, а также ее воздействия на микроуровень, т.е. банковские балансы.

Макропруденциальные органы стран в Азии и других регионах используют разнообразные инструменты для смягчения системных рисков в финансовом секторе и для влияния на трансграничные потоки капиталов. Эти инструменты могут воздействовать на макрофинансовые переменные через различные трансмиссионные инструменты. Инструментарий типично включает следующие нормативы.

*Показатели, связанные с жильем*, главным образом направленные на регулирование рисков жилищного рынка. К ним относятся нормативы *LTV* (см. диаграмму 10.1), *DTI*, требования, устанавливающие более высокие веса риска по

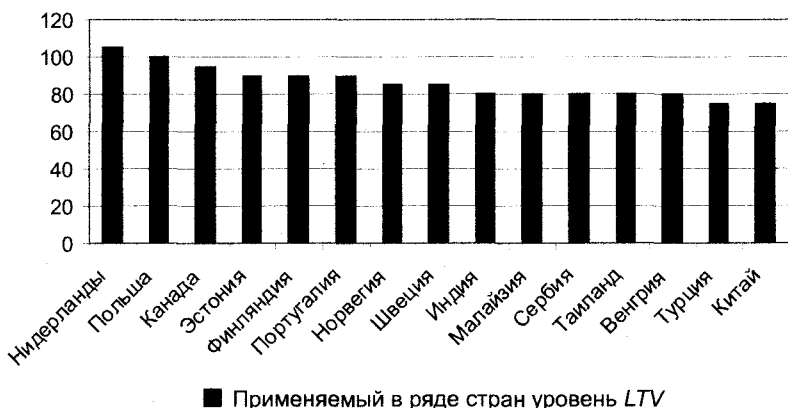


Диаграмма 10.1. Уровни LTV по первому жилищному кредиту в ряде стран, конец 2013 г.

Источник: Kuznar I., Morsink J. With great power comes great responsibility: macroprudential tools at work in Canada // IMF working paper, 2014, № 83, p.36.

ипотечным кредитам при расчете нормативов капитал/активы, требующие более высоких провизий по ипотечным кредитам, а также налогообложение сделок, связанных с жильем или землей.

*Показатели потребительских кредитов*, такие как лимиты на обслуживание долга по кредитным картам и личным кредитам.

*Кредитные лимиты*, такие как подробно разработанные ограничения на темпы роста банковских кредитов или соотношения кредиты/депозиты.

*Капитальные показатели*, включая контрциклические капитальные требования и ограничения на распределение прибыли.

*Динамические провизии*, которые требуют от банков формирования резервов во время фазы подъема делового цикла.

*Резервные требования по депозитам в национальной валюте*. Они увеличивают издержки банков и, как ожидается, увеличивают спрэд между ставками по кредитам и депозитам, поскольку банки переносят возросшие затраты на своих клиен-

тов, что ведет к сокращению предложения депозитов и/или ограничивает спрос на кредит и, неизбежно, объемы кредитования. Хотя типично в ряде исследований их относят к макропруденциальной политике. Резервные требования также часто используются как инструмент монетарной политики в отдельных странах с формирующимися рынками.

*Иные требования к ликвидности*, такие как норматив минимального базового фондирования, требующий от банков держать достаточный объем розничного долгосрочного фондирования при привлечении оптового финансирования или другие нормативы ликвидности.

*Показатели, ограничивающие сделки в иностранной валюте*, такие как общие лимиты на инвалютные заимствования, особые резервные требования по инвалютным депозитам или дополнительные требования по провизиям для инвалютных кредитов.

*Показатели управления потоком капитала, основанные на резидентстве*, влияющие на трансграничную активность, дискриминирующие нерезидентов. Примеры таких показателей, которые часто относят к мерам капитального контроля, — это невознаграждаемые резервные требования по депозитам от нерезидентов, налоговые удержания или ограничения на хранение нерезидентами внутренних активов.

Чтобы раскрыть данные об использовании и эффективности макропруденциальной политики и политики управления потоками капитала в Азии и других регионах, были использованы данные по странам выборки за 2000–2013 гг.<sup>1</sup>

Учитывая, что особые политические меры существенно различаются по странам и во времени, крайне сложно классифицировать и измерить силу их воздействия. Например, даже регулирование *LTV* — тип мер, которые, как представляется *a priori* легче, чем другие, квалифицировать и сопоставить по странам, — принимает разнообразные формы в разных странах, включая дифференцированные значения по кредитам с особыми характеристиками (напр., ипотеки недвижимости в определенных местностях).

---

<sup>1</sup> Страны из других регионов включают 9 стран Центральной и Восточной Европы, 14 развитых стран ЕС и Северной Америки, 7 стран Латинской Америки, 3 страны Африки и Ближнего Востока.

Для оценки эффективности макропруденциальных мер вместо количественного кодирования каждого изменения в регулировании через арбитражную оценку, была создана простая бинарная переменная, когда за 1 было принято ужесточение, а за 0 – смягчение. В целом, за рассматриваемый период было выделено 353 эпизода ужесточения и 125 эпизодов смягчения макропруденциальных инструментов в различных юрисдикциях. Из них 139 эпизодов ужесточения и 41 эпизод смягчения политических мер имели место в странах Азии.

Связанные с жильем макропруденциальные меры использовались довольно интенсивно в Азии и, в среднем, больше, чем в других регионах, возможно, в силу того, что несколько азиатских экономик сталкивались с перегревом рынков жилья. Эпизоды ужесточения *LTV* происходили более чем в 2 раза чаще в странах Центральной и Восточной Европы. Эпизоды ужесточения в среднем происходили более часто, чем эпизоды смягчения и в странах Азии, и в других регионах мира.

Изменения в резервных требованиях по депозитам в местной валюте также достаточно активно использовались в разных регионах, что отражает тот факт, что в отдельных экономиках резервные требования активно используются как инструмент монетарной политики. Эпизоды смягчения происходили несколько менее часто, чем ужесточения в течение рассматриваемого периода. Кредитные лимиты, динамические провизии, показатели инструментов ликвидности, потребительских кредитов и капитала не часто применялись в Азии и в других регионах.

Меры по снижению привлекательности сделок в иностранной валюте активно использовались в странах Центральной и Восточной Европы, учитывая, что номинированные в иностранной валюте или индексируемые кредиты были очень популярны в регионе. Они также довольно интенсивно применялись в странах Латинской Америки, но менее часто в странах Азии. Меры по управлению трансграничными потоками капиталов по критерию резидентства особенно активно применялись в странах Латинской Америки, а также в странах Азии. По всем мерам и регионам эпизоды ужесточения происходили более часто после глобального финансо-

тов, что ведет к сокращению предложения депозитов и/или ограничивает спрос на кредит и, неизбежно, объемы кредитования. Хотя типично в ряде исследований их относят к макропруденциальной политике. Резервные требования также часто используются как инструмент монетарной политики в отдельных странах с формирующимися рынками.

*Иные требования к ликвидности*, такие как норматив минимального базового фондирования, требующий от банков держать достаточный объем розничного долгосрочного фондирования при привлечении оптового финансирования или другие нормативы ликвидности.

*Показатели, ограничивающие сделки в иностранной валюте*, такие как общие лимиты на инвалютные заимствования, особые резервные требования по инвалютным депозитам или дополнительные требования по провизиям для инвалютных кредитов.

*Показатели управления потоком капитала, основанные на резидентстве*, влияющие на трансграничную активность, дискриминирующие нерезидентов. Примеры таких показателей, которые часто относят к мерам капитального контроля, — это невознаграждаемые резервные требования по депозитам от нерезидентов, налоговые удержания или ограничения на хранение нерезидентами внутренних активов.

Чтобы раскрыть данные об использовании и эффективности макропруденциальной политики и политики управления потоками капитала в Азии и других регионах, были использованы данные по странам выборки за 2000–2013 гг.<sup>1</sup>

Учитывая, что особые политические меры существенно различаются по странам и во времени, крайне сложно классифицировать и измерить силу их воздействия. Например, даже регулирование *LTV* — тип мер, которые, как представляется *a priori* легче, чем другие, квалифицировать и сопоставить по странам, — принимает разнообразные формы в разных странах, включая дифференцированные значения по кредитам с особыми характеристиками (напр., ипотеки недвижимости в определенных местностях).

---

<sup>1</sup> Страны из других регионов включают 9 стран Центральной и Восточной Европы, 14 развитых стран ЕС и Северной Америки, 7 стран Латинской Америки, 3 страны Африки и Ближнего Востока.



Для оценки эффективности макропруденциальных мер вместо количественного кодирования каждого изменения в регулировании через арбитражную оценку, была создана простая бинарная переменная, когда за 1 было принято ужесточение, а за 0 — смягчение. В целом, за рассматриваемый период было выделено 353 эпизода ужесточения и 125 эпизодов смягчения макропруденциальных инструментов в различных юрисдикциях. Из них 139 эпизодов ужесточения и 41 эпизод смягчения политических мер имели место в странах Азии.

Связанные с жильем макропруденциальные меры использовались довольно интенсивно в Азии и, в среднем, больше, чем в других регионах, возможно, в силу того, что несколько азиатских экономик сталкивались с перегревом рынков жилья. Эпизоды ужесточения *LTV* происходили более чем в 2 раза чаще в странах Центральной и Восточной Европы. Эпизоды ужесточения в среднем происходили более часто, чем эпизоды смягчения и в странах Азии, и в других регионах мира.

Изменения в резервных требованиях по депозитам в местной валюте также достаточно активно использовались в разных регионах, что отражает тот факт, что в отдельных экономиках резервные требования активно используются как инструмент монетарной политики. Эпизоды смягчения происходили несколько менее часто, чем ужесточения в течение рассматриваемого периода. Кредитные лимиты, динамические провизии, показатели инструментов ликвидности, потребительских кредитов и капитала не часто применялись в Азии и в других регионах.

Меры по снижению привлекательности сделок в иностранной валюте активно использовались в странах Центральной и Восточной Европы, учитывая, что номинированные в иностранной валюте или индексируемые кредиты были очень популярны в регионе. Они также довольно интенсивно применялись в странах Латинской Америки, но менее часто в странах Азии. Меры по управлению трансграничными потоками капиталов по критерию резидентства особенно активно применялись в странах Латинской Америки, а также в странах Азии. По всем мерам и регионам эпизоды ужесточения происходили более часто после глобального финансо-

вого кризиса, чем до него. Обычно смягчение соответствующих требований происходило во время глобального финансового кризиса и последующей рецессии.

