

26/21

ПРЕПРИНТЫ



Ю. А. Данилов, Д. А. Пивоваров, И. С. Давыдов

**АНАЛИЗ НОВЫХ ПОДХОДОВ
К ВЫЯВЛЕНИЮ РИСКОВ И ОБЕСПЕЧЕНИЮ
ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ
В СОВРЕМЕННЫХ НАЦИОНАЛЬНЫХ
ФИНАНСОВЫХ СИСТЕМАХ**

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего профессионального образования
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»

Данилов Ю.А., Пивоваров Д.А., Давыдов И.С.

**Анализ новых подходов к выявлению рисков и обеспечению
финансовой стабильности в современных национальных
финансовых системах**

Москва 2021

Аннотация. В работе исследуются новые подходы к выявлению рисков финансовой стабильности и реализации политики обеспечения финансовой стабильности в современных национальных финансовых системах. Необходимость новых подходов обусловлена, прежде всего, резким расширением спектра рисков финансовой стабильности вследствие повышения значения небанковских финансовых организаций и финансовых рынков в функционировании финансовых систем, а также ростом финансовой инклюзии фирм и домохозяйств. Особое внимание уделено проблемам оценки финансовой стабильности. На основе анализа метрик финансовой стабильности, используемых ведущими мировыми центральными банками и рекомендуемых международными финансовыми организациями, сформулированы предложения по модернизации системы показателей финансовой стабильности, используемых Банком России. Сформулированы предложения по мерам защиты внутреннего рынка от внешних шоков, возникающих в связи с изменением проводимой ведущими центральными банками мира денежно-кредитной политики; по учету расширившегося спектра риска финансовой стабильности; по гармонизации политики обеспечения финансовой стабильности с другими направлениями финансового развития.

Abstract. This paper explores new approaches to identifying financial stability risks and implementing financial stability policies in the contemporary national financial systems. The need for new approaches is primarily explained by a dramatic expansion of the range of financial stability risks due to the increasingly important role of non-banking financial institutions and financial markets in the operation of financial systems, as well as the growing financial inclusion of firms and households. The problems of assessing financial stability are given a special focus. Based on the analysis of financial stability metrics used by the world's leading central banks and recommended by international financial organizations, the authors formulate proposals for modernizing the system of financial stability indicators used by the Bank of Russia. We formulated proposals on measures to protect the domestic market from external shocks arising from changes in the monetary policy conducted by the world's leading central banks; on accounting for the expanded range of financial stability risks; and on harmonizing financial stability policies with other areas of financial development.

Данилов Ю.А., ведущий научный сотрудник лаборатории структурных исследований ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, кандидат экономических наук

Пивоваров Д.А., научный сотрудник лаборатории структурных исследований ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Давыдов И.С., младший научный сотрудник лаборатории структурных исследований ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2021 год.

Содержание

Введение	5
Глава 1. Политика финансовой стабильности в современном мире	6
1.1. Место политики финансовой стабильности среди других государственных политик в финансовом секторе	6
1.1.1. Финансовая стабильность как составной элемент финансового развития.....	6
1.1.2. Политика обеспечения финансовой стабильности и другие политики центральных банков.....	7
1.2. Расширение спектра рисков финансовой стабильности	13
1.2.1. Повышение роли небанковских финансовых организаций и финансовых рынков и риски для финансовой стабильности	14
1.2.2. Рост финансовой инклюзии фирм и домохозяйств как источник новых рисков финансовой стабильности	18
1.2.3. Глобализация как фактор расширения рисков финансовой стабильности	21
1.2.4. Прочие новые риски финансовой стабильности.....	22
1.2.5. Классификация рисков финансовой стабильности.....	24
Глава 2. Деятельность ведущих центральных банков мира в условиях расширения спектра рисков финансовой стабильности.....	26
2.1. Гипотеза о возможном снижении эффективности политики финансовой стабильности в условиях расширения спектра рисков нестабильности	26
2.2. Метрики финансовой стабильности	30
2.2.1. Метрики финансовой стабильности ведущих центральных банков мира	30
2.2.2. Метрики финансовой стабильности, предлагаемые международными финансовыми организациями	36
2.2.3. Метрики финансовой стабильности, публикуемые Банком России	38
Глава 3. Предложения по применению международного опыта модернизации политики финансовой стабильности в России.....	46
3.1. Предложение по расширению метрик финансовой стабильности	46
3.2. Предложения по защите от рисков нестабильности мирового финансового рынка	50
3.2. Предложения по учету новых рисков финансовой нестабильности в российской политике поддержания финансовой стабильности	53
3.3. Предложения по оптимизации политики финансового развития в России за счет достижения компромисса между целью обеспечения финансовой стабильности и другими целями финансового развития	55
Список использованных источников.....	58

Введение

Политика финансовой стабильности начала формироваться как самостоятельная финансовая политика в последнее 10-летие. Ее особенностью является противоречивость определения целей как по отношению к денежно-кредитной политике, так и по отношению к другим направлениям финансового развития (глубина, инклюзивность, эффективность). Недостаточность инструментария политики финансовой стабильности, продемонстрированная ведущими центральными банками в последние годы, предопределила нарушение исполнения финансовым сектором своих функций, сохранение и умножение рисков финансовой нестабильности в среднесрочной перспективе, которые негативно влияют на финансовое развитие в странах с развивающимися финансовыми рынками. Не менее сильными для этих стран, в том числе России, могут быть шоки от нормализации денежно-кредитной политики ведущими центральными банками мира.

В России политика финансового развития предполагала стихийную приоритезацию цели обеспечения финансовой стабильности, противоречащую научным представлениям о том, что максимизация темпов экономического роста достигается при взаимной увязке всех 4-х целей финансового развития. Поэтому в дополнение к проблемам защиты внутреннего финансового рынка от рисков финансовой нестабильности мирового рынка добавляется проблема оптимизации внутренней политики финансового развития, предполагающая гармонизацию различных направлений финансового развития.

Отдельной актуальной проблемой остается проблема дефицита метрик финансовой стабильности. Существующая система метрик ориентирована в основном на мониторинг показателей, оценивающих финансовую стабильность в банковском сегменте финансового сектора. Однако тенденции последних 40 лет указывают на значительное повышение роли финансовых рынков и небанковских финансовых организаций как в части финансового и социально-экономического развития, так и в части формирования системных рисков финансового сектора и народного хозяйства в целом.

В настоящей работе сформулированы предложения по совершенствованию политики обеспечения финансовой стабильности в России, включая предложения использованию новых метрик финансовой стабильности, учитывающих расширение спектра рисков финансовой стабильности.

Глава 1. Политика финансовой стабильности в современном мире

1.1. Место политики финансовой стабильности среди других государственных политик в финансовом секторе

1.1.1. Финансовая стабильность как составной элемент финансового развития

В современном глобальном дискурсе финансовая стабильность рассматривается как одно из направлений финансового развития, нетривиальным образом взаимодействующее с другими направлениями (асpekтами) финансового развития. Как мы отмечали ранее, после 2012 года финансовое развитие рассматривается как сложный многофакторный процесс, для оценки которого необходимо применение комплекса показателей [1].

Авторы [2] отмечали, что у исследователей нет надежных межстрановых и временных показателей, которые характеризуют, как финансовые системы выполняют свои социально-экономические функции. Вместо этого исследователи в значительной степени - хотя и не исключительно - полагались на показатели размера банковской отрасли в качестве косвенного показателя. Но размер - это не показатель качества, эффективности или стабильности. И банковский сектор - это только один компонент финансовой системы.

На основе данных рассуждений в работе [2] были предложены 4 направления, которые описывают комплексное многофакторное развитие финансового сектора:

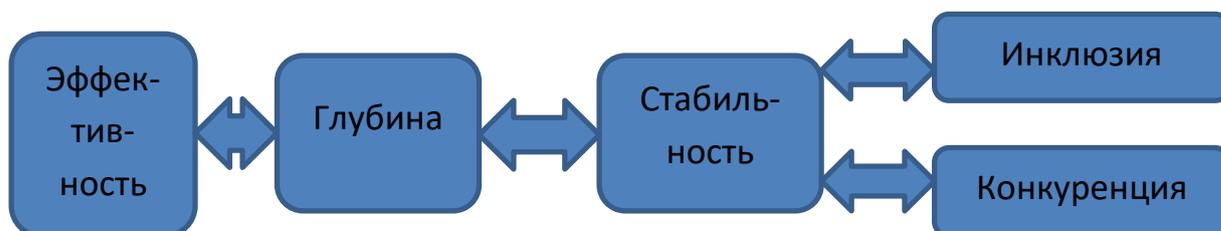
- размер финансовых институтов и рынков (финансовая глубина),
- степень, в которой люди могут и действительно используют финансовые институты и рынки (финансовая доступность),
- эффективность финансовых институтов и рынков в предоставлении финансовых услуг (эффективность),
- стабильность финансовых институтов и рынков (финансовая стабильность).

Финансовая стабильность чаще всего имеет обратную пропорциональность с другими измерителями финансового развития. Исследования противоречий между различными параметрами финансового развития интенсифицировались после разработки матрицы показателей финансового развития, которая легла в основу Глобальной базы данных финансового развития (Global Financial Development Database – GFDD) Всемирного банка [2].

В связи с этим мы ранее отмечали, что «в научный обиход вошел термин «trade-off», который содержательно указывает на альтернативность параметров финансового развития. Применительно к государственной политике финансового развития данный

термин указывает на необходимость балансировки, компромисса между двумя альтернативными параметрами финансового развития, их взаимной увязки» [1].

В рамках данного комплекса альтернативностей финансовая стабильность выделяется среди других направлений финансового развития тем, что она выступает единственным параметром финансового развития, который альтернативен всем (или, по крайней мере, большинству) остальным параметрам, а также конкуренции (см. рисунок 1).



Примечание - Источник: [1].

Рис. 1. Альтернативы между параметрами финансового развития

Это обстоятельство, на наш взгляд, создает дополнительные сложности для эффективного применения политики поддержания финансовой стабильности, при котором будет исключен или хотя бы сокращен ущерб для всех остальных направлений финансового развития.

Необходимость учета всех направлений финансового развития обуславливается тем обстоятельством, что, как было показано в [3], в наибольшей степени повышению темпов долгосрочного экономического роста способствует достижение баланса между различными аспектами финансового развития. Учитывая ярко выраженную альтернативность финансовой стабильности по отношению к остальным параметрам финансового развития, именно при проведении политики обеспечения финансовой стабильности достичь баланса объективно сложнее всего.

1.1.2. Политика обеспечения финансовой стабильности и другие политики центральных банков

Обладая основными полномочиями в части применения инструментов денежно-кредитной политики, центральные банки чаще всего рассматривают риски финансовой нестабильности и возможности по их купированию в первую очередь в свете инструментария денежно-кредитной политики. Кроме того, обладая инструментами пруденциального надзора и, иногда, макропруденциального регулирования и надзора, центральные банки также применяют данные инструменты в целях обеспечения финансовой стабильности. Благодаря этому политика по обеспечению финансовой стабильности, проводимая цен-

тральными банками, тесно взаимосвязана с денежно-кредитной и пруденциальной политиками.

Установление отрицательных процентных ставок оказывает многоаспектное воздействие на финансовую стабильность. Во-первых, отрицательные ставки нарушают работу стандартных моделей ценообразования финансовых инструментов и моделей оценки риска, приводя к росту неопределенности. Во-вторых, отрицательные процентные ставки стимулируют инвесторов искать дополнительную доходность, при этом часть консервативных инвесторов, особенно те, кто имеет обязательства по выплате дохода (например, пенсионные фонды), могут быть вынуждены нарушать стандарты своего портфеля. В-третьих, может быть нарушена селективная функция финансового рынка, и в период господства отрицательных процентных ставок может начаться финансирование проектов, рентабельность которых недостаточна для нахождения финансирования в периоды нормального уровня процента. В среднесрочной перспективе такие проекты могут оканчиваться банкротством или дефолтом, что ведет к потере ресурсов инвесторов.

Б.Бернанке признает, что посткризисная денежно-кредитная политика повысила риски финансовой нестабильности. Он отмечает, что было предложено множество описаний механизмов, связывающих денежно-кредитную политику с рисками стабильности, но признает, что исследователи все еще далеки от полного понимания связи между ними [4]. Достаточно много свидетельств того, что смягчение денежно-кредитной политики отчасти работает путем поощрения частных субъектов к принятию рисков - так называемый канал принятия риска (risk-taking channel). Легкие деньги увеличивают принятие риска за счет:

- улучшения экономических перспектив и снижения рисков ухудшения ситуации;
- укрепления балансов банков и заемщиков, что увеличивает готовность кредиторов предоставлять кредит;
- снижения стоимости ликвидности, что дополняет принятие рисков банками.

Можно сделать следующие выводы из анализа взаимосвязи между денежно-кредитной политикой и политикой обеспечения финансовой стабильности:

- современные представления крупнейших авторитетов в области денежно-кредитной политики исходят из того, что иерархия целей денежно-кредитной политики выше целей финансовой стабильности (при том, что международные финансовые организации считают эти цели равнозначными);
- применяемые меры денежно-кредитной политики могут как улучшать, так и ухудшать финансовую стабильность, но текущее применение мер денежно-кредитной политики способствует, преимущественно, снижению финансовой стабильности;

- инструменты денежно-кредитной политики могут и должны быть использованы для обеспечения финансовой стабильности, но лица, принимающие решения, считают, что эти инструменты можно использовать для обеспечения финансовой стабильности только в случае недостаточности мер политики финансового развития (в части финансового регулирования и надзора) и мер пруденциальной политики.

Анализ литературы показывает, что большинство авторов исходят из практически полного совпадения понятий политики обеспечения финансовой стабильности и пруденциальной политики. Для более детального исследования взаимосвязи между политикой обеспечения финансовой стабильности и пруденциальной политикой мы сформулировали два принципиальных вопроса:

1) Можно ли поставить знак равенства между политикой обеспечения финансовой стабильности и макропруденциальной политикой?

2) Является ли политика обеспечения финансовой стабильности отдельной политикой, или это цель для макропруденциальной политики, либо для нескольких политик, реализуемых в рамках финансового сектора?