Обобщенные данные по применению макропруденциальных мер и мер управления трансграничными потоками капиталов показывают, что разнообразные инструменты используются в различных регионах, часто в один и тот же период времени. В целях эмпирического анализа эксперты Банка международных расчетов построили агрегированные индикаторы, суммирующие воздействие разных инструментов. Для этого были разработаны два основных индекса макропруденциальной политики и мер по управлению трансграничными потоками капитала.

Теоретически основное различие между мерами макропруденциальной политики и мерами по управлению трансграничными потоками капитала — это цель использования инструмента. Как показано в отчете МВФ за 2013 г., меры управления трансграничными потоками капитала настроены на их ограничение. Макропруденциальные меры — это пруденциальные инструменты, нацеленные на ограничение системных уязвимостей. Они могут включать уязвимости, связанные с притоками капитала и подверженностью финансовой системы валютным шокам. Хотя и может быть пережест, макропруденциальные меры не пытаются воздействовать на силу трансграничных потоков капитала или сам обменный курс. Учитывая, что цель определенных макропруденциальных мер не видна *a priori*, любая классификация в эмпирических целях опирается на определенное утверждение. На основе подхода МВФ можно построить два основных индекса макропруденциальной политики и мер управления трансграничными потоками капитала, суммирующие значения отдельных политических мер. Индекс макропруденциальной политики агрегирует два поднабора политических мер:

1) показатели, связанные с жильем, включая нормативы *LTV* и *DTI*; более высокие веса риска по ипотечным кредитам; более высокие провизии по ипотечным кредитам и налогообложение недвижимости и земли;

2) не связанные с жильем меры, включая резервные требования по депозитам в национальной валюте, показатели потребительских кредитов, кредитные лимиты, показате-

ли капитала, динамические провизии, инструменты ликвидности.

Индекс мер по управлению трансграничными потоками капитала суммирует воздействие инструментов, нацеленных на снижение привлекательности сделок в иностранной валюте, основанные на критерии резидентства. Чтобы понять, каким образом меры макропруденциальной политики и управления трансграничными потоками капитала формируются и изменяются во времени, эксперты учитывали не только изменения в политике, но и анализировали индикаторы состояния политики, полученные путем аккумуляции политических мер во времени. Поскольку по характеру конструкции индексы макропруденциальных мер одинаково трактуют все эпизоды ужесточения и смягчения вне зависимости от силы их воздействия, значение кумулятивного индекса за какой-то период времени является неточным индикатором состояния макропруденциальной политики, что в некоторой степени может затруднять межстрановые сопоставления. Например, регуляторы в странах Азии стараются проводить более частые, но меньшие по силе изменения в политике, чем их коллеги в странах Латинской Америки. Поэтому кумулятивные индексы макропруденциальной политики и управления трансграничными потоками капиталов могут переоценивать различия в состоянии макропруденциальных политик в соответствующих странах. Несмотря на это, значения кумулятивных индексов позволяют сделать несколько обобщений.

В течение рассматриваемого периода (2000–2013 гг.) происходило постепенное ужесточение мер макропруденциальной политики, поскольку соответствующий инструментарий все больше использовался, особенно после 2006 г. В наибольшей степени это было характерно для стран с формирующимися рынками, в которых происходили жилищные и кредитные бумы или же сталкивавшихся с волатильными и масштабными трансграничными потоками капиталов. Ряд стран с формирующимися рынками применяли макропруденциальные меры как контрциклические инструменты. В разгар глобального финансового кризиса в 2009 г. меры макропруденциальной политики были смягчены в большинстве стран выборки. После восстановления трансграничных потоков капиталов в 2010 г., они были ужесточены. Для большин-

ства азиатских стран, включенных в выборку, было характерно сравнительно жесткое направление макропруденциальной политики. Происходило и общее ужесточение мер по управлению трансграничными потоками капитала, которые также использовались для противодействия цикличности. Наиболее активно их применяли страны Латинской Америки как ответ на политику количественных смягчений США.

В дополнение к региональным различиям в применении мер макропруденциальной политики и мер по управлению трансграничными потоками капиталов были выявлены существенные различия в практиках отдельных стран Азии. Регуляторы в развитых экономиках Азии (Австралия, Гонконг, Корея, Новая Зеландия, Сингапур, Тайвань) больше опирались на использование мер макропруденциальной политики, чем на меры управления трансграничными потоками капиталов. Особенно это было характерно для Гонконга, Сингапура, в меньшей степени для Новой Зеландии. В развитых экономиках Азии в основном использовались такие макропруденциальные инструменты, как ошейники на *LTV* и *DTI*, а также налоги на недвижимость. Наоборот, в Южной Корее активно применялись оба комплекта мер. В дополнение к частой корректировке макропруденциальных мер, нацеленных на рынок недвижимости, в Южной Корее также вводились налог на иввалютные недепозитные пассивы банков, лимиты открытых позиций банков по операциям с производными инструментами. В Китае и Индии регуляторы очень активно использовали инструменты пруденциальной политики, особенно нормы обязательного резервирования, которые, фактически, использовались и как инструменты монетарной политики, и как меры воздействия на рынки недвижимости. Регуляторы других стран Азии в дополнение к мерам макропруденциальной политики применяли меры по управлению трансграничными потоками капиталов (резервные требования по иввалютным депозитам). В Индонезии и Таиланде также вводились ограничения в форме минимального срока хранения на счетах вложений в национальные долговые инструменты или налоги на такие инвестиции нерезидентов.

Динамика индексов макропруденциальной политики и мер по управлению трансграничными потоками капиталов

позволяет понять взаимодействие между ними и монетарной политикой во времени. В развитых экономиках Азии, где монетарная политика в отдельных случаях ограничена выбранным режимом обменного курса (Гонконг, Сингапур), регуляторы главным образом опирались на макропруденциальные меры для разрушения негативных последствий сильных притоков трансграничных капиталов.

В азиатских странах с формирующимися рынками макропруденциальные инструменты и монетарная политика дополняют друг друга. Их требования были ужесточены еще до начала глобального финансового кризиса в целях ограничения общеэкономического перегрева, значительно смягчены в разгар кризиса. Новое ужесточение требований было реализовано после возобновления трансграничных притоков капиталов в 2010 г. Макропруденциальная и монетарная политики усиливали воздействие применявшихся инструментов, когда совпали циклы роста цен на активы и инфляции по индексу потребительских цен, ограничивая внутренний совокупный спрос. Но в 2012 г., когда замедлились темпы инфляции, а финансовые дисбалансы продолжали формироваться в силу увеличения трансграничных притоков капиталов, во многих юрисдикциях Азии политические процентные ставки были снижены при сохранении жестких мер по управлению трансграничными потоками капиталов.

Результаты эконометрического анализа эффективности применения мер макропруденциальной политики и мер по управлению трансграничными потоками капитала в анализируемый период показывают:

- среднее ужесточение значений макропруденциальных инструментов сокращало темп роста совокупного кредита на 0,5 п.п. на временном горизонте в 1 квартал и на 1,2 п.п. на временном горизонте в 1 год;

- среднее ужесточение значений макропруденциальных инструментов, воздействующих на рынки недвижимости и жилья, снижало темпы роста соответствующих кредитных продуктов на 1,2 п.п. на временном горизонте в 1 квартал и на 2,6 п.п. на временном горизонте в 1 год;

- в странах Азии среднее ужесточение значений макропруденциальных инструментов, воздействующих на рынки недвижимости и жилья, замедляло темпы роста соответст-

вующих кредитных продуктов на 0,7 п.п. на временном горизонте в 1 квартал и на 1,5 п.п. на временном горизонте в 1 год;

— кумулятивное воздействие мер макропруденциальной политики и мер по управлению трансграничными потоками капиталов на процикличность темпов роста совокупного кредита;

— хотя увеличение на 1% темпов роста ВВП ведет к ускорению темпов роста кредита на 0,48 п.п., меры макропруденциальной политики снижали такую зависимость в среднем на -0,05 п.п.;

— эластичность кредита по темпам роста ВВП (т.е. процикличность кредита) сокращается на 10% на временном горизонте в 1 квартал и примерно на 20% на временном горизонте в 1 год;

— для стран Азии характерна более сильная макропруденциальная политика (2,7) по сравнению с другими странами выборки (1,3), что предполагает, что в среднем меры макропруденциальной политики снижали процикличность финансового развития на 27% в странах Азии, в то время как в других странах выборки в среднем на 13% в других регионах;

— в развитых странах Азии, включая Гонконг, Сингапур и Южную Корею, широко применявших макропруденциальные меры и меры по управлению трансграничными потоками капиталов, ужесточение первого набора инструментов в среднем снижало цены на жилье 0,7 п.п., а второго — на 1,5 п.п.

\* \* \*

Первые результаты оценок эффективности применения макропруденциального инструментария показывают эффективность его воздействия на темпы роста совокупного кредита и кредитования отдельных секторов. Особенно эффективным оказалось одновременное применение макропруденциальных мер и особых налогов в целях сдерживания темпов роста цен на жилье. Для стран Центральной и Восточной Европы наиболее эффективными оказались меры по управлению трансграничными потоками капиталов, их применение также помогало ограничивать иностранные инвестиции в национальные долговые инструменты.

Макропруденциальные меры активно использовались в странах Азии, больше, чем в других регионах. Особенно это касается инструментов, воздействующих на жилищные и ипотечные кредиты, кредитование девелоперов. Меры, часто применяемые как в странах Азии, так и в других регионах, включают изменения в резервных требованиях по депозитам в национальной валюте, кредитные лимиты, динамические провизии, нормативы ликвидности, лимиты потребительских кредитов и капитальные меры. Менее часто в странах Азии по сравнению с другими регионами применялись меры по снижению привлекательности сделок в иностранной валюте и меры по управлению трансграничными потоками капиталов, исходящие из критерия резидентства.

Меры макропруденциальной политики и меры по управлению трансграничными потоками капиталов регуляторами стран выборки постепенно, особенно после 2006 г., ужесточались. Наборы указанных мер также использовались как контрциклический инструмент, хотя они смягчались в разгар глобального финансового кризиса в 2009 г. в большинстве стран выборки.

В развитых странах Азии, где монетарная политика ограничена разными формами режимов фиксированного обменного курса (например, Гонконг, Сингапур), все чаще используются меры макропруденциальной политики и политики управления трансграничными потоками капиталов для уменьшения системных уязвимостей, обусловленных низкими внутренними процентными ставками и масштабными притоками иностранных капиталов. В азиатских странах с формирующимися рынками, наоборот, инструменты макропруденциальной политики, политики управления трансграничными потоками капиталов и монетарной политики дополняют друг друга.

# ПРИЛОЖЕНИЯ

## Приложение 1

### **Австралия: меморандум о взаимопонимании между органами-членами Совета финансовых регуляторов**

Меморандум о взаимопонимании между членами Совета финансовых регуляторов определяет цели, принципы и процедуры преодоления стрессов в австралийской финансовой системе.

Меморандум определяет ответственности каждого члена Совета и преследует цель усиления скоординированного ответа на стрессы в финансовой системе.

#### **1. Введение**

Совет состоит из представителей Резервного Банка Австралии, Органа пруденциального регулирования Австралии, Комиссии по ценным бумагам и инвестициям Австралии и Казначейства. Совет возглавляет глава Резервного Банка Австралии.

Совет представляет собой форум для усиления координации между членами для обеспечения быстрой и эффективной идентификации и ответов на события, которые угрожают стабильности финансовой системы.

Обстоятельства, к которым относится данный Меморандум, включают, но не ограничиваются ими, следующие:

- финансовые стрессы в разрешенных институтах, принимающих депозиты, страховых компаниях, компаниях страхования жизни или пенсионных фондах;
- нарушения в функционировании финансовых рынков;
- нарушения в плавном функционировании инфраструктуры финансовой системы (включая платежно-расчетные системы).

#### **2. Полномочия Совета и органов-членов**

Цели деятельности Совета – способствовать действенности и эффективности регулирования, а также стабильности финансовой системы Австралии.

Каждый орган-член Совета несет полную ответственность за реализацию своих полномочий в рамках законного мандата.

Ответственности каждого органа-члена по преодолению стресса в финансовой системе следующие:



– Резервный Банк Австралии несет ответственность за поддержание стабильности во всей финансовой системе, включая стабильность системы платежей, и за предоставление поддержки ликвидностью финансовой системе или отдельным финансовым институтам в случае необходимости;

– Орган пруденциального регулирования Австралии ответственен за пруденциальное регулирование банков, строительных обществ, кредитных союзов, компаний общего страхования и страхования жизни, дружеских обществ, определенных пенсионных фондов. При выполнении функции защиты интересов вкладчиков, держателей страховых полисов, членов фондов, от Органа пруденциального регулирования требуется поддержание баланса между целями финансовой безопасности и результативности, конкуренции в целях обеспечения стабильности финансовой системы Австралии. Орган пруденциального регулирования наделен полномочиями управления и разрешения проблем в стрессовых институтах и ответственен за администрирование Схемы финансовых требований [*Financial Claims Scheme, FCS*];

– Комиссия по ценным бумагам и инвестициям ответственна за ведение мониторинга, регулирование и усиление законов о корпорациях и финансовых услугах в целях обеспечения единства рыночного пространства и защиты потребителей сектора финансовых услуг и услуг платежных систем;

– Казначейство дает рекомендации Правительству по вопросам политики и возможных реформ, способствующих укреплению финансовой системы, включая соглашения по управлению в условиях финансового стресса. Казначейство ответственно за консультирование Правительства по вопросам, связанным с реализацией полномочий Казначейства, и общими экономическими и фискальными последствиями событий, представляющих угрозу для стабильности финансовой системы.

Каждый орган несет ответственность за поддержание связей и координацию ответов с соответствующими органами в других странах в ситуациях, когда финансовый стресс имеет трансграничные проявления.

### **3. Цели управления при финансовом стрессе**

При реализации своих ответственностей управления при финансовом стрессе члены Совета должны стремиться к сбалансированию следующих целей:

- защита вкладчиков, держателей полисов или членов пенсионных фондов для недопущения или минимизации потерь, когда это возможно;
- поддержание стабильности и доверия в финансовой системе;
- как можно более эффективное и быстрое разрешение стрессовых ситуаций;
- обеспечение того, чтобы собственники, директора и менеджмент стрессовых или банкротящихся институтов несли должную ответственность;
- минимизация экономических и фискальных последствий любых решений относительно разрешения финансового стресса и поддержание должной рыночной дисциплины.

#### **4. Принципы принятия решений и действий**

Рыночные решения или решения частного сектора в целом являются предпочтительными способами ответа на стресс в финансовой системе. Но могут быть обстоятельства, когда требуется ответ общественного сектора для удовлетворительного преодоления ситуации финансового стресса. В таких обстоятельствах, и когда члены Совета обязаны использовать свои законные полномочия, они должны придерживаться следующих принципов:

- ответ должен исходить из соответствующих законных целей деятельности каждого члена и целей, указанных в данном Меморандуме;
- при выборе наиболее подходящего способа разрешения финансового стресса необходимо учитывать последствия для экономики в целом;
- любой вариант решения должен также учитывать кратко- и долгосрочные выгоды, издержки и риски;
- коммуникации должны быть своевременными, скоординированными и сфокусированными на информационных потребностях заинтересованных сторон;
- ответ на финансовый стресс должен учитывать трансграничные последствия в соответствующих случаях с точки зрения достижения удовлетворительного результата для всех вовлеченных юрисдикций и при обеспечении того, что результат отвечает потребностям финансовой системы Австралии, ее вкладчиков, держателей полисов и членов фондов. В этом плане особенно важно учитывать интеграцию между

Австралией и Новой Зеландией в финансовой сфере и соответствующие юридические мандаты.

## **5. Финансовый стресс: выявление и ответы**

Процесс мониторинга и ответов на формирующийся финансовый стресс включает следующие элементы.

**5.1. Выявление формирующегося стресса.** Члены Совета несут следующие ответственности за выявление формирующегося стресса в финансовой системе:

- Резервный Банк Австралии несет ответственность за мониторинг ситуации на финансовых рынках, платежно-расчетных системах, за рекомендации главе Казначейства или руководителям других министерств по вопросам формирующихся стрессов на указанных рынках и в системах;

- Орган пруденциального регулирования несет ответственность за мониторинг и пруденциальный надзор за финансовыми институтами. Он также наделен полномочием давать рекомендации главе Казначейства или руководителям других министерств в случае, когда поднадзорный институт не способен или скоро станет неспособным отвечать по своим финансовым обязательствам;

- Комиссия по ценным бумагам и инвестициям несет ответственность за мониторинг поставщиков финансовых услуг и рекомендации в случае формирования уязвимостей в данной сфере;

- Казначейство, опираясь на свои связи с промышленными и другими органами, информирует членов Совета о любых озабоченностях относительно финансовой системы или конкретного института и дает свои рекомендации по этим событиям, информируя Правительство о ситуации.

Исходя из указанных ответственностей, если член Совета выявляет формирующуюся уязвимость или стрессовую ситуацию, которая относится к ответственностям других членов, он безотлагательно обязан сообщить об этом другим членам. Члены Совета должны как можно раньше обмениваться информацией, вызывающей сомнения относительно условий в финансовом институте или на рынке, представляющих угрозы для финансовой стабильности. Своевременная информация должна предоставляться главе Казначейства или руководителям других министерств о развитии событий и предлагаемых мерах как в отношении стрессовых ситуаций

в отдельных институтах, так и в отношении потенциальных угроз финансовой стабильности и экономике.

**5.2. Оценка финансового стресса и реализация вариантов ответа.** Если выявлен потенциально значительный или действительный финансовый стресс, Совет выступает как координационный форум по оценке ситуации и выбору возможных вариантов ответа. Если решение и его реализация полностью подпадает под ответственность члена Совета, то этот орган должен отвечать за его претворение в жизнь.

Члены Совета несут следующие ответственности:

— Резервный Банк Австралии несет ответственность за оценку сути и масштабов системного воздействия серьезных финансовых стрессов, включая последствия для финансовых рынков и платежных систем, и возможные ответные меры.

— Орган пруденциального регулирования Австралии несет ответственность за оценку сути и степени финансового стресса в поднадзорных институтах, включая ликвидность и платежеспособность, эволюцию и осуществление вариантов надзорных ответов, связанных с любыми затронутыми институтами. Особенно Орган пруденциального регулирования ответственен за решения, связанные с изучением поднадзорных институтов, разработку указаний для таких институтов, назначение кризисного управляющего, разработку указаний для кризисного управляющего и рекомендаций для суда по назначению кризисных управляющих в страховые компании или компании страхования жизни.

— Комиссия по ценным бумагам и инвестициям несет ответственность за оценку и регулятивные последствия по ситуации на финансовых рынках и для инвесторов, раскрытие последствий любого решения по разрешению ситуации и обмен информацией с рыночными операторами. Комиссия по ценным бумагам и инвестициям несет ответственность за решения, связанные с требованиями о публичном раскрытии информации институтами, на которые распространяется закон О корпорациях.

— Казначейство несет ответственность за разработку политических рекомендаций Правительству по любым ответам, включающим действия Правительства.

Когда действия члена Совета могут оказывать воздействие на исполнение обязательств других членов или когда его дей-

ствия могут иметь последствия для общего ответа на стрессовую ситуацию, он должен предупреждать об этом.

**5.3. Координация ответа.** Реализация ответа, нацеленного на преодоление стресса в финансовом институте или стресса в финансовой системе, должна быть скоординированной между членами Совета, если за нее несут ответственность более одного члена.

Когда главы Казначейства или Правительства принимают ответное решение, Казначейство должно информировать других членов Совета как можно раньше. Члены Совета должны совместно работать над реализацией решения Правительства.

Члены Совета должны информировать главу Казначейства и Казначейство о прогрессе в осуществлении ответа на финансовый стресс.

**5.4. Координация коммуникаций.** Каждый член Совета должен развивать и вести коммуникации с держателями полисов, включая публичные коммуникации, по вопросам, относящимся к их полномочиям. Когда ответ включает действия более одного члена Совета, коммуникации должны быть скоординированы между членами Совета и с Правительством.

В соответствии со своими законными обязательствами члены Советов несут также следующие конкретные ответственности:

— Резервный Банк Австралии отвечает за публичные коммуникации по поддержке ликвидностью и платежной системы;

— Орган пруденциального регулирования Австралии отвечает за публичные коммуникации по надзорным действиям, предпринимаемым в отношении поднадзорных институтов и применение Схемы финансовых требований. Орган пруденциального регулирования отвечает за коммуникации, касающиеся отдельных поднадзорных институтов до применения каких-либо скоординированных действий.

— Комиссия по ценным бумагам и инвестициям отвечает за публичные коммуникации, касающиеся закона О корпорациях и регулятивных мер в отношении финансовых рынков.

— Главы Казначейства или Правительства отвечают за коммуникации с обществом по вопросам выбора способов

преодоления стресса, включающих действия Правительства, в том числе применения Схемы финансовых требований.

**5.5. Трансграничная кооперация.** Члены Совета должны помогать друг другу для соблюдения обязательств по трансграничному сотрудничеству.