В большинстве случаев авторы предельно тесно увязывают финансовую стабильность с макропруденциальной политикой. Но при этом наблюдаются нюансы трактовки этой тесной связи.

Сотрудники центральных банков достаточно часто определяют политику по обеспечению финансовой стабильности в качестве отдельной политики центрального банка, которая пересекается как с макропруденциальной политикой, так и с другими политиками, проводимыми центральным банком. Особенно заметно это, когда речь идет не о банковском сегменте, а о небанковском секторе, или теневой банковской системе [5]. Руководители Банка России используют словосочетание «политика по обеспечению финансовой стабильности», тем самым отделяя эту политику от макропруденциальной политики [6], но одновременно признавая их теснейшую взаимосвязь, что проявляется в тезисе о том, что инструментарием политики обеспечения финансовой стабильности является инструментарий макропруденциальной политики¹.

Международный валютный фонд так описывает эти взаимосвязи: «Мировой финансовый кризис показал, что странам необходимо сдерживать риски для финансовой системы в целом с помощью специальной финансовой политики. Многие центральные банки, которые также уполномочены содействовать финансовой стабильности, модернизировали свои функции финансовой стабильности, в том числе за счет создания основ макро-

¹ <https://cbr.ru/finstab/instruments/>

пруденциальной политики»². Отсюда следует, в частности, что политика финансовой стабильности шире макропруденциальной политики.

Европейский центральный банк, определяя цели макропруденциальной политики, по сути дела, в двух направлениях из трех сводит их к целям обеспечения финансовой стабильности: «Макропруденциальная политика направлена на предотвращение чрезмерного наращивания риска в результате действия внешних факторов и сбоев рынка, сглаживание финансового цикла (временное измерение), повышение устойчивости финансового сектора и ограничение эффектов цепной реакции (кросс-секторальное измерение), поощрение общесистемной перспективы в финансовом регулировании для создания правильного набора стимулов для участников рынка (структурное измерение)»³.

Банк России официально так определяет взаимосвязь между финансовой стабильностью и пруденциальной политикой: «Основной инструмент поддержания финансовой стабильности для Банка России — это макропруденциальная политика, которая представляет собой комплекс мер для снижения системного риска на финансовом рынке или в его отдельных секторах»⁴. При этом в качестве инструментов достижения финансовой стабильности прямо указывает на комплекс применяемых макропруденциальных инструментов⁵.

Вопрос о том, является ли политика обеспечения финансовой стабильности отдельной политикой, в значительной мере зависит от применяемых терминов и определений – либо мы называем ее политикой, и тогда макропруденциальную политику мы должны именовать макропруденциальным регулированием (либо надзором), или макропруденциальными техниками (комплексом инструментов), либо мы говорим о финансовой стабильности как цели – в этом случае мы называем все, что служит достижению этой цели, политиками. Но в любом случае мы понимаем, что иерархия финансовой стабильности выше, чем макропруденциальной политики (комплекса инструментов). В процессе экспертного обсуждения с Дмитрием Ватолиным была предложена такая конструкция: политика финансовой стабильности - это комплекс политик с интегральной целью достижения финансовой стабильности. Другими словами, политика обеспечения финансовой стабильности – интегральная политика, объединяющая макропруденциальную политику, а также элементы микропруденциальной политики, финансового регулирования (надзора), и элементы экономических политик, выходящих за рамки финансового сектора (валютная политика, долговая политика и т.д.).

² <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/16/20/Monetary-Policy-and-Central-Banking>

³ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/stability/html/index.en.html>

⁴ <https://cbr.ru/finstab/>

⁵ <https://cbr.ru/finstab/instruments/>

Еще одна, очень важная особенность политики финансовой стабильности, как интегральной политики – то, что она пользуется инструментарием тех политик, которые составляют ее как комплекс. Безусловно, в первую очередь, это инструменты макропруденциальной политики.

Рассматривая проблему инструментария политики обеспечения финансовой стабильности, Бернанке предложил обратиться к обоснованному Яном Тинбергеном количественному соотношению между целями и инструментами. Его тезис о том, что каждая цель экономической политики требует по крайней мере одного линейно независимого инструмента, находится в логическом противоречии с выше приведенными примерами отсутствия специальных инструментов у политики финансовой стабильности. Это означает, фактически, два варианта трактовки наблюдаемой сегодня ситуации:

- либо политика обеспечения финансовой стабильности как таковая вообще не проводится (в этом случае можно говорить о финансовой стабильности как цели, либо о том, что существующие государственные экономические политики не являются оптимальными, допуская утрату финансовыми системами стабильного состояния);

- либо макропруденциальная и другие политики являются частью политики финансовой стабильности [4].

Обе трактовки фактически повторяют наш тезис о том, что корректное описание ситуации связано с терминологическими расхождениями понятия политики финансовой стабильности. Таким образом, можно сформулировать следующие тезисы относительно места политики финансовой стабильности в комплексе политик, проводимых (реализуемых) в финансовом секторе.

1. Политика поддержания финансовой стабильности является частью политики финансового развития, но включает в себя также аспекты финансовой стабильности реального сектора и сектора домохозяйств.

2. Политика поддержания финансовой стабильности в значительной мере антагонистична денежно-кредитной политике (по целям, последствиям и т.д.).

3. Поддержание финансовой стабильности признается равнозначной целью цели макроэкономической (ценовой) стабильности; Банк международных расчетов считает, что обе цели должны входить в периметр национальных банков.

4. Политика поддержания финансовой стабильности не имеет собственных уникальных инструментов реализации, достигая цели инструментами пруденциальной политики, финансового регулирования/надзора, денежно-кредитной политики.

Используя трактовку финансовой стабильности как цели, но не отдельной политики, можно представить схему взаимосвязей цели обеспечения финансовой стабильности с политиками, проводимыми в рамках финансового сектора, в следующем виде (см. рис. 2).

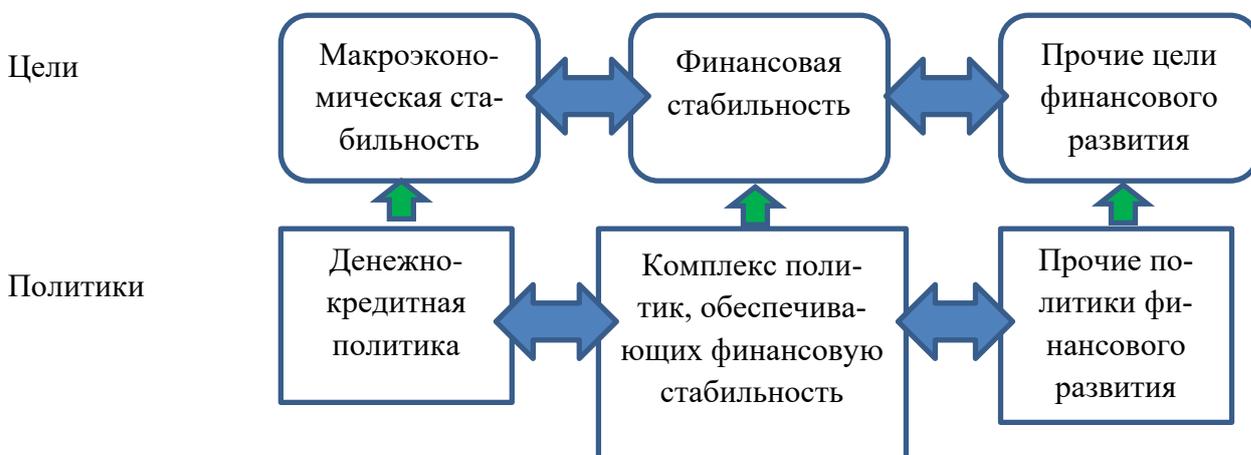


Рис. 2. Схема взаимосвязей цели обеспечения финансовой стабильности с политиками, проводимыми в рамках финансового сектора

Используя трактовку финансовой стабильности как политики, не имеющей собственных инструментов, можно представить схему взаимосвязей политики обеспечения финансовой стабильности с прочими политиками, проводимыми в рамках финансового сектора, в следующем виде (см. рис. 3).

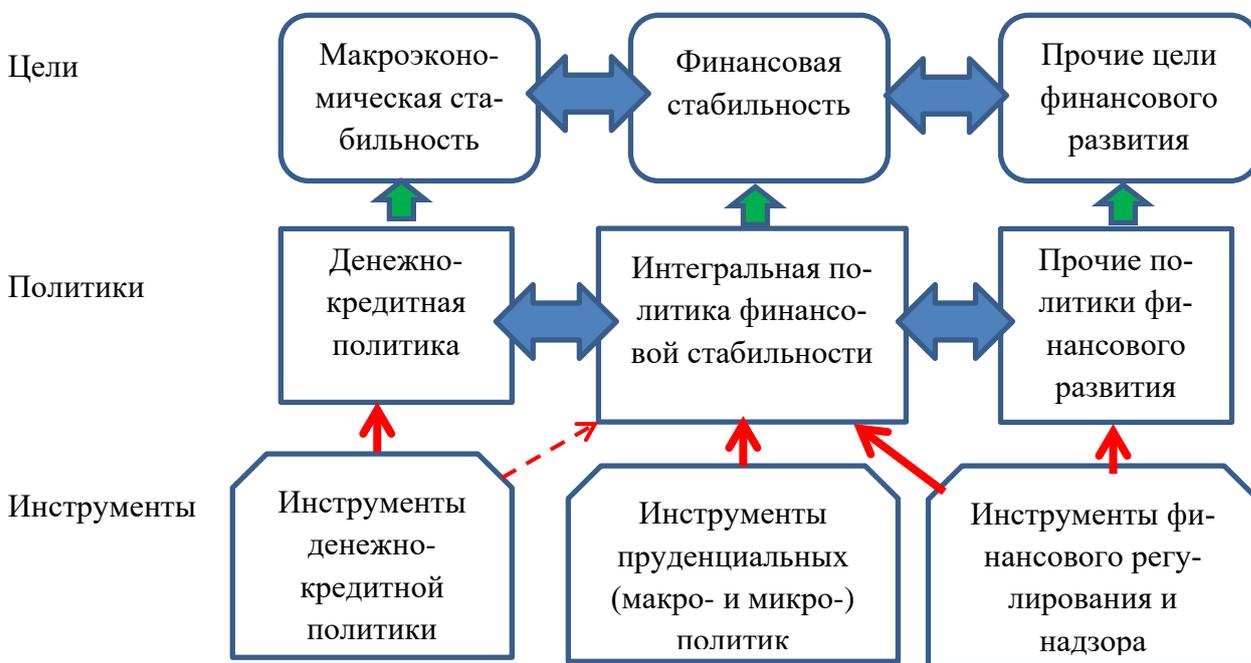


Рис. 3. Схема взаимосвязей политики обеспечения финансовой стабильности с другими политиками, проводимыми в рамках финансового сектора

Следует обратить внимание на следующие важные моменты, не в полной мере могущие найти отражение в схематическом виде:

- финансовая стабильность является одним из направлений финансового развития, и противопоставление цели финансовой стабильности цели финансового развития в значительной мере предопределено противоположностью между финансовой стабильностью и всеми прочими направлениями финансового развития;

- кроме отмеченных на схеме на рисунке 3 наиболее важных групп инструментов реализации политики финансовой стабильности, на практике для достижения финансовой стабильности используется более широкий круг инструментов, включая инструменты валютной политики, долговой политики и т.д.

В России, на наш взгляд, сложилась несколько иная система взаимоотношений между различными государственными политиками, проводимыми в финансовой сфере. Цель поддержания финансовой стабильности на практике имеет приоритет перед другими целями финансового развития. Поэтому при достижении целей макроэкономической стабилизации (посредством инструментов денежно-кредитной политики) и обеспечения финансовой стабильности выгоды от этих достижений не могут быть получены экономикой вследствие отставания финансового развития по направлениям финансовой глубины и финансовой инклюзии фирм.

Еще одним важным выводом из анализа взаимосвязей политики обеспечения финансовой стабильности с другими политиками, проводимыми в рамках финансового сектора, является вывод о том, что, цель обеспечения финансовой стабильности, являясь формально равнозначной цели макроэкономической (ценовой) стабильности, в практическом плане (исходя из практических действий ведущих центральных банков) оказывается фактически подчиненной целью. Эта подчиненность проявляется в том, что по времени центральные банки сначала применяют инструменты, нацеленные на достижение цели макроэкономической стабильности, и лишь после их достижения начинают применять инструменты, нацеленные на достижение целей финансовой стабильности. Учитывая, что эти цели требуют иногда противоположных решений, приоритетное (по времени) решение задач макроэкономической стабилизации может существенно ухудшить финансовую стабильность.

1.2. Расширение спектра рисков финансовой стабильности

Мы выделяем несколько принципиальных изменений финансового сектора, произошедших в последние десятилетия (и особенно ускорившихся после кризиса 2007 – 2009 гг.), которые предопределили изменение структуры рисков финансовой нестабильности:

- 1) Кардинальное повышение роли небанковских финансовых организаций и финансовых рынков на глобальном уровне и в функционировании развитых финансовых систем.
- 2) Рост финансовой инклюзии фирм и домохозяйств.
- 3) Глобализация.

Кроме того, существенными моментами, влияющими на изменение структуры рисков финансовой нестабильности, в настоящее время признаются рост взаимосвязанности участников финансовых рынков, в том числе представляющие различные категорий участников, а также активное внедрение инноваций в рамках финансового сектора [7]. Факторами, повышающими риски финансовой стабильности, большинством исследователей признаются факторы, связанные с пандемией коронавируса (включая фактор неравномерности выхода стран из «ковидного кризиса»), и особенно – связанные с повышением угроз кибербезопасности.

1.2.1. Повышение роли небанковских финансовых организаций и финансовых рынков и риски для финансовой стабильности

На глобальном уровне сегмент небанковских финансовых организаций в целом значительно вырос и эволюционировал за последнее десятилетие. Небанковские финансовые организации, в состав которых входят инвестиционные фонды, страховые компании, пенсионные фонды и других финансовых посредников, имеют разную структуру и подпадают под действие различных нормативных баз внутри юрисдикций и между ними. Их доля в активах увеличилась почти до половины мировых финансовых активов по сравнению с 42% в 2008 году - как из-за притока новых инвестиций, так и вследствие увеличения стоимости имевшихся финансовых активов. Одним из факторов этого увеличения стал рост инвестиционных фондов, активы которых увеличились примерно с 21 триллиона долларов США в 2008 году до 53 триллионов долларов США в 2018 году. К основным драйверам этого роста относятся долгосрочные демографические тенденции, ведущие к накоплению активов; макрофинансовые факторы, такие как адаптивная денежно-кредитная политика и стремление к доходности; и посткризисные реформы, которые, возможно, увеличили относительную стоимость банковского финансирования [8, р. 12-13].

В результате возросло значение небанковских финансовых организаций для реальной экономики. Изменения в функционировании финансовых рынков повлияли на предоставление ликвидности и на скорость передачи импульсов изменений цен. Эти структурные изменения повлияли на устойчивость мировой финансовой системы [8, р. 13-15]:

Во-первых, кредитный риск все чаще концентрируется вне банковского сектора. Усиление роли небанковских финансовых организаций предполагает переход от традиционной модели, в которой банки сохраняют кредитный риск на своих балансах, к модели, в которой риск несут инвесторы и действуют при посредничестве на финансовых рынках. В результате финансовая устойчивость, как правило, в меньшей степени напрямую зависит от банковских буферов капитала и больше от способности инвесторов эффективно управлять рыночным риском, кредитным риском и риском ликвидности во время стресса. Это, в свою очередь, подразумевает большую зависимость финансовых организаций от рыночных ценовых сигналов и рыночной ликвидности (и связанными с ними рисками) в ходе управления портфелями.

Во-вторых, значительно возросла взаимосвязанность участников финансового рынка, которая приняла новые формы в некоторых областях. Разнообразие и растущее участие небанковских организаций в предоставлении кредитов привело к увеличению количества взаимосвязей.

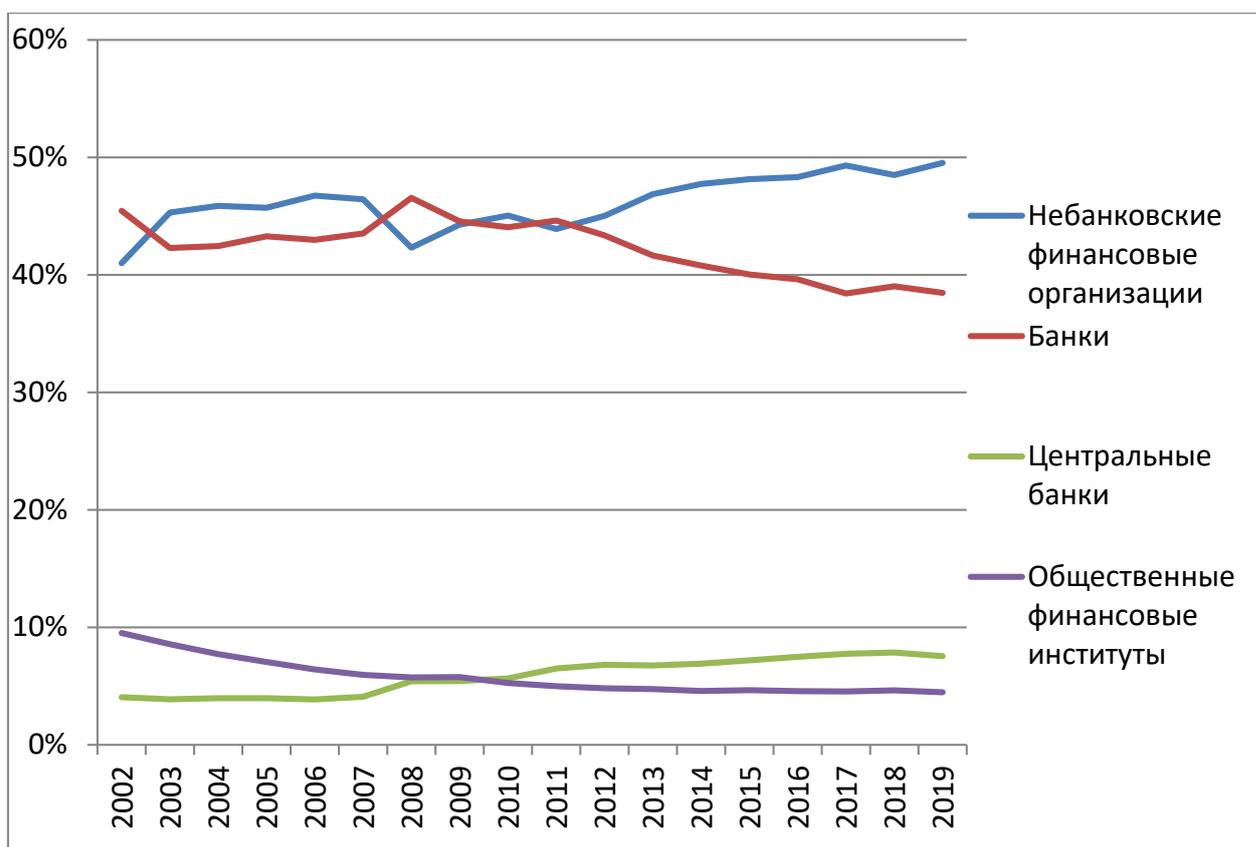
В-третьих, посредничество в финансовой системе стало больше зависеть от ликвидности. Как отмечалось выше, смещение кредитного посредничества в сторону рынков увеличило потребность в ликвидности для финансирования и для справедливой оценки активов.

Совет по финансовой стабильности осуществляет оценку емкости глобального сегмента небанковских финансовых организаций (по данным 29 крупнейших финансовых рынков, представляющих как развитые, так и развивающиеся экономики). Оценка емкости сегмента опирается на оценку активов небанковских финансовых организаций. Сложность данного сегмента заставила FSB перейти к комплексу из двух оценок:

- стоимость активов всего сегмента небанковских финансовых организаций;
- «узкая оценка» (оценка стоимости активов сегмента небанковских финансовых организаций в узком смысле).

Разница между этими двумя оценками описывается следующим образом: активы небанковских финансовых организаций, пруденциально консолидированных в банковские группы или являющиеся частью статистической погрешности [9, р. 27-31, 78].

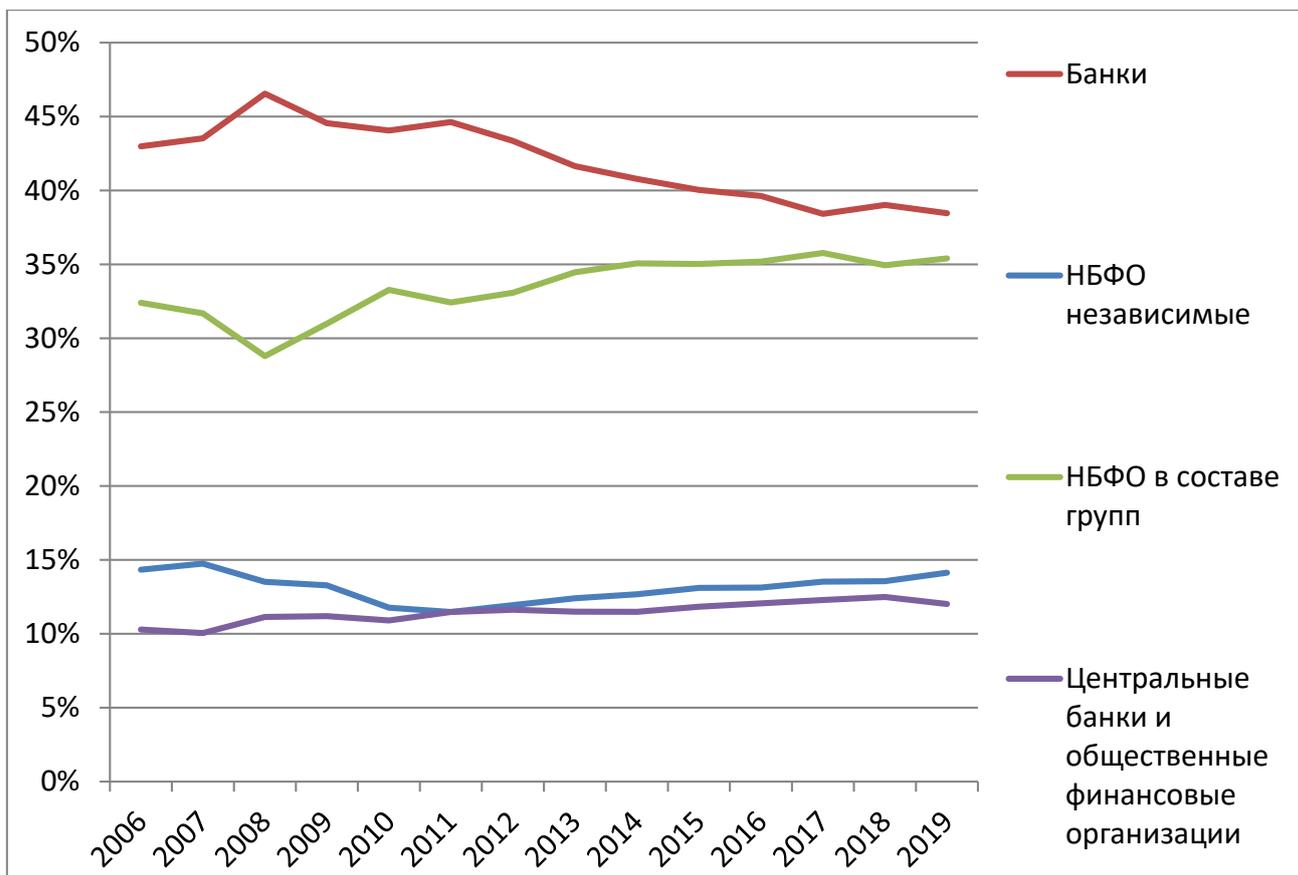
Обе разрабатываемых FSB оценки емкости глобального сегмента небанковских финансовых организаций свидетельствует о его росте как в абсолютном выражении, так и в процентном отношении к глобальному ВВП после кризиса 2007 – 2009 гг. Как следствие, после кризиса 2007 – 2009 гг. выросла доля небанковских финансовых организаций в совокупном объеме активов всех финансовых организаций на глобальном уровне (см. рисунок 4).



Примечание - Рассчитано по данным Совета по финансовой стабильности.

Рис. 4. Изменение институциональной структуры глобального финансового сектора в 2002 – 2019 гг., в % от суммарных активов всех финансовых организаций

Более детальный анализ, с использованием отдельных данных по небанковским финансовым организациям, входящим в состав финансовых и банковских групп (отчетность которых включена в консолидированную финансовую отчетность таких групп), и независимым небанковским финансовым организациям, позволяет сделать дополнительные важные выводы. Результаты этого анализа, представленные на рисунке 5, указывают, прежде всего, на тот факт, что изменение пропорций между банками и небанковскими финансовыми организациями происходит в основном на уровне финансовых и банковских групп, в которых небанковские финансовые организации стали уже сопоставимы с банками по размеру активов. Доля не входящих в группы небанковских финансовых организаций в общей стоимости активов всех финансовых организаций растет, начиная с 2011 года, но она более, чем в 2 раза ниже доли небанковских финансовых организаций, входящих в состав финансовых и банковских групп.



Примечание - Рассчитано по данным Совета по финансовой стабильности.

Рис. 5. Изменение институциональной структуры глобального финансового сектора в 2006 – 2019 гг. (раздельно небанковские финансовые организации в составе финансовых и банковских групп и независимые небанковские финансовые организации), в % от суммарных активов всех финансовых организаций

Это позволяет уточнить характеристику процесса повышения роли небанковских финансовых организаций в функционировании мировой финансовой системы. Происходит это повышение в значительной мере за счет трансформации больших финансовых групп, в рамках которой все большая часть ресурсов этих групп начинает работать в рамках небанковских финансовых организаций. Это ведет к тому, что новые риски финансовой стабильности не распределяются по всему рынку услуг небанковских финансовых организаций, а концентрируются в рамках групп, включающих в себя, в том числе, и коммерческие банки. Но при этом, учитывая, что, во-первых, основной инструментарий для современных политик обеспечения финансовой стабильности – меры макропруденциального реагирования, и во-вторых, что эти меры ориентированы на коммерческие банки, повышение роли небанковских финансовых организаций уводит системные риски из зоны воздействия регулятора, несмотря на то, что они остаются в тех же финансовых конгломератах.

Естественно, что аналогичные процессы повышения роли небанковских финансовых организаций в финансовом секторе, происходящие в разных странах, существенно различаются в зависимости от национальных особенностей (кроме того, существуют и национальные особенности статистики финансового сектора). Но во всех развитых странах наблюдается одна и та же принципиальная закономерность: доля небанковских финансовых институтов в совокупной стоимости активов финансового сектора в XXI веке существенно выросла.