### Организация взаимодействий между центральным банком и казначейством<sup>1</sup>

Взаимосвязи между казначейством и центральным банком находятся в центре финансовой политики. Согласование монетарной политики с государственной финансовой политикой (наряду с фискальной) определяет успешное развитие макроэкономики. Но управление государственным долгом и денежными средствами общественного сектора напрямую влияет на операции монетарной политики. И казначейство, и центральный банк также взаимодействуют с банковской системой и как потребитель услуг банковских сделок, и как финансовый контрапартнер, а в ряде случаев, и как собственник или регулятор. В то же время центральный банк является банком казначейства и предоставляет казначейству ряд услуг на операционном уровне, таких как управление единым счетом казначейства, и действует как фискальный агент (проведение разнообразных аукционов), агент расчетов или др.

Казначейство и центральный банк управляют разными частями общего баланса правительства, при этом у них разные приоритеты и предпочтения риска. Без адекватного управления и механизмов планирования, координации политики двух органов возможны риски противоречий в финансовой политике и значительных экономических потерь.

Один из уроков финансовых кризисов 1980–1990-х гг. состоял в том, что управление государственным долгом, фискальная и монетарная политики должны рассматриваться как отдельные направления макрофинансовой политики, каждое из которых преследует особые цели. В последние два десятилетия разделение макрофинансовой политики на указанные направления развивалось параллельно с трансформацией операционных ролей казначейства и центрального банка. Это было обусловлено тем, что традиционная модель рас-

<sup>1</sup> Pessoa M., Williams M. Government Cash Management: Relationship between the Treasury and the Central Bank. — Technical notes and manuals, Fiscal Affairs Department, International monetary fund, Nov., 2012, № 2, 27 p.

пределения функций между казначейством и центральным банком нечетко разделяла функциональные роли данных органов. Функционирование единого счета казначейства было неполным, т.к. у государственных органов имелись счета и в центральном банке, и в коммерческих банках. Казначейское управление денежными средствами общественного сектора было пассивным. Традиционная модель допускала несколько негативных последствий для финансовой системы:

- наличие остатков бюджетных средств на счетах в коммерческих банках означало финансовые потери для казначейства и скрытые субсидии для банковского сектора, т.к. остатки средств на таких счетах обычно не вознаграждаются или вознаграждаются по ставке, ниже среднерыночной ставки. К тому же, подобные косвенные субсидии искажают рыночное ценообразование;

- кассовые потоки правительства были основной причиной краткосрочной волатильности на рынках денег и банковской ликвидности. Это осложняло и управление ликвидностью коммерческими банками, и операции монетарной политики центрального банка;

- управление центральным банком денежными средствами и долгом правительства часто противоречило целям и операциям монетарной политики, например, при установке политической процентной ставки;

- скрытое кредитование центральным банком правительства увеличивало денежную базу и оказывало проинфляционное давление.

Поэтому современные институциональные рамки четко разделяют роли казначейства и центрального банка:

- центральный банк как независимый орган концентрирует внимание на монетарной политике. Он может оказывать отдельные финансовые услуги правительству, такие как управление единым казначейским счетом, но услуги транзакций и банкинга передаются коммерческим банкам. Если центральный банк остается фискальным агентом правительства, то пределы его ответственности должны быть однозначно установлены;

- казначейство объединяет всю ликвидность правительства, отвечает за кассовое исполнение бюджета, снижая средние остатки средств на бюджетных счетах. Казначейст-



во в ряде юрисдикций выступает интегрированным органом, уполномоченным управлять задолженностью и кассой общественного сектора;

- банковский сектор предоставляет банковские услуги казначейству и органам исполнительной власти по их требованиям и на основе полной компенсации издержек по тарифам, определяемым на основе открытых конкурентных тендеров. На практике функции банковского сектора зависят от степени, в какой платежи правительства централизует казначейство, и от способов распределения бюджетных ассигнований министерствам и ведомствам.

Современная система казначейства должна отвечать следующим требованиям:

- все кассовые балансы правительства консолидируются на едином казначейском счете, предпочтительно в центральном банке. Все доходы правительства немедленно переводятся на единый счет казначейства, включая так называемые собственные доходы, получаемые министерствами и ведомствами;

- функционирует эффективная система платежей правительства. Если она децентрализована, все банковские счета министерств и ведомств должны быть связаны с единым казначейским счетом и иметь нулевой баланс в конце операционного дня, когда все кассовые остатки на бюджетных счетах переводятся на единый счет казначейства;

- создана интегрированная информационная система финансового управления, позволяющая осуществлять управление, мониторинг, контроль, консолидацию, бухгалтерский учет и составление отчетов об исполнении бюджета и балансов банковских счетов, включая единый счет казначейства;

- применяется эффективная модель прогнозирования денежного потока общественного сектора, позволяющая точно прогнозировать краткосрочные притоки и оттоки денежных средств. Несовпадение во времени разрешения расходов и действительным платежом означает, что потоки через единый счет казначейства должны быть в центре прогноза. Такие прогнозы денежного потока необходимы для активного управления кассой бюджета. В идеале, прогнозы дневного денежного потока через единый счет казначейства должны быть доступны, по крайней мере, на 3 месяца вперед. Про-

гнозы должны дополнять данные динамики остатков средств на едином счете казначейства, предпочтительно в режиме реального времени;

– активное управление бюджетными средствами предполагает использование краткосрочных активных и пассивных финансовых инструментов (государственных обязательств, операций прямого и обратного репо, обеспеченных срочных депозитов и др.).

Единый счет казначейства может работать с различными платежными системами – централизованными, децентрализованными или гибридными (см. таблицу 2.А).

В большинстве стран выбор сделан в пользу верхней левой ячейки (Франция, Россия) или нижней правой (Великобритания, Австралия), но в других отдано предпочтение нижней левой ячейке (ЮАР). Несколько стран используют смешанные формы (Китай, Индия, США). Централизация платежей относительно больше распространена в менее экономически развитых странах. Централизация сделок предполагает концентрацию власти в казначействе по проведению сделок, доступе и функционированию единого казначейского счета. Казначейство (в некоторых странах с сетью региональных отделений или подразделений казначейства в министерствах) может одобрять и/или проводить платежи. В других случаях (например, Беларусь, Аргентина, Грузия) министерства и ве-

Таблица 2.А

**Матрица выбора для единого счета казначейства**

Прохождение платежей: выбор вариантов		
	ЦБ ответственен за банковские операции	Коммерческие банки несут ответственность за банковские операции
Казначейство ответственно за прохождение платежей		
Органы, осуществляющие расходы, ответственны за прохождение платежей		

домства могут нести ответственности и вести учет платежей, хотя казначейство будет осуществлять платежи. В случае децентрализации платежей и систем учета, каждое министерство и ведомство проводит свои собственные сделки и напрямую отвечает за каждое денежное требование. Ключевое требование состоит в том, что если используются коммерческие банки, то любой кассовый баланс по операционным счетам на конец дня должен переводиться на единый казначейский счет. Если имеет место временной разрыв между разрешением расходов и проведением платежа, средства хранятся на едином счете казначейства.

К настоящему времени выделен ряд важных институциональных и рыночных характеристик современного управления бюджетными средствами:

- наличие квалифицированного персонала и современной внутренней инфраструктуры казначейства;

- наличие в казначействе особых координационных структур:

- обмена информацией между управляющими кассой; органами, отвечающими за сбор доходов; и расходующими министерствами и ведомствами по вопросам потоков платежей и доходов, прогнозу денежных потоков;

- тесной координации (или интеграции) операций по управлению долгом и кассой;

- согласующих действия казначейства и центрального банка по обмену информацией, распределению полномочий и операционным взаимодействиям, включая развитие финансовых рынков;

- достижение определенного уровня развития финансовых рынков и ликвидности для активного управления бюджетной кассой.

Развитие современных функций казначейства и, в частности, эффективное управление кассой правительства, оказывает воздействие на финансовую стабильность. По мере того, как казначейство улучшает управление бюджетной кассой и более эффективно функционирует единый счет казначейства, все больший объем бюджетных средств изымается с бюджетных счетов в коммерческих банках и аккумулируется на едином счете казначейства. Тем самым часть ликвидности изымается из банковской системы. В этом случае лик-

видность банковской системы может ухудшаться. Наоборот, если управление единым казначейским счетом становится более активным и временно свободные бюджетные средства казначейство размещает в погашение внутреннего долга, краткосрочные инвестиции в банковскую систему, то ликвидность банковской системы повышается. Такие денежные потоки могут провоцировать волатильность на рынке денег. Если центральный банк не выплачивает казначейству процентный доход по остаткам средств на едином казначейском счете, то тем самым казначейство косвенно субсидирует центральный банк. Если основные остатки бюджетных средств хранятся на невознаграждаемых счетах бюджетополучателей, то, наоборот, центральный банк будет нести дополнительные расходы, в частности, на стерилизацию избыточной ликвидности. И тот, и другой вариант развития событий оказывает воздействие на текущий уровень финансовой стабильности.

В целях поддержания стабильности в национальной финансовой системе необходимо сотрудничество между казначейством и центральным банком по нескольким направлениям:

- по вопросам процентной политики или предстоящим ее изменениям;

- по развитию внутреннего финансового рынка, прежде всего, рынка долговых обязательств и рынка денег;

- по согласованию времени проведения инъекций средств казначейства в банковский сектор и операций центрального банка по выводу с рынка денег избыточной ликвидности для контроля над уровнем рыночной процентной ставки;

- постоянному обмену информацией о прогнозах бюджетных денежных потоков, состоянии единого казначейского счета, динамике положения на рынке денег;

- по вопросам кадрового обеспечения обоих органов;

- по проблемам рекапитализации центрального банка и/или компенсации его потерь, обусловленных реализацией решений правительства или проведением монетарной политики;

- по проблемам возможного перекрестного субсидирования;

- по проблемам перевода взаимоотношений между казначейством и центральным банком на коммерческие основы (например, центральный банк выплачивает казначейству

процентные доходы в размере рыночной ставки овернайт на остатки средств на едином казначейском счете, а казначейство оплачивает банковские услуги центрального банка по рыночным тарифам);

— по вопросам предоставления центральным банком и погашения казначейством овердрафта;

— по вопросам зачисления бюджетных средств на счета суверенных фондов и управления ими.

Взаимосвязи между казначейством и центральным банком должны функционировать на разных уровнях, отражая сущность рассматриваемых проблем, включая:

— регулярные встречи министра финансов и главы центрального банка;

— работу постоянных комитетов;

— функционирование технических рабочих групп;

— ежедневные операционные взаимодействия.

Сотрудничество между казначейством и центральным банком может быть прописано в законодательстве либо установлено в меморандуме о взаимопонимании.