1.2.2. Рост финансовой инклюзии фирм и домохозяйств как источник новых рисков финансовой стабильности

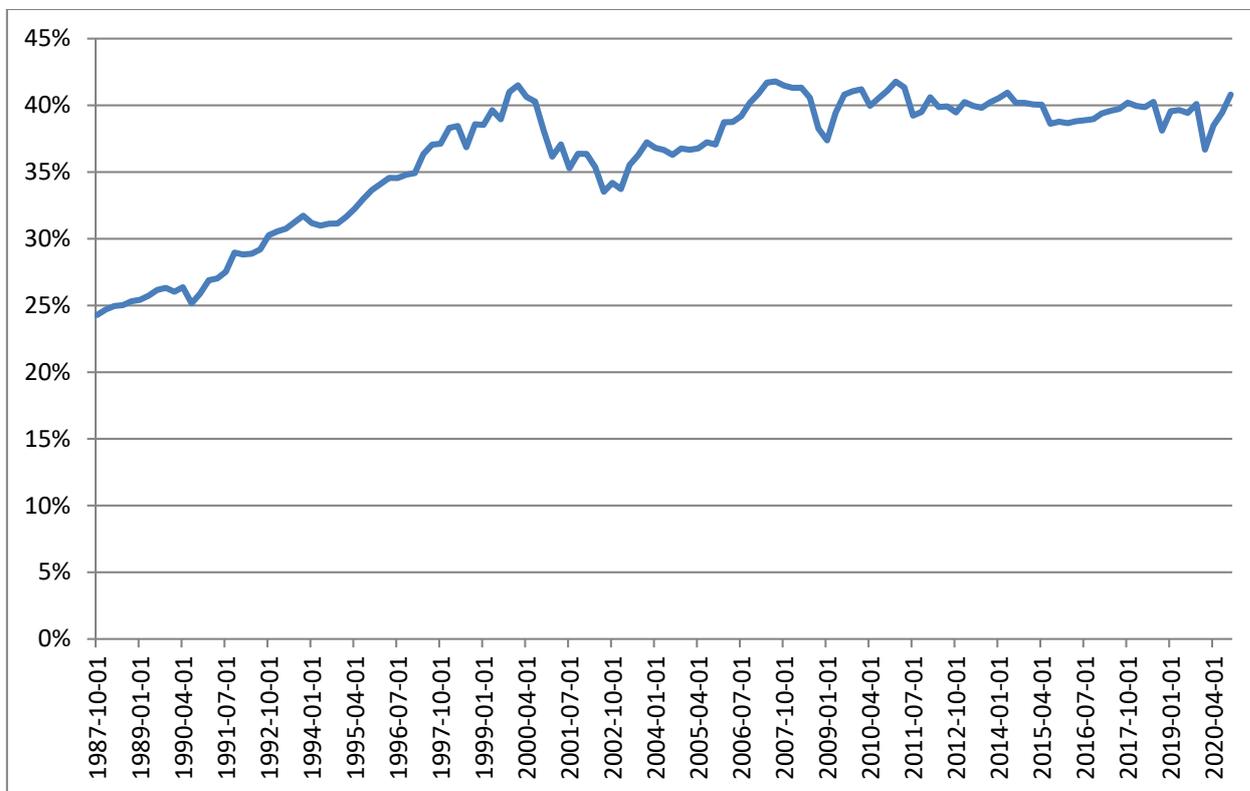
Вторым принципиально важным изменением финансового сектора, произошедшим в последние десятилетия и предопределившим расширение спектра рисков финансовой нестабильности, стало более активное использование возможностей финансового сектора домохозяйствами и нефинансовыми корпорациями. Произошло повышение финансовой инклюзии фирм и домохозяйств.

Повышение финансовой инклюзии имеет свои позитивные эффекты, заключающиеся на микроуровне в расширении возможностей привлечения инвестиций для финансирования расширения предпринимательской деятельности, снижении стоимости привлекаемых ресурсов и удлинении временных параметров привлекаемых займов, повышении эффективности размещения сбережений, расширении возможностей управления рисками и т.д. На макроуровне рост финансовой инклюзии ведет к повышению динамики экономического развития, а также к снижению неравенства.

Вместе с тем повышение финансовой инклюзии теоретически и эмпирически ведет к снижению финансовой стабильности. На наш взгляд, такое влияние финансовой инклюзии на финансовую стабильность в значительной мере связано с расширением спектра рисков финансовой стабильности в связи с более активным обращением фирм и домохозяйств к возможностям финансового сектора.

К сожалению, в отличие от показателей, характеризующих повышение роли небанковских финансовых организаций и финансовых рынков в финансовых системах, показателей инклюзии намного меньше, их ряды намного короче, а реальные значения собраны по крайне ограниченному кругу показателей и лишь по относительно небольшому перечню стран. При этом практически полное отсутствие таких показателей с наличием рядов данных наблюдается на глобальном уровне. Поэтому мы будем использовать данные отдельных стран.

Рост финансовой инклюзии домохозяйств в США хорошо заметен на примере показателя доли финансовых активов в совокупном чистом богатстве домохозяйств (см. рисунок 6). В отличие от большинства других стран, этот рост произошел в США в основном в последние 20 лет XX века.

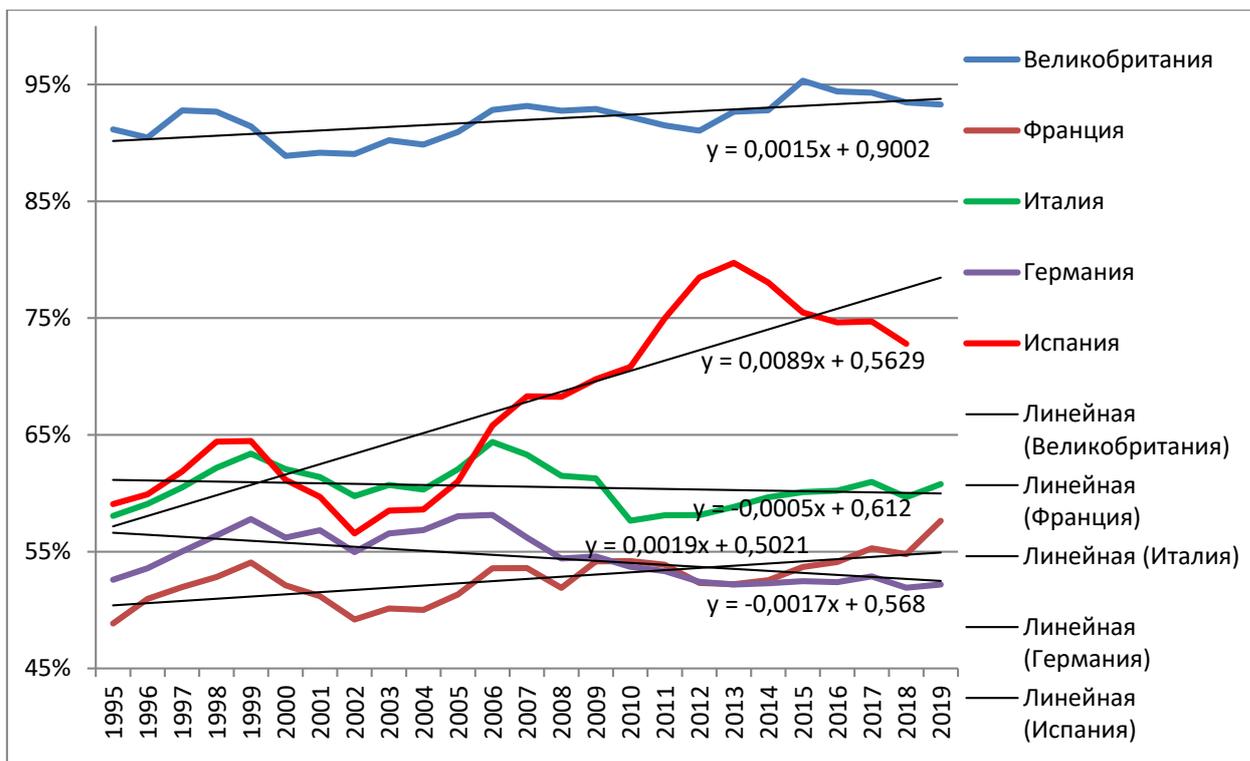


Примечание – Источник: ФРС США.

Рис. 6. Доля финансовых активов в чистом богатстве домохозяйств США

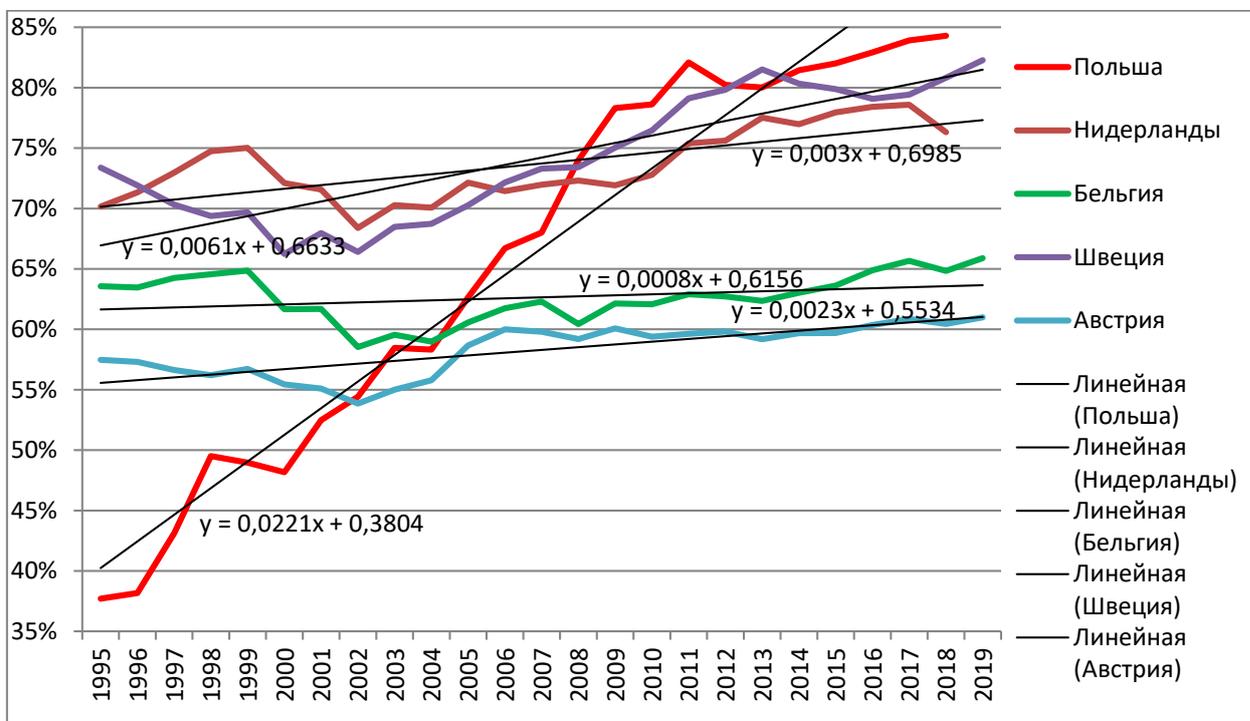
В большинстве европейских экономик также заметно повышение доли финансовых активов в богатстве домохозяйств. Среди крупнейших 5 национальных экономик Европы такое повышение отсутствует в Германии и Италии, в то время как в Великобритании, Франции и Испании этот рост на промежутке 1995 – 2019 (2018) гг. выражен достаточно четко (см. рисунок 7).

Во второй (по размеру ВВП) пятерке европейских экономик, как правило (за исключением Бельгии) наблюдается более интенсивный рост доли финансовых активов в богатстве домохозяйств (см. рисунок 8). Особенно быстрым увеличение такой доли было характерно для Польши. Изначально это можно было объяснить низкой стартовой базой, развивающимся финансовым рынком в начальной стадии, но в 2000-х и 2010-х годах продолжение данного роста прямо связано с успехами в экономическом и финансовом развитии страны.



Примечание – Рассчитано по данным ОЭСР (<https://data.oecd.org/hha/household-disposable-income.htm#indicator-chart>).

Рис. 7. Доля финансовых активов в богатстве домохозяйств Великобритании, Германии, Испании, Италии, Франции



Примечание – Рассчитано по данным ОЭСР (<https://data.oecd.org/hha/household-disposable-income.htm#indicator-chart>).

Рис. 8. Доля финансовых активов в богатстве домохозяйств Польши, Нидерландов, Бельгии, Швеции и Австрии

Меры монетарного смягчения, а затем пандемия существенно повысили склонность домохозяйств во многих странах мира к инвестициям в ценные бумаги. Интенсивный выход сбережений домохозяйств на рынок ценных бумаг (прежде всего - на рынок акций) привел к значительному изменению структуры сбережений в пользу ценных бумаг. В условиях низких ставок традиционный депозит перестает восприниматься как инструмент инвестирования.

Высокая доходность вложений в ценные бумаги в последние годы, предопределяемые высокой динамикой большинства фондовых индексов и других рыночных бенчмарков, постепенно наращивает потенциал системных рисков. Динамичный рост фондовых рынков, способствовавший росту благосостояния нынешних владельцев акций (или инвесторов предыдущих периодов), одновременно увеличивает риски падения для будущих инвесторов. В любом случае, динамика будущих котировок финансовых активов в глобальном масштабе может оказаться более волатильной, чем в течение предыдущих периодов.

Дополнительной проблемой для финансовой стабильности стало новое явление на фондовых рынках - «злобные спекулятивные хомячки» (например, сообщество WallStreetBets) и их атаки на занимающих короткие позиции профессионалов рынка. С фундаментальной точки зрения спекулятивные атаки «хомячков» – прямое следствие денежно-кредитной политики крупнейших центральных банков. Как мы уже отмечали, «об ее нынешние особенности (в сравнении с политикой предыдущего почти столетия – ненормальности) – большое количество эмитируемых денег и низкие ставки – кардинально увеличивают возможности формирования пузырей на рынках финансовых активов. Эти деньги ищут себе применение и находят его в первую очередь на финансовом рынке, тем более в условиях стагнации реального сектора. Низкие ставки предопределяют экстремально высокое значение теоретической стоимости ценных бумаг и некоторых других финансовых активов (использование простейших, «из учебника», версий расчета такой стоимости может уводить ее в бесконечность)» [10].

1.2.3. Глобализация как фактор расширения рисков финансовой стабильности

Несмотря на то, что в последние годы отмечается торможение экономической и отчасти финансовой глобализации, в отдельных аспектах продолжающейся глобализации рождаются новые риски финансовой стабильности. Глобализация продолжилась, например, в виде активизации интереса частных инвесторов, в первую очередь мелких, к инвестициям в иностранные финансовые активы и, соответственно, к формированию более диверсифицированного (по странам) инвестиционного портфеля. Рост спроса на глобаль-

ную диверсификацию портфеля, приводящий к росту доли иностранных ценных бумаг в портфелях, с одной стороны, преследует цель снижения рыночного риска (или, точнее, более эффективного управления этим риском), но вместе с тем, очевидно, что данный процесс порождает новые риски для финансовой стабильности.

Включение в перечень рыночных рисков валютных рисков ставит вопрос о необходимости расширения периметра политики по обеспечению финансовой стабильности за счет мониторинга этой группы рисков, относительно новой с точки зрения спектра традиционных рисков, рассматриваемого в рамках политики финансовой стабильности.

Кроме того, важнейшим фактором в новой структуре рисков может стать неравномерности выхода стран из ковидного кризиса. Необходимо отметить, что апрельский (2021 года) Доклад МВФ о финансовой стабильности прямо указывает на неравномерность выхода стран из кризиса как на главный в настоящее время риск финансовой стабильности [11, р. 1].

1.2.4. Прочие новые риски финансовой стабильности

Среди новых рисков финансовой стабильности также выделяются риски, связанные с ковидным кризисом, киберриски, климатические риски

В работе [12] утверждается, что коронавирус может привести к серьезному риску ликвидности для теневого банковского сектора, в котором значительная часть финансирования получалась за счет роста денежного потока, нежели чем за счет роста стоимости залога. В случае наступления финансовой паники произойдет моментальное падение цен на финансовые и реальные активы, а также будет наблюдаться значительные снятия наличных домохозяйствами и фирмами. Однако снятие наличных не является само по себе риском, если наличные были сняты для финансирования расходов, - это приведет к обычному перераспределению наличности между банками. Риском является недостаток ликвидности.

В связи с устойчивым падением спроса на кредит у финансово здоровых фирм, банки увеличили свое присутствие на рынках CLO (collateralized loan obligations). Поскольку заем зачастую выдавался более 15 лет назад, стоимость залога может практически равняться нулю, поэтому данный инструмент, в первую очередь, ориентирован на получение денежного потока, нежели чем самого залога. Financial Stability Board опубликовал отчет о растущем риске, вызванном ростом рынка CLO. Многие работы показывали падение качества долговых ковенант (см., например, [13]). В случае рецессии подобного рода займы могут привести к потерям, намного превышающим исторический уровень.

Атаки на системы информационных и коммуникационных технологий (кибератаки) растут во всем мире, и финансовые услуги по-прежнему являются наиболее привлекательной целью. Использование киберпреступности стало более распространенным. Кроме того, хотя большинство атак имеют финансовую мотивацию, растущая геополитическая напряженность также увеличивает риск инцидентов в финансовом секторе. Финансовые услуги уязвимы для широкого круга злоумышленников, от хакеров-одиночек до подразделений кибервойны на национальном уровне. Зависимость финансового сектора от данных увеличивает уязвимость и усложняет кибербезопасность. Киберриск может повлиять на финансовую стабильность из-за потери доверия и отсутствия взаимозаменяемости и взаимосвязанности [14].

Финансовые риски, связанные с климатом (CRFR), теперь признаются центральными банками и надзорными органами как существенные для их мандатов по обеспечению финансовой стабильности [15]. Банк международных расчетов все большее внимание уделяет климатическим рискам [16]. Растет осознание того, что изменение климата является источником финансовой (и ценовой) нестабильности: оно может порождать физические риски, связанные с климатическим ущербом, и риски перехода, связанные с потенциально неупорядоченными стратегиями смягчения последствий.

Поэтому изменение климата постепенно входит в компетенцию центральных банков, регулирующих и надзорных органов, которые несут ответственность за мониторинг и поддержание финансовой стабильности. Их желание повысить роль финансовой системы в управлении рисками и мобилизации капитала для зеленых и низкоуглеродных инвестиций в более широком контексте экологически устойчивого развития побудило их создать Сеть центральных банков и надзорных органов для экологизации финансовой системы (NGFS).

Особое внимание в последнее время уделяется тем рискам финансовой стабильности, которые стали следствием сверхмягкой денежно-кредитной политики ведущих центральных банков. Б.Бернанке в работе [4] указывает на следующие важнейшие риски финансовой стабильности, являющиеся прямым следствием применяемых антикризисных мер денежно-кредитной политики:

- создание пузырей активов;
- стимулирование «стремления к доходности» (“reach for yield”) и чрезмерного принятия рисков (excessive risk-taking) инвесторами;
- продвижение чрезмерного кредитного плеча или трансформации сроков погашения;

- дестабилизация бизнес-моделей страховых компаний и пенсионных фондов, которые полагаются на получение адекватной долгосрочной прибыли, а также банков, прибыль которых частично зависит от их способности получать положительную чистую процентную маржу.

1.2.5. Классификация рисков финансовой стабильности

Вопрос о перечне рисков финансовой стабильности в настоящее время не имеет более или менее четкого описания в литературе. Достаточно конкретны в этой части доклады о финансовой стабильности ведущих центральных банков, но в них также не наблюдается консенсуса по данному вопросу. Ведущие центральные банки мира, наряду с традиционными рисками финансовой стабильности, включают в перечень рисков также риски общеполитические, валютные, процентные, климатические, риски кибербезопасности, медицинские риски, законодательные риски, риски изменения методологии и т.д. Современное представление о рисках финансовой стабильности – это исключительно широкий спектр рисков, относящихся к самым разным областям социально-экономической и общественно-политической деятельности.

Банк России, в отличие от ведущих центральных банков мира, не практикует перечисления и структуризации наиболее крупных (либо актуальных) групп рисков финансовой стабильности. Вместе с тем, как показывает анализ последних докладов Банка России о финансовой стабильности (включая последний по времени [17]), а также выступлений руководителей Банка России по данному вопросу (см., например, [18]), в своей практической деятельности Банк России проводит мониторинг достаточно большого периметра рисков финансовой стабильности. Но проводя мониторинг весьма обширного перечня индикаторов рисков финансовой нестабильности, Банк России не считает нужным или не может подавлять большую часть тех рисков финансовой нестабильности, которые он мониторит. Так, К.Юдаева указывает только два риска, которые необходимо подавлять в рамках политики финансовой стабильности: риск ликвидности и риск неплатежеспособности (при этом по контексту понятно, что риск неплатежеспособности учитывается только применительно к банкам) [6].

Поэтому считаем целесообразным предложить классификацию рисков финансовой стабильности (см. таблицу 1).

Матрица основных рисков финансовой стабильности (нестабильности), с выделением традиционных и новых рисков

	Банковский сектор	Небанковские финансовые организации	Финансовые рынки	Реальный сектор	Домашние хозяйства	Государство	Внешний сектор
Риск ликвидности	Т	Н	Т	Н			
Риск неплатежеспособности	Т	Н		Н	Н		
Риск волатильности / переоценки активов	Н	Н	Т	Н	Н		Н
Валютный риск	Т	Н	Н	Н	Н	Н	Т
Процентный риск	Т	Н	Т	Н	Н	Н	Н
Климатический риск	Н	Н	Н	Н		Н	
Технологические и поведенческие риски	Н	Н	Н		Н		Н

Примечания.

1 Составлено авторами.

2 Условные обозначения: Т – риск традиционно рассматривается в качестве риска финансовой нестабильности; Н – риск начал рассматриваться в качестве риска финансовой нестабильности в последние годы.

Глава 2. Деятельность ведущих центральных банков мира в условиях расширения спектра рисков финансовой стабильности

2.1. Гипотеза о возможном снижении эффективности политики финансовой стабильности в условиях расширения спектра рисков нестабильности

Снижение политики финансовой стабильности – прямое следствие нарушения выполнения своих функций финансовым сектором в результате перехода к новой нормальности.

Существующая в настоящее время модель функционирования мировой системы финансовых отношений в своих основных чертах сформировалась после глобального финансового кризиса 2007-2009 гг. (GFC), но значительная часть долгосрочных трендов, приведших к формированию такой модели, наметилась гораздо раньше, в 1970-х – 1990-х годах. Основными моментами «новой нормальности» (ненормальности), которые логически связаны между собой, на наш взгляд, являются:

- «вековая стагнация» (низкие темпы экономического роста; углубление «сберегательного навеса»; низкие ставки процента);
- изменение денежно-кредитной политики развитых стран (основным инструментом воздействия на экономику стало количественное «смягчение»);
- рост совокупной задолженности и существенное повышение левериджа;
- беспрецедентный для мирного времени рост бюджетных дефицитов и государственных долгов;
- активно идущая финансиализация, приведшая к значительному повышению волатильности финансовых индикаторов;
- торможение глобализации экономики, в том числе за счет торможения финансовой глобализации;
- ужесточение финансового регулирования и надзора;
- технологическая революция финансового сектора, формирующая новые риски;
- активное внедрение концепции «устойчивых финансов», приводящее, в отдельных случаях, к значительным перекосам в ценообразовании финансовых активов;
- рост экономического и политического популизма.

Новая нормальность нарушает выполнение финансовым сектором части своих функций. Опираясь на классификацию функций финансового сектора в народном хозяй-

стве [19, с. 8], можно предположить, что в условиях новой нормальности частично нарушаются такие функции финансового сектора, как трансформация (распределение, перераспределение и диверсификация) рисков предпринимательской деятельности, обеспечение эффективной аллокации ресурсов в рамках народного хозяйства, и обеспечение эффективного (справедливого) ценообразования на финансовые активы. На наш взгляд, нарушение выполнения этих функций финансовым сектором в значительной мере основано на нарушении справедливого (эффективного) ценообразования в условиях новой нормальности.

«Новая нормальность» (прежде всего, низкие процентные ставки) искажает выполнение финансовыми рынками ключевой функции адекватного ценообразования. В первую очередь речь идет о формировании «финансовых пузырей». На развитых, а вслед за ними все больше и на развивающихся рынках, устанавливаются завышенные котировки на финансовые активы, в первую очередь, на недвижимость и акции. Соответственно, формируются крайне высокие мультипликаторы - соотношение цены недвижимости к арендным ставкам и соотношение курса акции к приходящейся на одну акцию чистой прибыли.

При этом, если использовать классические модели традиционной парадигмы финансов, то текущие цены теоретически могут соответствовать рыночным условиям, главным из которых является низкая ставка процента. Однако при низких положительных ставках процента (и тем более при отрицательных) эти классические модели просто перестают давать корректную количественную ценовую оценку, предсказывая теоретически неограниченную стоимость активов. Соответственно, мы приходим к выводу о невозможности правильно измерять относительные риски, т.е. инвестирование осуществляется в условиях неопределенности по Найту [20].

Искажения в моделях ценообразования финансовых активов порождают нарушения в выполнении финансовым сектором прогностической функции. Наблюдается один важный феномен, связанный с выполнением финансовым сектором прогностической функции, а также с более общей проблемой взаимоотношения финансового сектора и экономики: происходит изменение направленности причинно-следственных связей между экономикой и финансовым сектором. Сегодня уже не экономические тренды задают движения курсов финансовых инструментов, а, наоборот, процессы на финансовых рынках формируют стимулы и ограничения для экономических решений.

Одним из следствий нового состояния финансовых рынков и повышения роли государства становится искажение стимулов и сигналов для инвесторов. Во-первых, активно применяемая политика количественного смягчения сформировала у инвесторов представления, что центральные банки, находясь на страже рыночной стабильности, будут сколь

угодно долго продолжать действовать в том же ключе, чтобы не позволить котировкам ценных бумаг упасть. Во-вторых, центральные банки, формально не стремящиеся к извлечению прибыли, становятся крупнейшими (во многих странах – доминирующими) держателями части финансовых активов (государственных и все больше – частных), поэтому именно их действия оказывают непосредственное воздействие на рыночные цены на эти активы, делая их, по большому счету, непредсказуемыми.

Финансовый сектор перестает играть роль отбора эффективных инвестиционных проектов, так как в условиях новой нормальности может быть профинансирован практически любой проект, имеющий минимально положительную рентабельность. Много дешевых денег позволяют сейчас это сделать. Но в перспективе, с ростом процентных ставок и сокращением денежного предложения такие малорентабельные проекты вряд ли смогут продолжать функционировать. Очевидно, что функция селекции, являющаяся частью функции эффективной аллокации ресурсов, в условиях новой нормальности не работает.

Соответственно, и все инвестиции, сделанные домохозяйствами в рамках господства новой нормальности при выходе из этого состояния, окажутся убыточными, что поставит под удар финансовую безопасность домохозяйств. Говорить о сохранении и приумножении богатства в данных условиях не представляется возможным.

Все это непосредственно влияет на эффективность политики финансовой стабильности. Мы сформулировали следующие предположения о возможных причинах снижения эффективности политики финансовой стабильности в современном мире.

1. По приоритету цель обеспечения финансовой стабильности (формально равнозначная цели поддержания ценовой стабильности), в практике деятельности центральных банков оказывается ниже, чем цель обеспечения ценовой (макроэкономической) стабильности.

Фактическая неравнозначность целей ярко проявилась в ходе кризиса 2020 года, в рамках которого ведущие центральные банки сначала предприняли комплекс мер, направленных на поддержание ценовой стабильности, но одновременно повышающих уязвимость финансового сектора и экономики с точки зрения финансовой стабильности, и лишь позднее предполагают решать проблему обеспечения финансовой стабильности.

2. Расхождение между полномочиями и компетенциями финансовых регуляторов, ответственных за подавление рисков финансовой нестабильности, и значительно расширившейся областью происхождения рисков финансовой нестабильности, давно превосходящей границы финансового сектора.

Центральные банки и другие финансовые регуляторы, ответственные за проведение политики обеспечения финансовой стабильности, ограничены в полномочиях, в основном, границами финансового сектора. Также рамками финансового сектора ограничены те инструменты, которые они применяют для подавления рисков финансовой нестабильности. Но в современных условиях источниками рисков финансовой нестабильности все в большей мере становятся фирмы, представляющие реальный сектор, и домохозяйства. Кроме того, растет значение факторов, порождающих риски финансовой стабильности, которые не связаны непосредственно с тем или иным сектором народного хозяйства, но имеют объективный характер, например,

3. Дефицит инструментария финансовой стабильности.

Так как политика финансовой стабильности оказалась значительно более емкой, чем макропруденциальная политика, для ее всеобъемлющей реализации требуется значительно более сложная и разветвленная система инструментов, чем для реализации макропруденциальной политики (в рамках которой инструментарий достаточно отработан и адекватен задачам этой политики). Активизируя в последние годы инструменты надзорной политики финансового регулирования, центральные банки, тем не менее, пока не способны преодолеть дефицит инструментария политики обеспечения финансовой стабильности в той части, в которой эта политика не пересекается с политиками макропруденциальной, финансового регулирования, конкурентной, долговой и валютной.