Операционные взаимосвязи могут регулировать специальные протоколы, устанавливающие порядок консультаций по вопросам:

— совместной программы развития рынка денег;

— механизмов обмена информацией (полномочия и частота);

— порядка проведения первичных аукционов государственных обязательств;

— соглашения между центральным банком и министерством финансов об общем списке первичных дилеров или аукционных контрапартнеров;

— практических аспектов выплаты процентов по счетам правительства (срочность, сегмент рынка и пр.);

— механизм коммуникаций с обществом и затрагиваемые вопросы;

— в странах, где казначейство может занимать у центрального банка, протоколы, определяющие лимиты (сумм, срочности, возможности продления и т.п.) подобных заимствований.

В ряде стран подобные вопросы решаются в рамках комитетов по координации денежных средств или комитетов

ликвидности. Подобные комитеты могут собираться еженедельно или ежемесячно.

В соглашении о взаимодействии между центральным банком и казначейством могут быть отражены следующие вопросы:

- обязательство обеих сторон соблюдать установленные модели аукционов или времени их проведения;
- перечень операций, которые центральный банк проводит на возвратной основе как фискальный или расчетно-платежный агент казначейства;
- детали и график обмена информацией между органами (например, прогнозы бюджетного денежного потока или операций, проведенных по единому казначейскому счету);
- условия управления остатками средств на бюджетных счетах в коммерческих банках;
- условия расчета комиссий, уплачиваемых казначейством за услуги центрального банка, включая соглашение о компенсациях за любое отклонение от определенного уровня услуг;
- детали о процентной ставке, уплачиваемой центральным банком по счетам правительства, включая использование любой иной ставки, а также условия, при которых установленная процентная ставка может быть изменена;
- обмен оценками уровня валютного риска;
- порядок разрешения спорных вопросов.

В отдельных странах подобные соглашения обнародованы.

Некоторые соглашения между центральными банками и казначействами опубликованы. Во Франции агентство, ответственное за управление долгом и кассой правительства, обнародовало детали своего соглашения с Банком Франции, касающиеся ведения единого счета казначейства<sup>1</sup>. Оно определяет инструменты, которые может использовать центральный банк для обеспечения того, чтобы проводить все операции по счетам правительства Франции в режиме реального времени. Помимо деталей об информационных потоках и сроках исполнения поручений, оно также содержит технические особенности доступности особых услуг и проведения процедур списаний средств. В Румынии министерство обще-

---

<sup>1</sup> [http://www.aft.gouv.fr/article\\_787.html](http://www.aft.gouv.fr/article_787.html).

ственных финансов также раскрыло детали соглашения между центральным банком и казначейством. Соглашение охватывает операции по единому казначейскому счету (по счетам в национальной и иностранной валюте, включая уплату процентов); роли центрального банка как фискального агента, регистратора государственных ценных бумаг, расчетно-платежного агента; участие министерства в платежных системах. Соглашение устанавливает права и обязанности сторон, включая те, которые связаны с управлением операционным риском; перечни комиссий по сделкам.

Переход казначейств на современные модели управления кассой правительства потенциально оказывает воздействие на операции, финансы и балансовые счета правительства, центрального банка, системы коммерческих банков, ведущих бюджетные счета, а тем самым на финансовую стабильность. Степень подобного воздействия определяется глубиной взаимосвязей между казначейством и центральным банком, характеристик операций монетарной политики и текущих финансовых условий:

- реформы обычно сопровождаются передачей управления бюджетными денежными средствами от банковского сектора в центральный банк. Это выгодно казначейству, но затратно для коммерческих банков;

- если центральный банк выплачивает казначейству проценты, начисляемые на остатки средств на едином казначейском счете, он несет дополнительные издержки. Такие расходы могут быть центральному банку выгодны, если они меньше расходов, которые требуются для вывода избыточной ликвидности из банковской системы;

- более активные модели управления кассой правительства позволяют стабилизировать остатки средств на едином казначейском счете;

- структурные реформы по устранению перекрестного субсидирования и повышению транспарентности, включая введение комиссий, уплачиваемых казначейством центральному банку, способствуют стабилизации общих финансовых условий на внутреннем рынке.

### Особенности макропруденциальной политики в Индии<sup>1</sup>

Резервный Банк Индии (РБИ) стал экспериментировать с применением различных контрциклических мер с начала 2000-х гг.

*Резерв колебания инвестиций.* Один из ранних опытов Индии с контрциклическими мерами был нацелен на противодействие воздействию колебаний рыночных процентных ставок на прибыль банков. В начале 2000-х гг. банки получали прибыль от снижения рыночных процентных ставок. Чтобы подготовить банки к повышению процентных ставок, когда произойдет смена фазы кредитного цикла, РБИ потребовал от банков формировать резерв колебания инвестиций (*Investment fluctuation reserve, IFR*) в объеме не менее 5% их инвестиционного портфеля за счет части доходов от продажи соответствующих инвестиций в течение 5 лет. *IFR* было разрешено использовать, когда меняется фаза цикла и начинается снижение доходов по казначейским обязательствам. В настоящее время *IFR* позволяет банкам поддерживать стабильную достаточность капитала.

*Меняющиеся во времени веса рисков и нормы провизий.* Меняющиеся во времени веса рисков и норм провизий в Индии использовались как способ смягчения макроэкономических шоков, связанных со слишком высоким ростом таких секторов, как жилье, коммерческая недвижимость, розничная торговля и собственность. Когда сменилась фаза цикла, во второй половине 2008 г., отдельные из указанных мер были ослаблены, но меры снова были ужесточены, когда рост стал восстанавливаться.

*Применение нормативов LTV.* РБИ для снижения уровня кредитного риска банков ввел дифференцированные требования по *LTV* и весам риска по жилищным, потребительским кредитам.

Резервный Банк Индии в 2010 г. ввел несколько дополнительных мер, сходных с лимитами *LTV*, более высокие

<sup>1</sup> Chakrabarty K.C. Framework for the conduct of macroprudential policy in India: experiences and perspectives // Banque de France: Financial Stability Review, 2014, April, № 18, pp.131–144.



Таблица 3.А

**Изменения весов риска активов и требований по провизиям по кредитам на покупку коммерческой недвижимости (%)**

Время	Вес риска	Требования к провизиям по стандартным активам
Декабрь 2004	100	0,25
Июль 2005	125	0,25
Ноябрь 2005	150	0,40
Май 2006	150	1,00
Январь 2007	150	2,00
Ноябрь 2008	100	0,40
Ноябрь 2009	100	1,00

Таблица 3.Б

**Дифференцированные веса риска по жилищным кредитам (%)**

Объем кредита	LTV (верхний лимит в 80% по кредитам свыше 2 млн рублей; 90% по кредитам до 2 млн рублей)	Вес риска
До 3 млн рублей	≤75; >75	50; 100
3 млн рублей	≤75;	75;
До 7,5 млн рублей	>75	100
Свыше 7,5 млн рублей	90	125

уровни риска по крупным жилищным кредитам и большие провизии по стандартным активам.

*Меры в отношении взаимосвязанности банков.* РБИ применяет несколько мер в ответ на системные риски, связанные с взаимосвязанностью банков, между банками и небанковскими финансовыми посредниками и общими рисками. Эти меры, которые со временем были встроены в пруденциальное регулирование финансового сектора, помимо прочего, включают:

- пруденциальные лимиты на агрегированные межбанковские пассивы как доля чистой стоимости;
- ограничение доступа к рынкам необеспеченного фондирования для банков и первичных дилеров с пруденциальными лимитами по кредитованию и заимствованиям;
- ограничение инвестиций банков в инструменты капитала других банков/финансовых институтов в 10% их собственного капитала и 5% базового капитала;
- лимиты на подверженность банка рискам небанковских финансовых институтов;

- строгое пруденциальное регулирование небанковских финансовых институтов;
- лимитирование инвестиций банков в ликвидные схемы долговых взаимных фондов как доля чистой стоимости;
- ограничение подверженности банков риску со стороны рынков капитала в 40% чистой стоимости на единичной и групповой основе;
- внимательный мониторинг чувствительных к риску секторов банковских бизнес линий;
- лимиты на зарубежные заимствования банков, отличные от кредитования экспорта (а также лимиты на открытые валютные позиции банков как доли капитала);
- требования к банкам держать минимум 23% их чистых пассивов до востребования и срочных в форме ликвидных внутренних суверенных облигаций (эта мера работает как резерв платежеспособности и ликвидности);
- запрет на немедленное выделение прибыли при продаже активов по секьюритизации, только со временем, т.е. запрет на модель «инициируй и распределяй».

*Мониторинг финансовых конгломератов.* С 2004 г. финансовые конгломераты в Индии являются объектом интенсивного надзора и контроля. Финансовые конгломераты – предприятия, обладающие значительной долей на более чем одном сегменте финансового сектора – банковском, страховом, взаимных фондов, небанковского финансирования и пенсионном. Надзорный процесс фокусирует внимание на риск менеджменте в рамках группы, внутригрупповых транзакциях и корпоративном управлении.

*Меры управления трансграничными потоками капитала.* Усилия РБИ нацелены на формирование регулирования, предоставляющего достаточно пространства и инструментов для модулирования политики при разных характеристиках потоков капитала, их процикличности и последствий для банков, корпораций и суверена. К их числу относятся:

- создание активного управления капиталным счетом, поощряющего привлечение недолгового финансирования и долгосрочных притоков капитала при ограничении долговых потоков;
- использование разнообразных инструментов – количественных лимитов; мер, основанных на ценах и количествах,

особенно в отношении инвалютных заимствований корпораций;

— краткосрочный долг разрешен только по торговым сделкам;

— избежание «первородного греха» чрезмерных инвалютных заимствований национальных предприятий, особенно суверена;

— предотвращение чрезмерной долларизации балансовых счетов финансового сектора, особенно банков;

— ограничение долларизации пассивов национальных предприятий;

— либерализация разрешенных способов внешних инвестиций национальных предприятий.

## Особенности макропруденциальной политики в странах Персидского залива<sup>1</sup>

Центральные банки стран Персидского залива стали принимать отдельные макропруденциальные инструменты до начала глобального финансового кризиса, при этом особое внимание уделялось мерам, позволяющим ограничивать розничное кредитование.

*Капитал, провизии, требования по ликвидности для банков.* В большинстве стран Персидского залива установлены фиксированные ставки по общим провизиям, ни в одной стране не используются динамические или контрциклические меры, за исключением Саудовской Аравии, где от банков требуется поддерживать провизии в 100% по неработающим кредитам. Это требование повышается до 200% на пике экономического цикла. В Кувейте, Омане, Катаре и Объединенных Арабских Эмиратах уровень общих провизий был изменен после глобального финансового кризиса. В Объединенных Арабских Эмиратах он был повышен до 1,5% к 2014 г. в целях усиления устойчивости банков к еще не выявленным, но возможным потерям.