4. Трудности с оценкой рисков финансовой стабильности за пределами банковского сектора.

В настоящее время существует острый дефицит показателей финансовой стабильности, которые могут быть эффективно применены к небанковским финансовым организациям, финансовым рынкам, климатическим рискам, киберрискам и т.д. Кроме того, не налажен сбор информации показателей рисков финансовой стабильности, порождаемых предприятиями реального сектора экономики и в секторе домашних хозяйств.

5. Отсутствие четкого понимания, как применять политику обеспечения финансовой стабильности к небанковским финансовым институтам.

Центральные банки (либо иные органы, ответственные за политику финансовой стабильности), как правило, имеют необходимые полномочия по вовлечению данной группы институтов в периметр политики финансовой стабильности. Однако применительно именно к этой группе участников рынка в наибольшей степени ощущается как дефицит инструментария финансовой стабильности, так и, в особенности, отсутствие методики оценки риска финансовой стабильности применительно к этой группе организаций, которая бы учитывала их специфику. Кроме того, далеко не все центральные банки, имея

полномочия по проведению политики финансовой стабильности в отношении данных институтов, имеют соответствующую компетенцию. Но самое главное – в отличие от других секторов народного хозяйства, по отношению к которым существуют дефициты инструментария и методики политики финансовой стабильности, но по которым есть понимание, как восполнить имеющиеся пробелы, сегмент небанковских финансовых организаций характеризуется полным отсутствием понимания, как применять к ним политику обеспечения финансовой стабильности.

6. Наличие двух, иногда альтернативных, подходов к государственной политике по поддержанию финансовой стабильности: со стороны национального банка и со стороны финансового регулятора, не являющегося национальным банком, и других государственных органов, разрабатывающих национальную стратегию финансового развития.

В странах, в которых центральный банк не является финансовым мегарегулятором, неизбежно возникает разность подходов к формированию государственной политики, нацеленной на обеспечение финансовой стабильности. Для центрального банка поддержание финансовой стабильности – формально «равнозначная задача» задаче поддержания ценовой стабильности, но на практике – второстепенная задача по пресечению негативных последствий для финансовой стабильности, которые возникли в результате реализации денежно-кредитной политики. Для финансового регулятора, не являющегося национальным банком, осуществляющего финансовое регулирование и надзор, а также для иных государственных органов, занимающихся стратегическим планированием финансового развития, поддержание финансовой стабильности – важнейшая задача комплексного финансового развития, в рамках которого она чаще всего противостоит задачам роста финансовой глубины, инклюзии и эффективности.

В странах, в которых центральный банк одновременно выступает в качестве мегарегулятора, такая ситуация ведет к формированию неразрешимых конфликтов интересов в деятельности центрального банка, предопределяя общее снижение эффективности его деятельности.

2.2. Метрики финансовой стабильности

2.2.1. Метрики финансовой стабильности ведущих центральных банков мира

Набор показателей, оценивающих риски финансовой стабильности, как правило, непосредственно связан с теми рисками и уязвимостями, которые выделяют национальные банки.

ФРС США использует следующую систему основных показателей (групп показателей) для оценки финансовой стабильности [21]:

1. Пузыри в активах (размер и рост активов; спреды между доходностями, например, между доходностями 2-летних и 10-летних облигаций казначейства США; цены на недвижимость; показатели отношения дохода к стоимости, например, форвардная оценка P/E для списка индекса S&P 500; показатели волатильности).

2. Уровень долга бизнеса и домохозяйств (размер и рост объема обязательств; показатели покрытия обязательств доходом; коэффициенты леввериджа; показатели дефолтов).

3. Уровень леввериджа в финансовом секторе (размер и рост активов; показатели покрытия активов капиталом; показатели леввериджа).

4. Риск оттока капитала (размер и рост объема обязательств с возможностью быстрого требования; доля ликвидных активов в структуре финансовых институтов; доля непрофильных активов в структуре финансовых институтов).

Банк Англии использует более объемный перечень показателей финансовой стабильности. Этот перечень подразделяется на три группы [22]:

- индикаторы, характеризующие антициклический потенциал;
- показатели, характеризующие соответствие секторальным требованиям к капиталу;
- индикаторы соответствия показателей обеспеченности ипотечных кредитов установленным лимитам.

Группа индикаторов, характеризующих антициклический потенциал, состоит из следующих показателей:

- показатели финансовых балансов нефинансового сектора (соотношение кредита к ВВП; рост кредитования частного нефинансового сектора; соотношение чистых зарубежных активов к ВВП; рост внешнего долга к ВВП; баланс текущего счета к ВВП);
- условия на рынках (долгосрочная реальная ставка; VIX; глобальный спред на корпоративные облигации; спред на новое заемное финансирование;
- баланс банковского сектора (доля капитала Tier 1; соотношение заёмных средств и стоимости активов банков; коэффициент общей ликвидности; доходность активов; соотношение займов к депозитам; премия по кредитным дефолтным сертификатам (CDS); отношение рыночной цены к балансовой стоимости).

Группа показателей, характеризующих соответствие секторальным требованиям к капиталу, включает в себя следующие показатели соответствия:

- баланс банковского сектора (доля капитала Tier 1; соотношение заёмных средств и стоимости активов);

- показатели финансовых балансов нефинансового сектора (рост кредитования; соотношение долга домохозяйств к доходам домохозяйств);

- условия на рынках (соотношение цен на недвижимость и ставки ренты; ставки ренты на коммерческую недвижимость; доходность вторичного рынка коммерческой недвижимости; соотношение стоимости займов и доходов (LTI) для ипотеки; соотношение стоимости займов и стоимости залогов (LTV) для ипотеки; LTV для коммерческой недвижимости; спред на новое заемное финансирование в Англии (жилая и коммерческая недвижимость).

Группа индикаторов соответствия обеспеченности ипотечных кредитов и рыночных условий формирования ипотеки установленным лимитам включает в себя следующие показатели соответствия:

- баланс кредитования домохозяйств (LTI и LTV мультипликаторы на новые ипотеки; рост кредитования домохозяйств; соотношение долга к доходам домохозяйств);

- условия на рынках (количество одобренных заявок, предполагающих обеспечение; количество сделок по недвижимости; рост цен на недвижимость; соотношение цены недвижимости и располагаемого дохода домохозяйств; доходность ренты жилья; спред на новые ипотеки).

Подход Банка Англии характеризуется наиболее жесткой структуризацией показателей финансовой стабильности, в рамках которой различные блоки характеристик анализируются с разных точек зрения. Так, например, один и тот же показатель может анализироваться со стороны достигнутого уровня и темпов его роста (в этом случае можно проводить анализ, в том числе, в рамках международных сопоставлений, моделирования будущих условий и уровней показателей и т.д.), со стороны соответствия установленным лимитам и требованиям, со стороны обеспеченности обязательств и т.д.

Подход ЕЦБ несколько иной. В рамках утвержденных направлений анализа могут выбираться самые разные показатели, в зависимости от их наличия, актуальности проблемы на тот или иной момент времени и т.д. Общая структура направлений анализа финансовой стабильности и описание выбираемых показателей представлены в таблице 2.

Направления анализа финансовой стабильности ЕЦБ

Направления	Комментарии важности анализа и примеры показателей
Концентрация рисков	Общая добавленная стоимость; изменение количества часов работы; доля вакцинированного населения
Условия финансирования	Благоприятные условия финансирования ограничивают риски приемлемого уровня задолженности. Показатели: соотношение задолженности государства и ВВП; соотношение общих платежей по кредитам и ВВП; объем выпущенного долга
Ожидания и условия финансирования домохозяйств	Индекс уверенности потребителей; индекс ожидания безработицы домохозяйствами; изменения в располагаемом доходе домохозяйств; восприятие банками рисков кредитования домохозяйств; рост долга домохозяйств; доля домохозяйств, обратившихся за финансовой помощью; изменения в инвестициях домохозяйств
Риски корректировки цен на недвижимость	Рост располагаемого дохода; рост цен на жилую недвижимость; рост цен на коммерческую недвижимость; переоценка реальных активов; рост цен на недвижимость в ближайший год в евро зоне; восприятие цен на коммерческую недвижимость
Финансовые рынки	Избыточная CAPX доходность (дефлированная инфляцией доходность, превышающая среднюю за 10 лет) акций в еврозоне и в долларовой зоне; стоимость в обращении контрактов на разницу (Contract For Difference, CFD) на акции и свопов на акции (equity swaps); потери инвесторов с ростом доходности на 1 процентный пункт; безрисковая доходность 10-летних облигаций в зоне евро; индекс восприятия риска для евро зоны и США; доходность индексов бирж (крупнейшие биржевые индексы США и Европы); скорректированный индекс P/E для еврозоны; спреды облигаций нефинансовых корпораций; волатильность процентных ставок по корпоративным облигациям.
Банковский сектор	Доля невозвратных кредитов; маржинальность банковского сектора; доля банков, отмечающих рост спроса; спреды на дебенчуры (негарантированные облигации); распределение банковских займов евро зоны по классам; доля кредитов, на которые выдан мораторий; ROE; чистая доходность по кредитам; средний объем займов домохозяйствам и нефинансовым корпорациям; стоимость акций банков Европы в сравнении с банками США

Продолжение таблицы 2

Направления	Комментарии важности анализа и примеры показателей
Небанковский финансовый сектор	Капитализация рынков акций и облигаций; международные кредитные ставки (их рост может спровоцировать отток средств); индекс буфера ликвидности (его недостаточность может привести к распродаже активов); структура долговых обязательств в мире в разрезе кредитных оценок; структура инвестиций в еврозону из макрорегионов (США, Европа, прочие); страховой индекс; индекс страхования жизни; распределение страховок по секторам экономики; удешевление портфеля облигаций при повышении ставок на 1% (международный портфель, евро зона, США)
Прочие	Доходность 10 летних государственных облигаций; изменения в капитализации биржевых индексов за полгода; доля облигаций компаний с плохими финансовыми показателями в разрезе держателей (банки, инвестиционные компании, фонды); соотношение задолженности к капиталу различных перцентилей фирм евро зоны; доли вклада различных секторов экономики в ВВП и в занятость

Примечание – Источник: [23].

Следует отметить, что в Европе, кроме собственно ЕЦБ, мониторинг рисков финансовой стабильности находится также в сфере полномочий Европейского совета по системным рискам (European Systemic Risk Board - ESRB). ESRB отвечает за макропруденциальный надзор за финансовой системой ЕС, а также за предотвращение и снижение системного риска. ESRB с 2012 г. совместно с ЕЦБ поддерживает карту системных рисков (Risk Dashboard), которая представляет собой комплекс количественных и качественных индикаторов, оценивающих системный риск в финансовом секторе ЕС. Эта карта по состоянию на сентябрь 2021 года включает 73 индикатора, разделенных на 8 групп⁶: комплексные метрики системного риска; макро-риск; кредитный риск; финансирование и ликвидность; рыночный риск; прибыльность и платежеспособность; структурный риск; риск, связанный с центральными контрагентами.

Банк Японии осуществляет анализ финансовой стабильности по 6 направлениям (см. таблицу 3).

⁶ESRB risk dashboard. Production date: 9 September 2021.
<https://www.esrb.europa.eu/pub/rd/html/index.en.html>

Направления и показатели анализа финансовой стабильности Банка Японии

Направления	Показатели
Глобальные финансовые рынки	Доходность 10-летних государственных облигаций ведущих стран мира (Япония, США, Германия)
	Цены на акции (S&P500, Nikkei 225, EURO STOXX)
	Волатильность акций
	Спред высокодоходных облигаций и облигаций с инвестиционной оценкой риска (Европа, США)
	Доходности 10-летних облигаций (Германия, Франция, Испания, Италия)
	Рост цен на акции и курсов валют развивающихся экономик
Японские фи- нансовые рынки	Процентные ставки (на ночь, на 3 месяца)
	Доходность 10 летних государственных облигаций
	Объем сделок на финансовом рынке Японии
	Операции SWAP на евро, фунт, йену
	Спред доходности между корпоративными облигациями с кредитным рейтингом AA и A
Внутренний кредитный риск (сектор корпораций и фирм)	Распределение займов по качеству заемщиков у крупнейших и региональных банков
	Доля компаний, считающих свое финансовое положение тяжелым (отдельно для крупного бизнеса, среднего и малого бизнеса)
	Прогноз роста продаж по отношению к предыдущему году (фирмы с большими нематериальными активами, остальные фирмы)
	Операционная прибыль крупных и малых компаний в сравнении с реальным ВВП Японии
	Изменение в запасах наличности компаний и их денежных потоков
	Реальный ВВП и корпоративная прибыль
	Распределение операционной прибыли среднего и малого бизнеса; доля средних и малых фирм, испытывающих нехватку капитала и наличных
Заграничный кредитный риск	Доля займов заграничным корпорациям инвестиционного качества
	Объем дефолтов по корпоративным облигациям в разрезе отраслей в сравнении с предыдущим годом
	Доля непогашенных долговых обязательств корпорациями за границей в разрезе отраслей и их объем
	Структура финансирования проектов по отраслям
	Доля проектов с убытками по отраслям

Продолжение таблицы 3

Направления	Показатели
Рыночные риски, связанные с инвестициями в акции	Процентные ставки по облигациям в разрезе банков (крупных, региональных) и в разрезе сроков погашения облигаций
	Риск процентных ставок на основании объема облигаций, займов, задолженности и SWAP процентной ставки
	Общий рыночный риск по акциям во владении финансовых институтов
	Структура активов финансовых институтов по типу института
	Отклонение от исторических рисков (VaR) для 10-летних казначейских облигаций США, Японских акций (TOPIX), кредитный спред на корпоративные облигации США BBB класса
	Корреляция между портфелями фондов
	Диверсификация контрагентов для финансирования (оценка по Herfindall-Hirschman Index)
Прочие риски	Риски кибер-безопасности
	Риски, связанные с изменением климата

Примечание – Источник: [24].

Обращает на себя внимание тот факт, что японский регулятор существенно большее внимание, чем регуляторы США и Европы, уделяет международным рынкам. Очевидно, это является следствием меньшего размера японской экономики и японского финансового сектора, что предопределяет их повышенную чувствительность к процессам на глобальных рынках. Как представляется, это важный вывод для деятельности российского регулятора, действующего в рамках малой открытой экономики.