*Регулирование личных кредитов.* Для стран Персидского залива регулирование личных кредитов преследует макропруденциальные цели, т.к. они занимают большую долю в совокупном кредитовании и сопряжены с моральным риском ожиданий дефолта граждан. В Кувейте несколько раз реализовывались меры по снижению долга граждан по личным банковским кредитам, последний раз в 2012 г. В Объединенных Арабских Эмиратах в 2011 г. был создан фонд разрешения задолженности по личным кредитам в 10 млрд *AED* (2,7 млрд долл.), но до последнего времени средства фонда почти не использовались. Нормативы, устанавливающие лимит отношения величины долга в доходе (*DTI*), широко используются в регионе, за исключением Омана и Кувейта. В большинстве стран региона установлен максимально допустимый лимит на месячные платежи по кредитам как

---

<sup>1</sup> Arvai Z., Prasad A., Katayama K. Macroprudential Policy in the GCC Countries // IMF Staff Discussion Note, 2014, March, 48 p.

доля месячного дохода заемщика. Этот норматив варьируется от 33% (Саудовская Аравия) до 50% в Бахрейне, Катаре и Объединенных Арабских Эмиратах. В то время как в Объединенных Арабских Эмиратах установлен предел на общую величину личного кредита, в Омане нет подобного ограничения. В Катаре установлены дифференцированные лимиты на личные кредиты для граждан и трудовых мигрантов. Использование нормативов *LTV* пока не популярно. Только в Катаре и Саудовской Аравии применяется данный норматив.

*Лимиты подверженности риску.* Лимиты на кредиты для банков, такие как нормативы, устанавливающие максимально допустимое соотношение между кредитами и депозитами, популярны в регионе, значения нормативов варьируются от 60% в Бахрейне до 90% в Катаре. Единственное исключение – Объединенные Арабские Эмираты, где соответствующее регулирование запрещает выдавать кредиты сверх стабильных депозитов. Для снижения концентрации рисков во всех странах Персидского залива установлены такие лимиты, как максимальный лимит кредитования одного и/или группы связанных заемщиков. Лимиты на кредитование покупок объектов недвижимости есть во всех странах, кроме Кувейта и Саудовской Аравии. Лимиты на валютный риск не популярны; только в Омане и Катаре действуют максимально допустимый лимит на инвалютные кредиты и лимит открытой валютной позиции. В Кувейте действует нормативное требование, разрешающее банкам выдавать инвалютные кредиты только заемщикам, получающим инвалютные доходы.

Макропруденциальные инструменты, применявшиеся в странах Персидского залива до 2008 г., были недостаточно эффективными для сдерживания высоких темпов роста кредита и цен на активы, во многих случаях это было обусловлено тем, что органы власти зачастую предоставляли субъектам необоснованные исключения, что подрывало эффективность регулятивных лимитов.

В результате того, что на протяжении 2000-х гг. розничное кредитование росло высокими темпами, их доля в кредитных портфелях банков стала значительной. Для снижения риска высокого левереджа банков и физических лиц в большинстве стран Персидского залива еще до кризиса использовалось регулирование личных кредитов. Хотя на протяжении

2000-х гг. регулятивные требования постепенно ужесточались, но в 2008 г. розничные кредиты все еще составляли 30% и более в кредитных портфелях банков в Бахрейне, Кувейте, Омане.

*Норматив кредиты/депозиты (LTD).* Центральные банки стран Персидского залива применяют нормативы, устанавливающие предельно допустимое соотношение между объемом выданных кредитов и стабильными депозитами. Данные нормативы используются для ограничения риска ликвидности и привлечения банками оптового фондирования. Однако практика их применения показала недостаточную эффективность данных нормативов с точки зрения замедления темпов роста совокупного кредитования накануне глобального финансового кризиса, т.к. депозитная база банков расширялась благодаря избыточной ликвидности в национальных банковских системах. Средний годовой темп роста кредитования частного сектора в странах Персидского залива варьировался от 17% в Омане до 35% в Катаре в 2003–2008 гг.

*Лимиты на риски кредитования объектов недвижимости (LTV)* действовали в странах Персидского залива, но в силу недостаточной четкости нормативных требований фактическая подверженность банков соответствующим рискам была больше, чем предполагали максимальные регулятивные лимиты. Частично это объясняется тем, что ипотечное кредитование недостаточно развито в странах Персидского залива. После глобального финансового кризиса нормативы *LTV* стали чаще применяться.

В целом, как полагают эксперты, проанализировав опыт стран Персидского залива, применение только инструментария макропруденциальной политики недостаточно для снижения процикличности развития финансового сектора. Меры макропруденциальной политики должны дополняться мерами фискальной и монетарной политик.

## Макропруденциальные инструменты, применяемые в странах Персидского залива

Инструмент	Бахрейн	Кувейт	Оман	Катар	Саудовская Аравия	ОАЭ
Общие про- визии	Дискретные требования по прови- зиям	1% по на- личным и 0,5% по безналич- ным ста- тым ста- тьям	2% по вы- данным личным кре- дитам; 1% по остальным работающим кредитам	1,5%	1%. Банки под- держивать 100% провизии по неработающим кредитам на фазе подъема цикла	Постепенное повышение до 1,5% от объема кредитов, взве- шенных по ри- скам, по кото- рым нет особых провизий
Левередж (капитал/ активы)	5% для розничных банков; 10% для оптовых банков	—	—	—	[депозиты/(ка- питал+ резервы)] ≤ 15, с 2011 г. действует нор- матив леверед- жа по Базелю	—
Норма обя- зательного резервирова- ния	5% от со- вокупных депозитов	—	5%	4,75%	7% по депози- там до востре- бования; 4% по срочным и сберегательным депозитам	—

Инструмент	Бахрейн	Кувейт	Оман	Катар	Саудовская Аравия	ОАЭ
Лимиты на кредитование недвижимости	Мах 30% доля таких кредитов в кредитном портфеле	—	60% чистой стоимости банка или 60% всех срочных и сберегательных депозитов	Для традиционных банков $\leq 150\%$ капитала банков и резервов (уровень 1); для исламских банков $\leq 25\%$ капитала и резервов банка	—	20% депозитов
Лимиты на кредиты отдельным секторам	—	Кредиты	Лимиты на личные кредиты — 40%; жилищные кредиты — 10%; кредиты нерезидентам — 5% совокупных кредитов. Совокупные кредиты нерезидентам — 30% чистой стоимости	Банки не могут предоставлять клиентам услуги финансирования для торговли ценными бумагами	—	Лимиты на кредиты местным правительствам и государственным предприятиям

Инструмент	Бахрейн	Кувейт	Оман	Катар	Саудовская Аравия	ОАЭ
Нормативы суммы кредита / стоимости обеспечения (LTV)	Нет в регулировании, деловая практика — 80%	По кредитам на покупку участка — 50%; при залоге дома — 60%; при строительстве нового дома — 70%	Нет в регулировании, деловая практика — 80%	70% для отдельных лиц; 60% для коммерческих компаний	Для девелоперов — 70%	Разные значения для граждан и трудовых мигрантов
Лимиты на концентрацию кредитного риска	15% регулятивного капитала	15% по одному кредиту; по совокупному $\leq 400\%$	15%	Одному заемщику $\leq 20\%$ капитала банка + резервы. Общий кредит $\leq 600\%$ капитала + резервы	Нормативное значение 25%, на практике — 15%	25% коммерческим предприятиям общественного сектора; 7% частному сектору
Нормативы суммы долга / доход	Мах $\leq 50\%$ месячного дохода	—	—	Мах $\leq 50\%$ месячного дохода, но не более 2,5 млн QR на человека	Мах $\leq 33\%$ по личным кредитам и кредитным картам	Лимиты по личным кредитам: а) 20 раз месячного дохода; б) не более дохода за 48 мес.; в) платеж



Инструмент	Бахрейн	Кувейт	Оман	Катар	Саудовская Аравия	ОАЭ
						По кредиту тах $\leq 50\%$ ежемесячно-го дохода
Нормативы соотношения между кредитами и депозитами	60-65% для большинства банков; 70-75% для банков, у которых нет активов кроме кредитов	75% для срочности до 3 мес.; 90% — от 3 мес. до 1 года; 100% — более 1 года	87,5%	90% для кредитов	85%	Max — 100% для авансов по отношению к стабильным ресурсам
Нормативы ликвидности	25%; ликвидные активы / совокупные активы	18%; ликвидные активы / депозиты в нац. валюте		100%; текущие активы / пассивы, взвешенные по характеристикам ликвидности	20%; ликвидные активы / депозиты. С 2012 г. по Базелю 3 нормативы ликвидности	Нормативы ликвидности по Базелю 3

Список глобально значимых финансовых институтов

<p>ABN AMRO Holding N.V. Allied Irish Banks PLC Australia &amp; New Zealand Banking group Banca Monte dei Paschi di Siena Banco Bilbao Vizcaya Argentaria* Banco BPI, S.A. Banco Bradesco S.A. Banco Comercial Portugues S.A. Banco de Chile Banco de Oro Universal Bank Banco do Brasil S.A. Banco Espirito S.A. nfo S.A. Banco Latinoamericano De Exportaciones S.A. Bancolumbia S.A. Bangkok Bank Public Company Ltd Bank Austria Bank Hapoalim B.M. Bank of America Corp.* Bank of Baroda Bank of China Limited* Bank of East Asia Limited Bank of Ireland Bank of New York* Bank of Nova Scotia Barclays PLC. Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG BNP Paribas* BRE Bank S.A. Cathay Financial Holding Company Ltd. China Constuction Bank Corp. Citigroup Inc. Commercial Bank of Qatar Commerzbank AG** Credit Agricole S.A.*</p>	<p>Credit Suisse Group* Criteria Caixacorp. S.A. Danske Bank A/S DBS Group Yldings Ltd. Depfa Bank PLC Deutsche Bank AG* Dexia** DNB ASA Emirates NBD PJSC Erste Bank Der Osterreichischen Sparkassen AG Espirito SantoFinancial Group S.A. First Gulf Bank PJSC Glitnir Banki hf Goldman Sachs Group Inc.* Yang Seng Bank Limited YSBS Ylding PLC* ICICI Bank Limited ING Groep N.V.* Intesa Sanpaolo S.p.A. JPMorgan Chase* JSC VTB Bank Jyske Bank HF Kaupthing Bank HF KBS Group NV Krung Thai Bank Public Company LTd. Landsbanki Island HF Lloyds TSB Group PLC** Malayan Banking Berhad Mega Financial Holding Company Metropolitan Bank and Trust Company Mitsubishi UFJ Financial Group* Mizuho Financial Group* Morgan Stanley* Moscow Municipal Bank</p>	<p>National Australia Bank Limited National Bank of Abu Dhabi National Bank of Greece, S.A. Natixis* Nordea Bank AB* OKO Bank PLC Oversea-Chinese Banking Corp. Public Bank Berhad Raiffeisen International Bank Riyad Bank Royal Bank of Canada Royal Bank of Scotland Group PLC* Samba Financial Group Santander Central Yispano S.A.* Sberbank Rosseii Siam Commercial Bank Public Co Ltd Scandinaviska Enskilda Banken Societe Generale S.A.* Standard Chartered PLC* State Bank of India State Street Corp.* Sumitomo Mitsui Financial Group Inc.* Svenska Handelsbanken AB Sydbank A.S. Toronto Dominion Bank Turkiye Garanti Bankasi A.S. Turkiye Is Bankasi A.S. UBS AG* Unicredito Italiano S.p.a.* United Overseas Bank Limited Wells Fargo &amp; Co.* Westpac Banking Corporation</p>
---	---	--

*Примечания:* Системно значимые банки определены как глобально значимые банки по определению Совета по финансовой стабильности плюс три крупнейших банка по объему совокупных активов в каждой стране;

\* Глобально значимые банки по определению Совета по финансовой стабильности на 2013 г.;

\*\* Банки, ранее относимые Советом по финансовой стабильности к глобально значимым.