2.2.2. Метрики финансовой стабильности, предлагаемые международными финансовыми организациями

Новые метрики финансовой стабильности, кроме ведущих центральных банков мира, также активно разрабатывают международные финансовые организации, в первую очередь Всемирный банк, Международный валютный фонд и Совет по финансовой стабильности

Всемирным банком разработана Глобальная база данных финансового развития (GFDD), в которую включены 8 показателей финансовой стабильности:

- Z-оценка (или Z-индекс, или Z-рейтинг) банковской систем (Bank Z-score);
- безнадежные ссуды банков к общему объему ссуд, в % (Bank nonperforming loans to gross loans, %);

- капитал банков к совокупным банковским активам, в % (Bank capital to total assets, %);
- соотношение банковских кредитов и банковских депозитов, % (Bank credit to bank deposits, %);
- нормативно установленный минимальный капитал банков к активам, взвешенным с учетом риска, в % (Bank regulatory capital to risk-weighted assets, %);
- ликвидные активы к депозитам и краткосрочному финансированию, в% (Liquid assets to deposits and short term funding %);
- резервы по безнадежным кредитам, в % (Provisions to nonperforming loans, %);
- волатильность цен акций (Stock price volatility (standard deviation / average)).

Кроме того, в работе [2] были предложены следующие показатели финансовой стабильности, не вошедшие в GFDD (см. таблицу 4).

Таблица 4

Показатели финансовой стабильности, рассматривавшиеся Всемирным банком на предмет включения в Глобальную базу данных финансового развития (GFDD)

Финансовые институты	Финансовые рынки
прочие коэффициенты достаточности капитала (capital adequacy ratios); прочие коэффициенты качества активов (asset quality ratios); переменная чрезмерного роста кредита (excessive credit growth); коэффициенты ликвидности (liquidity ratios); прочие показатели (например, соотношение чистой иностранной позиции и капитала и др.)	волатильность индексов государственных облигаций; асимметрия (перекос - skewnes) распределения доходности акций и государственных облигаций; уязвимость к манипуляциям с прибылью (vulnerability to earnings manipulation); соотношение курса акции и чистой прибыли на акцию (Price/earnings ratio); дюрация (Duration); доля краткосрочных облигаций в совокупном объеме обращающихся облигаций; корреляция с доходностью на крупнейших рынках облигаций (США, Германия)

Примечание – Источник: [2].

МВФ в последние годы в рамках Докладов о финансовой стабильности МВФ достаточно активно исследовал новые показатели на предмет их использования в качестве метрик финансовой стабильности. В Докладе апреля 2021 года в качестве таких метрик были предложены Индексы финансовых условий [11]. Как представляется, эти показатели

могут служить максимально интегрированной оценкой финансовой стабильности. Аналогичную гипотезу мы сформулировали по итогам выполнения научно-исследовательской работы в рамках Государственного задания 2019 года [25], [26]. МВФ в своих исследованиях последних лет предложил еще несколько показателей, которые могут быть использованы в качестве метрик финансовой стабильности. Так, например, один из таких показателей (Growth-at-Risk) подробно рассматривается в работе [27].

Совет по финансовой стабильности (СФС) вносит особенно ценный вклад в разработку новых метрик финансовой стабильности за счет концентрации на проблемах финансовой стабильности сегмента небанковских финансовых организаций. СФС рекомендует использовать следующие метрики финансовой стабильности для небанковских финансовых институтов [9]:

- показатель доли кредитных активов (кредитные активы / все финансовые активы);
- риск удлинения срока погашения финансовых инструментов (maturity transformation);
- риск изменения ликвидности (liquidity transformation);
- показатель левириджа (leverage), отражающий соотношение размеров финансовых активов и капитала;
- показатели концентрации.

2.2.3. Метрики финансовой стабильности, публикуемые Банком России

Банк России в целом проводит анализ финансовой стабильности по примерно той же схеме и с той же периодичностью, что и ведущие центральные банки мира. Более всего структура документов Банка России по финансовой стабильности соответствует аналогичной структуре документов Банка Англии. С точки зрения периодичности публикации основного документа в области анализа финансовой стабильности - «Обзора финансовой стабильности» - Банк России более всего ориентируется на ФРС США и ЕЦБ. Этот документ Банк России с 2012 года публикует два раза в год (в мае и ноябре), в котором описываются уязвимости финансовой системы, анализируются потенциальные шоки и дается оценка устойчивости к ним финансовых организаций. В качестве приложения к нему публикуется эксельный файл со всеми показателями, которые используются в Обзоре финансовой стабильности. Строго говоря, именно этот файл является основным источником информации о тех показателях, которые использует Банк России для анализа финансовой стабильности.

Кроме Обзора финансовой стабильности [28], который мы в настоящей работе использовали в качестве основного источника информации о показателях финансовой ста-

бильности, Банк России выпускает также тематические или отраслевые доклады о состоянии рисков в отдельных сегментах финансового сектора России. К таким докладам относятся:

- «Обзор рисков финансовых рынков» [29];
- «Рынок производных финансовых инструментов: тенденции и риски» [30];
- «Анализ динамики долговой нагрузки населения России» [31].

Перечисленные выше специализированные доклады предоставляют более детальное описание основных тенденций развития и финансовых рисков в соответствующих областях, и, соответственно, используют несколько дополнительных показателей анализа, которые можно отнести к категории показателей финансовой стабильности. Поэтому, опираясь на [28], [29], [30] и [31], можно следующим образом описать структуру и содержание комплекса показателей (метрик) финансовой стабильности, используемых Банком России. Мы выделили 7 групп показателей⁷:

- 1) Риски глобальной экономики и мировых финансовых рынков;
- 2) Риски реального сектора (сектора нефинансовых корпораций);
- 3) Риски сектора домохозяйств;
- 4) Риски финансовых организаций (банковского сектора и сектора небанковских финансовых организаций);
- 5) Риски государственных финансов и внешних шоков;
- 6) Риски финансовых рынков (рынков отдельных финансовых инструментов);
- 7) Прочие (климатические) риски.

В данной классификации мы не делаем различия между показателями, которые используются для оценки риска финансовой стабильности, и показателями, которые оцениваются для оценки уязвимостей российского финансового сектора.

Оценка рисков глобальной экономики и мировых финансовых рынков опирается, в основном, на следующие показатели:

- темпы прироста ВВП крупнейших развитых и развивающихся экономик мира, прогноз МВФ;
- показатели деловой активности PMI Markit в крупнейших развитых и развивающихся экономиках мира;

⁷ Сам Банк России не описывает специально структуру комплекса используемых показателей финансовой стабильности. Сами Обзоры финансовой стабильности также структурированы по-другому, в основе этого структурирования не лежит разделение показателей финансовой стабильности на группы.

- изменение рыночных индикаторов (курс национальной валюты к доллару США; фондовый индекс; доходности 10-летних гособлигаций; спред по суверенным CDS на срок 5 лет) в странах с формирующимися рынками;

- динамика фондовых индексов (S&P 500; EURO Stoxx 600; FTSE EM; Shanghai Comp. в [28], а также еще 5 индексов в [29]);

- динамика сырьевых цен;

- динамика чистых вложений глобальных инвесторов в фонды акций и облигаций стран с формирующимися рынками;

- отношение рыночной капитализации американских компаний (индекс S&P 500) к ВВП США;

- государственный долг (в % ВВП) и его изменение в 2019–2020 гг. в странах с формирующимися рынками;

- отношение валютных резервов к ВВП по странам с формирующимися рынками в динамике;

- оценка «пузырей»: отношение рыночной цены акций к балансовой стоимости (Price-to-Book Ratio) и к годовой прибыли на акцию (Price-to-Earnings Ratio) в США;

- изменение показателей фискальной устойчивости в странах с формирующимися рынками в 2020–2021 годах.

Оценка рисков реального сектора (сектора нефинансовых корпораций) осуществляется по следующим показателям:

- ежемесячная амортизация кредитного портфеля малых и средних предприятий;

- структура реструктурированной задолженности по кредитам предприятий;

- распределение сроков до погашения по категориям качества ссуд малых и средних предприятий;

- распределение сроков до погашения по категориям качества ссуд малых и крупных компаний;

- долговая нагрузка крупнейших компаний;

- динамика долговой нагрузки и рентабельности компаний выборки (на основе информации S&P Capital IQ);

- динамика чистой прибыли и свободного денежного потока (Free cash flow, FCF) компаний выборки (на основе информации S&P Capital IQ);

- ожидаемое изменение дивидендных выплат в 2021 г. относительно предыдущего года по отраслям;

- глобальный спрос и предложение нефти (жидкие углеводороды);

- добыча нефти в России;

- динамика цен на нефть;
 - прогноз по восстановлению спроса на нефть до 2022 года;
 - долговая нагрузка крупнейших нефтегазовых компаний;
 - рентабельность и коэффициент покрытия процентов крупнейших нефтегазовых компаний;
 - отраслевая структура нефинансовых компаний, участвующих на рынке процентных свопов, в объеме заключенных сделок;
 - динамика ввода в эксплуатацию офисов классов А и В (Москва);
 - динамика средневзвешенных запрашиваемых ставок аренды на офисы классов А и В, номинированных в российских рублях (Москва).
- Оценка рисков сектора домохозяйств осуществляется по следующим показателям:
- темпы прироста портфеля по сегментам кредитования (необеспеченные потребительские кредиты; ипотека);
 - средневзвешенные ставки по кредитам, выданным за квартал (в разбивке по двум группам: кредиты наличными и ипотека);
 - коэффициент обслуживания долга физических лиц;
 - распределение объема предоставленных физическим лицам кредитов по уровню показателя долговой нагрузки (ПДН);
 - доля кредитов, предоставленных заемщикам с доходом, оцененным на основе минимального значения из среднего значения дохода в регионе и заявленного заемщиком дохода;
 - распределение выдач потребительских кредитов по интервалам показателя долговой нагрузки (ПДН) и банкам;
 - динамика доли ссуд с просроченными платежами более 90 дней в портфелях необеспеченных потребительских и ипотечных кредитов;
 - динамика макропруденциального буфера по необеспеченным потребительским кредитам и средней надбавки к коэффициентам риска по портфелю крупнейших банков;
 - количество заемщиков-домохозяйств и объем их задолженности по непересекающимся множествам заемщиков (банковский кредит; банковский кредит и заем в МФО; заем в МФО);
 - динамика количества займов на заемщика и просроченных платежей (с учетом и без учета кредитов банков), в том числе по ипотечным кредитам (займам) и по необеспеченным потребительским кредитам;
 - доля кредитов с просрочкой свыше 90 дней по поколениям ипотечных кредитов и необеспеченных потребительских кредитов на 6, 12, 24 и 36-й месяцы жизни;

- доля кредитов с просрочкой свыше 90 дней по поколениям ипотечных кредитов и необеспеченных потребительских кредитов с 2015 г.;

- показатели рисков домохозяйств, являющихся заемщиками в микрофинансовых организациях (МФО), в том числе показатели винтажного анализа;

- динамика доли заемщиков, рефинансирующих другой заем, от совокупных выдач за квартал;

- показатели закредитованности заемщиков по регионам (отношение средней величины задолженности, приходящейся на одного заемщика в регионе к среднемесячному доходу в регионе за предыдущие четыре квартала);

- индекс цен на первичном и вторичном рынках жилья;

- покупательная сила средней заработной платы;

- динамика доступности жилья в ипотеку в Российской Федерации в 2009–2020 годах;

- распределение выдач ипотечных кредитов по уровню первоначального взноса;

- нетто-покупки иностранной валюты физическими лицами, в том числе суммарно; на внебиржевом рынке и на Московской бирже;

- объемы открытых позиций физических лиц на фьючерсном рынке;

- накопленный нетто-приток средств физических лиц в акции по типу эмитента;

- вложения физических лиц в акции по типам;

- чистый объем покупки населением акций;

- чистый объем покупки акций нерезидентов населением на Санкт-Петербургской бирже в разрезе объемов купленных акций.

Оценка рисков финансовых организаций проводится на основе следующих показателей:

- рентабельность балансового капитала и активов банковского сектора;

- структура доходов банковского сектора;

- динамика фактического среднего значения норматива краткосрочной ликвидности (НКЛ) по системно значимым кредитным организациям (СЗКО);

- кросс-валютные спреды;

- величина процентного гэпа портфеля банковского сектора по операциям в рублях;

- ставки по вновь привлеченным депозитам в рублевом сегменте;

- процентный спред в рублевом сегменте;

- динамика чистого процентного дохода (ЧПД) банков и отношение гэп-риска на горизонте одного года к ЧПД;

- доля депозитов в рублях сроком до 1 года в общей структуре рублевых депозитов;

- доля депозитов в иностранной валюте сроком до 1 года в общей структуре валютных депозитов;

- средства физических лиц в рублях;

- базовый уровень доходности по договорам с физическими лицами в рублях;

- доли кредитов по нефиксированным ставкам в портфеле рублевых кредитов нефинансовым организациям;

- получение и уплата плавающих платежей по простым процентным свопам в рублях;

- объем кредитов по ключевой ставке Банка России и покрытие нетто-позициями нефинансовых организаций по простым процентным свопам кредитования по ключевой ставке;

- объем кредитов по ставкам, фиксированным банками (кроме дочерних иностранных), и покрытие нетто-позициями по простым процентным свопам кредитования по фиксированным ставкам;

- результаты анкетирования небанковских финансовых организаций (НФО) на предмет выявления мнения по оценкам влияния отдельных рисков и оценкам вероятности появления того или иного риска;

- формирование прибыли страховых организаций за 2019–2020 годы;

- структура инвестиционного портфеля страховых организаций;

- отношение фактического размера маржи платежеспособности (ФРМП) к нормативному размеру маржи платежеспособности (НРМП) страховщиков жизни;

- динамика показателя достаточности капитала (ПДК) брокеров.