*Источник:* Global Financial Stability Report Moving from Liquidity- to Growth-Driven Markets, IMF, April, 2014, p.127.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

### *На русском языке*

1. Андрюшин С.А., Кузнецова В.В. Инструменты макропруденциальной политики центральных банков // Вопросы экономики. – 2012. – № 8. – С. 32–47.
2. Батырева С.В. Развитие риск-ориентированного надзора за деятельностью кредитных организаций // Бизнес и банки, 2012, № 12 (1089).
3. Ведев А.Л. Создание мегарегулятора в России – институциональная проблема и интеллектуальный вызов // Журнал НЭА. – 2013. – № 3 (19). – С. 139–143.
4. Власенко М. Макропруденциальная политика как средство сглаживания проявлений системного риска // Банкаўскі веснік. – 2013. – № 11. – С. 24–32.
5. Жукова С.А., Павлюк О.В., Мусаева М.У. Инструменты макропруденциальной политики // Деньги и кредит – 2013. – № 10. – С. 63–65.
6. Классенс С., Маркетти Х. А. Перестройка глобальной банковской системы // Финансы и развитие. – 2013. – № 12. – С. 14–17.
7. Моисеев С.Р. Макропруденциальная политика: цели, инструменты и применение в России // Банковское дело. – 2011. – № 3. – С. 34–40.
8. Перспективы макропруденциальной политики // Деньги и кредит. – 2012. – № 8. – С. 11–12.
9. Пелгрейв Ф. Банк Англии возвращает себе надзорные полномочия // Бизнес и банки, 2012, № 13 (1090).
10. Симановский А.Ю. Банковское регулирование. Тезисы // Деньги и кредит. – 2014. – № 1. – С. 44–46.
11. Тарулло Д. Макропруденциальное регулирование // <http://www.fedpeak.ru/130920Tarullo/>.
12. Худякова Л.С., Сидорова Е.А. Реформа регулирования финансового сектора в Европейском союзе // Деньги и кредит. – 2014. – № 4. – С. 28–34.

13. Agur I., Sharma S. Rules, Discretion, and Macro-Prudential Policy // IMF Working Paper, 2013, № 65, 32 p.
14. Acharya V.V., Schnabl P. Do Global Banks Spread Global Imbalances? Asset-Backed Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007–09 // IMF Economic Review, 2010, Vol. 58, № 1, 37 p.
15. Aydin B., Volkan E. Incorporating Financial Stability in Inflation Targeting Frameworks // IMF Working Paper, 2011, № 224, 46 p.
16. A framework for dealing with domestic systemically important banks. — Basel Committee on Banking Supervision. October 2012. <http://www.bis.org/publ/bcbs207.htm>.
17. Basel Committee on Banking Supervision Progress in adopting the principles for effective risk data aggregation and risk reporting // 2013, December, 34 p.
18. Bech M. L., Keister T. Liquidity regulation and the implementation of monetary policy // BIS Working Papers, 2013, October, № 432, 41 p.
19. Benes J., Kumhof M. Risky Bank Lending and Optimal Capital Adequacy Regulation // IMF working paper, 2011, № 130, 28 p.
20. Bhatia A. V., Bayoumi T. Leverage? What Leverage? A Deep Dive into the U.S. Flow of Funds in Search of Clues to the Global Crisis // IMF Working Paper, 2012, № 162, 30 p.
21. Bianchi J., Mendoza E. Overborrowing, Financial Crises and ‘Macro-prudential’ Policy // IMF Working Paper, 2011, № 24, 54 p.
22. Blanchard O. The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies // IMF Working Paper, 2009, № 80, 24 p.
23. Blanchard O., Dell’Ariccia G., Mauro P. Rethinking Macro Policy II: Getting Granular // IMF Staff discussion note, 2013, April, SDN/13/03, 26 p.
24. Borio C., Drehmann M. Towards an operational framework for financial stability: “fuzzy” measurement and its consequences // BIS Working Papers, 2009, № 284, 50 p.
25. Borio C. Implementing a Macroprudential Framework: Blending Boldness and Realism // Capitalism and Society, 2011, Vol. 6, pp. 1–23.

26. Borio C. Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters? // BIS Working Papers, 2011, № 353, 23 p.
27. Borio C. Rediscovering the macroeconomic roots of financial stability policy: journey, challenges and a way forward // BIS Working Papers, Basel, 2011, № 354, 37 p.
28. Borio C. Monetary policy and financial stability: what role in prevention and recovery? // BIS Working Papers, 2014, № 440, 25 p.
29. Borio C., Disyatat P., Juselius M. A parsimonious approach to incorporating economic information in measures of potential output // BIS Working Papers, 2014, February, № 442, 40 p.
30. Bowman D., Gagnon E., Leahy M. Interest on Excess Reserves as a Monetary Policy Instrument: The Experience of Foreign Central Banks // International Finance Discussion Papers, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2010, № 996, 49 p.
31. Capital requirements for banks' equity investments in funds. Basel Committee on Banking Supervision. Consultative Document // BIS paper, 2013, July, 16 p.
32. Cecchetti S. The future of financial intermediation and regulation. Remarks prepared for the Second Conference of the European System of Central Banks Macro-prudential Research Network. – Frankfurt, 2012, 30 October.
33. Central bank governance and financial stability. A report by a Study Group Chair // Committee on May 2011, 91 p.
34. Chow J. T.S., Surti J. Making Banks Safer: Can Volcker and Vickers Do It? // IMF Working Paper, Wash., 2011, № 236, 35 p.
35. Čihák M., Mucoz S., Scuzzarella R. The Bright and the Dark Side of Cross-Border Banking Linkages // IMF working paper, Wash., 2011, № 186, 42 p.
36. Claessens S., Kose M. A., Terrones M. E. Financial Cycles: What? How? When? // IMF Working Paper, 2011, № 76, 41 p.
37. Claessens S., Kose M. A., Terrones M.E. How Do Business and Financial Cycles Interact? // IMF Working Paper, 2011, № 88, 55 p.
38. Claessens S., Pazarbasioglu C., Laeven L., Dobler M., Valencia F., Nedelescu O., Seal K. Crisis Management and Resolution: Early Lessons from the Financial Crisis // IMF Staff discussion note, 2011, 09 March, 30 p.

39. Claessens S., Pozsar Z., Ratnovski L., Singh M. Shadow Banking: Economics and Policy // International monetary fund staff discussion note, 2012, № 12, December, 4, 37 p.
40. Cohen B.H. How have banks adjusted to higher capital requirements? // BIS Quarterly Review, September 2013, pp. 25–41.
41. Committee on Payment and Settlement Systems, Board of the International Organization of Securities Commissions: Consultative report «Recovery of financial market infrastructures», August 2013.
42. Consultative Document Revised Basel III leverage ratio framework and disclosure requirements // Basel Committee on Banking Supervision, 2013, September, 22 p.
43. Creal D., Schwaab B., Koopman S. J., Lucas A. Observation Driven Mixed-Measurement Dynamic Factor Models with an Application to Credit Risk // European Central Bank Working Paper Series, 2013, № 1626.
44. Dell’Ariccia G., Igan D., Laeven L., Hui Tong, Bakker B., Vandenbussche J. Policies for Macrofinancial Stability: How to Deal with Credit Booms // IMF Staff discussion note, 2012, № 6, 46 p.
45. Donato M., Quintyn M., Taylor M.W. Inside and Outside the Central Bank: Independence and Accountability in Financial Supervision – Trends and Determinants // European Journal of Political Economy, 2008, Vol. 24, pp. 833–848.
46. Drehmann M., Borio C., Tsatsaronis K. Anchoring Countercyclical Capital Buffers: The Role of Credit Aggregates // International Journal of Central Banking, 2011, № 12, pp. 189–239.
47. Drehmann M., Tarashev N. Measuring the systemic importance of interconnected banks // BIS Working Papers, 2011, № 342, 26 p.
48. Drehmann M., Juselius M. Evaluating early warning indicators of banking crises: Satisfying policy requirements // BIS Working Papers, 2013, № 421, 37 p.
49. Espinosa-Vega M. A., Kahn C., Matta R., Solř J. Systemic Risk and Optimal Regulatory Architecture // IMF Working Paper, 2011, № 193, 25 p.
50. Favara G., Ratnovski L. Market Failures and Macroprudential Policy // IMF Research Bulletin, 2012, vol.13, № 4, pp.1-6.

51. Financial Stability Board and the Basel Committee on Banking Supervision. Final Report. Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements // BIS, 2010, December, 19 p.
52. Furlanetto F. Does Monetary Policy React to Asset Prices? Some International Evidence // International Journal of Central Banking, 2011, September, pp. 91–111.
53. Galati G., Moessner R. Macroprudential policy – a literature review // BIS Working Papers, Basel, 2011, № 337, 40 p.
54. Gertler M. Banking Crises and Real Activity: Identifying the Linkages // International Journal of Central Banking, Basel, 2010, December, pp. 125–136.
55. Goodhart, C.A.E., Kashyap A.I.K., Tsomocos D.P., A.P. Vardoulakis. An Integrated Framework for Analyzing Multiple Financial Regulators // International Journal of Central Banking, 2013, vol.9, № 1, pp. 109–144.
56. Grothe M. Market pricing of credit rating signals // ECB Working Paper Series, 2013, № 1623, 20 p.
57. Group of Thirty. Enhancing Financial Stability and Resilience: Macroprudential Policy, Tools, and Systems for the Future, 2010. [http://www.group30.org/images/PDF/Macroprudential\\_Report\\_Final.pdf](http://www.group30.org/images/PDF/Macroprudential_Report_Final.pdf)
58. Hanson, Samuel G., Anil K. Kashyap, and Jeremy C. Stein. A Macroprudential Approach to Financial Regulation // Journal of Economic Perspectives, 2011, Vol. 25, № 1, pp. 3–28.
59. Hardy D.C. Bank Resolution Costs, Depositor Preference, and Asset Encumbrance // IMF Working Paper, 2013, № 172, 30 p.
60. Hardy D.C., Schmieder C. Rules of Thumb for Bank Solvency Stress Testing // IMF Working Paper, 2013, № 232, 67 p.
61. Implementation monitoring of PFMI – Level 1 assessment report. Committee on Payment and Settlement Systems. Board of the International Organization of Securities Commissions, 2013, August, 66 p.
62. Instruments of Macroprudential Policy // Bank of England Discussion Paper, 2011, December.
63. International Monetary Fund. Macroprudential Policy: An Organizing Framework, 2011, March 14. – <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031411.pdf>.



64. KnEuppel M., Schultefrankenfeld G. How Informative Are Central Bank Assessments of Macroeconomic Risks? // International Journal of Central Banking September 2012, pp. 87–139.
65. Khramov V. Asymmetric Effects of the Financial Crisis: Collateral-Based Investment-Cash Flow Sensitivity Analysis // IMF Working Paper, 2012, № 97, 28 p.
66. Laeven L., Valencia F. Systemic Banking Crises: A New Database // IMF Working Paper, 2008, № 224, 80 p.
67. Laeven L., Valencia F. Systemic Banking Crises Database: An Update // IMF Working Paper, 2012, № 163, 33 p.
68. Lanau S., Wieladek T. Financial Regulation and the Current Account // IMF Working Paper, 2012, № 98, 51 p.
69. Levine R. The governance of financial regulation: reform lessons from the recent crisis // BIS Working Papers, 2010, № 329, 34 p.
70. Li Lian Ong, Pazarbasioglu C. Credibility and Crisis Stress Testing // IMF Working Paper, 2013, № 178, 63 p.
71. Li Lian Ong, Jeasakul P., Kwoh S. HEAT! A Bank Health Assessment Tool // IMF Working Paper, 2013, № 177, 20 p.
72. Lim C., Costa C.A., Kongsamut P., Otani A., Saiyid M., Wezel T., Wu X. Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? // IMF Working Paper 2011, № 238.
73. Literature review of factors relating to liquidity stress – extended version. Basel Committee on Banking Supervision // Working Paper, № 25, 2013, October, 30 p.
74. Longworth D. A Survey of Macroprudential Policy Issues. – 2011, March 14. <http://qed.econ.queensu.ca/paper/A%20Survey%20of%20Macroprudential%20Policy%20Issues%20Queens.pdf>
75. Lopez-Espinosa G., Moreno A., Rubia A., Valderrama L. Systemic Risk and Asymmetric Responses in the Financial Industry // IMF Working Paper, 2012, № 152, 38 p.
76. Lund-Jensen K. Monitoring Systemic Risk based on Dynamic Thresholds // IMF Working Paper, 2012, № 159, 36 p.
77. Macroprudential policy tools and frameworks. Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors // Financial stability board, 2011, 14 February, 13 p.
78. Minoiu C., Kang C., Subrahmanian V.S., Berea A. Does Financial Connectedness Predict Crises? // IMF Working Paper, 2013, № 267, 44 p.

79. Moreno R. Policymaking from a “macroprudential” perspective in emerging market economies // BIS Working Papers. – Basel, 2011. – № 336. – 24 p.
80. Navajas M. C., Thegeya A. Financial Soundness Indicators and Banking Crises // IMF Working Paper, 2013, № 263, 38 p.
81. Nier E. W. Financial stability frameworks and the role of central banks: lessons from the crisis // IMF working paper, 2009, № 70, 66 p.
82. Operationalising the selection and application of macroprudential instruments. Report submitted by a Working Group established by the Committee on the Global Financial System // Committee on the Global Financial System (CGFS) Papers, 2012, December, № 48, 75 p.
83. Orphanides A. Is monetary policy overburdened? // BIS Working Papers, 2013, December, № 435, 39 p.
84. Osiński J., Seal K., Hoogduin L. Macroprudential and Microprudential Policies: Toward Cohabitation // IMF staff discussion note, 2013, June, № 05, 28 p.
85. Ostry J. D., Ghosh A.R. Obstacles to International Policy Coordination, and How to Overcome Them // IMF staff discussion note, 2013, December, № 11, 31 p.
86. Iłtker-Robe Ī., Narain A., Ilyina A., Surti J. The Too-Important-to-Fail Conundrum: Impossible to Ignore and Difficult to Resolve // IMF Staff Discussion Note, 2011, № 12, 33 p.
87. Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities. Consultative Document. – 2013, 18 November, 31 p.
88. Packer F., Zhu Haibin. Loan loss provisioning practices of Asian banks // BIS Working Papers, 2012, № 375, 31 p.
89. Perottia E., Suarezb J. A Pigovian Approach to Liquidity Regulation // International Journal of Central Banking, 2011, № 12, pp. 3–41.
90. Pozsar Z. Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System // IMF working paper, Wash., 2011, № 190, 36 p.
91. Progress in adopting the principles for effective risk data aggregation and risk reporting. – Basel Committee on Banking Supervision, 2013, December, 34 p.
92. Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP). Analysis of risk-weighted assets for credit risk in the banking book. – Basel Committee on Banking Supervision, 2013, July, 57 p.

93. Revised Basel III leverage ratio framework and disclosure requirements. Consultative Document. – Basel Committee on Banking Supervision, 2013, 20 September, 22 p.
94. Revised good practice principles for supervisory colleges. – Basel Committee on Banking Supervision. Issued for comment, 2014, January, 29 p.
95. Rosengren E. S. Defining Financial Stability, and Some Policy Implications of Applying the Definition, 28 p.
96. Singh Manmohan, Stella P. Money and Collateral // IMF working paper, 2012, № 95, 21 p.
97. Stone M., Fujita K., Ishi K. Should Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? A Review of the Experience So Far // IMF Working Paper, 2011, № 145, 71 p.
98. Takōts E., Upper C. Credit and growth after financial crises // BIS Working Papers, 2013, № 416, 28 p.
99. Taylor J. B. International monetary policy coordination: past, present and future // BIS Working Papers, 2013, December, № 437, 33 p.
100. The regulatory framework: balancing risk sensitivity, simplicity and comparability // Basel Committee on Banking Supervision Discussion paper, 2013, October, 27 p.
101. Saborowski C., Sanya S., Weisfeld H., Yopez J. Effectiveness of Capital Outflow Restrictions // IMF Working Paper, 2014, № 8, 34 p.
102. Santos A. O., Elliott D. Estimating the Costs of Financial Regulation // IMF staff discussion note, 2012, September 11, 43 p.
103. Saurina J. Dynamic Provisioning: The Experience of Spain // Crisis response, 2009, № 7, 6 p. – <http://rru.worldbank.org/PublicPolicyJournal>
104. Singh M., Stella P. Money and Collateral // IMF Working Paper, 2012, № 95, 21 p.
105. Stone M., Fujita K., Ishi K. Should Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? A Review of the Experience So Far // WP/11/145, 71 p.
106. Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. A Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities, 18 November, 2012.

107. Ueda K., Valencia F. Central Bank Independence and Macroprudential Regulation // IMF Working Paper, 2012, № 101, 27 p.
108. Valencia F. Monetary Policy, Bank Leverage, and Financial Stability // IMF Working Paper, 2011, № 244, 38 p.
109. Vickers J. How to regulate the capital and corporate structures of banks? // <http://bankingcommission.independent.gov.uk>.
110. Vicals J., Pazarbasioglu C., Surti J., Narain A., Erbenova M., Chow J. Creating a Safer Financial System: Will the Volcker, Vickers, and Liikanen Structural Measures Help? // IMF staff discussion note, 2013, May 14, 27 p.
111. Vir Bhatia A., Bayoumi T. Leverage? What Leverage? A Deep Dive into the U.S. Flow of Funds in Search of Clues to the Global Crisis // IMF Working Paper, 2012, № 162, 30 p.
112. Walter S. Basel III: Stronger Banks and a More Resilient Financial System. – Conference on Basel III. Financial Stability Institute. – Basel, 2011, 6 April, 12 p.
113. Wezel T., Chan-Lau J. A., Columba F. Dynamic Loan Loss Provisioning: Simulations on Effectiveness and Guide to Implementation // IMF Working Paper, 2012, № 110, 59 p.
114. Zhang L., Zoli E. Leaning Against the Wind: Macroprudential Policy in Asia // IMF Working Paper, 2014, № 22, 37 p.
115. Zhou Jianping, Rutledge V., Bossu W., Dobler M., Jassaud N., Moore M. From Bail-out to Bail-in: Mandatory Debt Restructuring of Systemic Financial Institutions // IMF staff discussion note, 2012, April 24, № 3, 27 p.



*Научное издание*

***Валентина Вильевна Кузнецова***

**ПОЛИТИКА ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ:  
МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ**

**Монография**

Ответственный редактор *Е.Е. Гурин*  
Оригинал-макет *Е.А. Фролова*

Подписано в печать 05.02.2018.  
Формат 60×88/16. Бумага офсетная. Гарнитура NewtonС.  
Печать офсетная. Усл. печ. л. 10,0. Уч.-изд.л. 12,63.  
Тираж 500 экз. (2-й завод — 100 экз.). Заказ № 01155  
ТК 305600-478804-050218

ООО Издательство «КУРС»  
127273, Москва, ул. Олонешкая, д. 17А, офис 104.  
Тел.: (495) 203-57-83.  
E-mail: kursizdat@gmail.com

ООО Научно-издательский центр «ИНФРА-М»  
127282, Москва, ул. Полярная, д. 31В, стр. 1  
Тел.: (495) 380-05-40, 380-05-43. Факс: (495) 363-92-12  
E-mail: books@infra-m.ru <http://www.infra-m.ru>

Отпечатано в типографии  
ООО «Научно-издательский центр ИНФРА-М»  
127282, Москва, ул. Полярная, д. 31В, стр. 1  
Тел.: (495) 280-15-96, 280-33-86. Факс: (495) 280-36-29