Оценка рисков государственных финансов и внешних шоков проводится на основе следующих показателей:

- динамика доходностей 10-летних гособлигаций России и США;

- выполнение квартальных планов размещения ОФЗ;

- уровни кривой доходности и их изменение за отчетный период по срокам с наиболее ликвидными выпусками ОФЗ;

- динамика нетто-покупок по типам участников на вторичном биржевом рынке ОФЗ;

- динамика объема ОФЗ у нерезидентов на счетах иностранных депозитариев;

- приросты государственных внутренних заимствований Минфина России в динамике по годам;

- объем погашений портфеля ОФЗ у нерезидентов;

- динамика биржевой продажи/покупки иностранной валюты нерезидентами и дочерними иностранными банками;

- динамика нетто-позиции нерезидентов и дочерних иностранных банков на валютных свопах;

- коэффициент carry-to-risk, процентный спред и волатильность курса;

- динамика нетто-позиции (короткая по рублю/валюте +/-) иностранных участников на валютных свопах и курс доллара США к рублю;

- соотношение позиции иностранных участников на валютных свопах и курса рубля.

Оценка рисков финансовых рынков проводится на основе следующих показателей:

- основные операции на российском финансовом рынке (в разрезе конечных участников торгов);

- динамика отраслевых индексов Московской биржи;

- динамика нетто-покупок по типам участников на вторичном биржевом рынке акций и на вторичном рынке корпоративных облигаций;

- динамика открытых сделок на срочном рынке Московской биржи и их структура;

- объемы торгов на рынке стандартизированных производных финансовых инструментов и их структура по типам ПФИ, по участникам клиринга, по валютным парам и т.д.;

- динамика объема открытых сделок с валютными форвардами и распределение категорий участников по открытой позиции на валютных форвардах;

- динамика объема открытых сделок с валютными свопами и распределение категорий участников по открытой нетто-позиции на валютных свопах;

- динамика объема открытых сделок с валютными опционами и распределение объема открытых сделок с валютными опционами по категориям участников;

- распределение номинальных объемов валютных опционов на пару «рубли – доллар США» и на пару «рубли – евро» в зависимости от интервала страйка;

- динамика объема открытых сделок по номиналу процентных свопов в рублях и валюте, а также валютная структура процентных свопов;

- распределение нетто-позиций на процентных свопах в рублях и в иностранной валюте по категориям участников;

- распределение нетто-позиций на валютно-процентных свопах по категориям участников, являющихся получателями по плавающим рублевым ставкам, по фиксированным рублевым ставкам, по плавающим валютным ставкам, по фиксированным валютным ставкам;

- прочие показатели по менее ликвидным сегментам рынка производных финансовых инструментов (FRA, свопционы, процентные опционы).

В рамках оценки климатических рисков Банк России использовал пока только один показатель:

- изменение долговой нагрузки крупнейших экспортеров в результате введения углеродного налога и роста капитальных затрат на экологические проекты.

Кроме перечисленных выше показателей, используемых при подготовке Обзоров финансовой стабильности, Банк России в качестве макропруденциальных инструментов называет также три макропоказателя, которые также могут быть классифицированы в качестве показателей финансовой стабильности:

- 1) Показатель долговой нагрузки⁸;
- 2) Надбавки к коэффициентам риска;
- 3) Национальная антициклическая надбавка.

Следует обратить внимание, что риски сектора недвижимости, которые, как правило, являются предметом специального анализа у ведущих мировых центральных банков, анализируются Банком России в рамках более широких блоков анализа рисков реального сектора и рисков сектора домашних хозяйств. Вместе с тем, в разделе Обзора финансовой стабильности, посвященном уязвимости, выделяется отдельный подраздел по уязвимости рынка недвижимости, в котором анализируются риски «пузырей» на рынке жилья. При желании достаточно просто выделить отдельный блок показателей рисков рынка недвижимости (переместив в него 2 показателя из блока показателей реального сектора и 1 - 2 показателя из блока показателей домашних хозяйств) – тогда всего блоков показателей финансовой стабильности, используемых Банком России, будет 8.

Так же, как и Банк Англии, Банк России практикует использование показателей, сопоставляющих фактические и нормативные значения тех или иных индикаторов риска финансовой стабильности. Примером в данном случае может служить сопоставление фактического размера маржи платежеспособности с нормативным размером маржи платежеспособности.

⁸ В комментариях к данному показателю Банк России указывает: «Ключевым изменением в подходах к регулированию является внедрение требования по расчету показателя долговой нагрузки заемщиков (сокр. — ПДН, англ. — Payment-to-income ratio) с 1 октября 2019 года. Данная норма распространяется на кредитные организации (за исключением небанковских кредитных организаций, имеющих право на осуществление переводов денежных средств без открытия банковских счетов и связанных с ними иных банковских операций)» (Источник: <https://cbr.ru/finstab/instruments/>).

Глава 3. Предложения по применению международного опыта модернизации политики финансовой стабильности в России

3.1. Предложение по расширению метрик финансовой стабильности

Для разработки предложений по расширению метрик финансовой стабильности, применяемых Банком России, мы сопоставили те метрики, которые применяют в настоящее время ведущие центральные банки мира и рекомендуют международные финансовые организации, с набором показателей финансовой стабильности, которые публикует Банк России.

При формировании списка рекомендуемых к использованию новых метрик финансовой стабильности мы ориентировались на структуру, в рамках которой был выше (см. параграф 2.2.3 настоящего доклада) представлен перечень показателей финансовой стабильности, используемых в настоящее время Банком России. Кроме того, мы предлагаем начать рассчитывать один или несколько интегральных показателей финансовой стабильности.

В блок показателей рисков глобальной экономики и мировых финансовых рынков мы предлагаем добавить 5 показателей:

- спреда доходности между 2-летними и 10-летними государственными облигациями в США, Германии, Великобритании, Японии и Китае;
- индексы финансовых условий, рассчитываемые международными финансовыми организациями, рейтинговыми агентствами, федеральными резервными банками США;
- VIX («индекс страха»), рассчитываемый по параметрам опционов на Чикагской бирже;
- объем чистых активов и динамика стоимости паев ETF, базисным активом которых выступают криптовалюты и/или фьючерсы на криптовалюты;
- показатели финансовых циклов (FCy) мировой экономики и крупнейших развитых экономик.

В блок показателей рисков реального сектора (сектора нефинансовых корпораций) мы предлагаем добавить 2 показателя:

- соотношение цен на коммерческую недвижимость и годовой ренты коммерческой недвижимости;
- показатель избыточного роста кредитования реального сектора (по методике показателя excessive credit growth, разработанной Всемирным банком).

В блок показателей рисков сектора домохозяйств мы предлагаем добавить 4 показателя:

- соотношение цен на жилую недвижимость и годовой аренды жилой недвижимости;
- спрэд «недвижимость - ипотека» - спрэд между индексом цен на жилую недвижимость и индексом ставки долгосрочного ипотечного кредита;
- доля физических лиц в совокупном объеме открытых позиций на биржевом рынке производных финансовых инструментов;
- соотношение размера гарантийных, компенсационных и страховых фондов и общего размера обязательств перед физическими лицами по финансовым инструментам (продуктам), по которым за счет данных фондов могут покрываться убытки физических лиц, возникшие вследствие реализации нерыночных рисков.

В блок показателей рисков финансовых организаций мы предлагаем добавить 10 показателей (групп показателей):

- доля ликвидных активов в структуре активов финансовых организаций различных типов;
- доля непрофильных активов в структуре активов финансовых организаций различных типов, в том числе в рамках экосистем;
- результаты стресс-теста влияния возможных мер макропруденциальной политики на уровень конкуренции на рынках основных небанковских финансовых услуг;
- показатель «расстояния до дефолта» (Z-score) для коммерческих банков (банковского сектора);
- соотношение взвешенных по риску (VaR) активов к капиталу (собственным средствам) различных категорий небанковских финансовых организаций;
- соотношение средневзвешенной дюрации выданных кредитов и привлеченных депозитов;
- соотношение объема кредитов, взвешенных по риску, к объему привлеченных депозитов;
- показатели риска удлинения срока погашения финансовых инструментов, рассчитываемые для каждого типа небанковских финансовых организаций по методике расчета показателя Maturity transformation Совета по финансовой стабильности;
- показатели леввериджа, рассчитываемые для каждого типа небанковских финансовых организаций по методике расчета показателей L1 и L2 Совета по финансовой стабильности;

- специальный блок показателей леввериджа, рассчитываемых для группы финансовых организаций, входящих в перечень СЗФИ, утверждаемый Банком России по методике расчета показателей L1 – L5 Совета по финансовой стабильности.

В блок показателей рисков финансовых рынков мы предлагаем добавить 22 показателя (групп показателей):

- форвардная оценка P/E по индексу РТС;
- динамика коэффициента Шиллера (CAPE - cyclically-adjusted price-to-earnings);
- превышение значения коэффициента Шиллера (CAPE - cyclically-adjusted price-to-earnings) над десятилетней средней;
- волатильность индексов Московской биржи;
- сопоставление корреляции между приростами индекса ММВБ и приростами объема торгов с динамикой коэффициента Шиллера;
- показатели корпоративных дефолтов (норма дефолтов; общая сумма неисполненных обязательств и общая сумма находящихся в обращении облигаций, находящихся в состоянии дефолта);
- волатильность процентных ставок по корпоративным облигациям;
- спрэд доходностей между 2-летними и 10-летними государственными облигациями (ОФЗ);
- спрэд доходностей между облигациями с кредитными рейтингами спекулятивных уровней и облигациями с кредитными рейтингами инвестиционных уровней;
- спрэд доходностей между государственными облигациями (ОФЗ) и корпоративными облигациями с кредитными рейтингами инвестиционных уровней;
- объем потенциальных потерь инвесторов (удешевления портфеля облигаций) при повышении ставок на 1%;
- отклонения от исторических средних показателя VaR по государственным облигациям;
- отклонения от исторических средних показателя VaR по акциям;
- отклонение от справедливой стоимости акций на единицу риска (рассчитывается по методике расчета показателя Equity Market Misalignment, предложенной МВФ);
- риск – премии по акциям и облигациям;
- показатели восприимчивости риска инвесторами и финансовыми посредниками (включая показатели класса Market Sentiment Index);
- показатель асимметрии (skewnes) распределения доходности акций и государственных облигаций, рассчитываемый по методике Всемирного банка;

- показатель уязвимости к манипуляциям с прибылью (vulnerability to earnings manipulation), рассчитываемый по методике Всемирного банка;
- корреляция доходности рынка акций России с доходностью рынков акций нефти и с доходностью крупнейших развитых рынков акций;
- показатели риска стадного поведения инвесторов (на основе оценок корреляции между структурой портфелей крупнейших институциональных инвесторов);
- соотношение рекомендаций клиентам на покупку и на продажу акций по выборке крупнейших брокеров-дилеров;
- соотношение хеджеров и спекулянтов (по стоимости открытых позиций) на основных сегментах рынка производных финансовых инструментов.

В блок показателей оценки климатических рисков мы предлагаем добавить 2 показателя:

- форвардная оценка возможных потерь страховщиков в результате стихийных бедствий, возникающих вследствие климатических проблем;
- результаты климатических стресс-тестов платежного баланса, корпоративного сектора и финансового сектора по методике ЕЦБ⁹ и Европейского совета по системным рискам [32].

Считаем целесообразным разработать специальные показатели, отражающие риски кибер-безопасности (в настоящее время они пока не разработаны ведущими центральными банками мира и международными финансовыми организациями).

Мы также предлагаем разрабатывать один или несколько интегральных показателей финансовой стабильности. Как представляется, наиболее полное покрытие рисков финансовой стабильности обеспечивают Индекс финансовых условий (который тесно связан с уровнем леввериджа [11, p. 40]).

Кроме рекомендации комплекса новых метрик финансовой стабильности считаем целесообразным рекомендовать в целом модернизировать весь набор показателей, которые используются Банком России для оценки рисков финансовой стабильности. Основные направления модернизации видятся следующими:

- увеличение количества показателей, оценивающих риски в сегменте небанковских финансовых организаций и на финансовых рынках (посредством показателей финансовых рынков), что находится в русле общемирового тренда на расширения спектра рисков финансовой стабильности, учитываемых при их анализе и разработке соответствующей политики;

⁹ <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2021/html/ecb.blog210318~3bbc68ffc5.en.html>

- повысить долю показателей, соотносящих характеристики риска (или механизмов поглощения рисков) с характеристиками развития финансовых рынков или сегментов финансового сектора;

- включать в перечень показателей финансовой стабильности те показатели, которые в ранее проведенных исследованиях продемонстрировали хорошее качество корреляций и регрессий между этими показателями и показателями долгосрочной экономической динамики (как показателями роста экономики, так и показателями устойчивости этого роста);

- все более активно (по мере накопления информации) включать показатели, характеризующие климатические риски.

Кроме того, считаем необходимым призвать Банк России перейти к более полному раскрытию информации о рисках финансовой стабильности за счет расширения количества публикуемых показателей. Для широкого круга экономических агентов было бы крайне полезно иметь доступ к таким показателям, что может способствовать повышению обоснованности бизнес-решений самого широкого круга экономических агентов, в первую очередь инвестиционных решений. Это в конечном счете приведет к сокращению доли решений с неоправданным уровнем риска, способствуя повышению финансовой стабильности в рамках национальной экономики в целом. Примерами в данном случае для Банка России должны стать Банк Англии, публикующий специальное эксельное приложение к докладам о финансовой стабильности¹⁰, и особенно Европейский центральный банк, раскрывающий большое количество показателей, с различных сторон характеризующих финансовую стабильность, также в эксельном формате¹¹.

3.2. Предложения по защите от рисков нестабильности мирового финансового рынка

Актуальность проблемы защиты российской экономики от внешних шоков резко выросла при переходе ведущих центральных банков мира к новой денежно-кредитной политике и, соответственно, возникновения т.н. «новой нормальности».

В настоящее время уже проявилась первая волна негативных последствий от принятых ведущими центральными банками мира мер по предотвращению кризиса 2020 года, для российской экономики. Она заключается в росте цен на широкий круг сырьевых товаров на мировых рынках, что предопределяет ускорение инфляции в России в целом. Приход первой волны внешних шоков вовлекает Банк России в тот же круг вынужденных

¹⁰ <https://www.bankofengland.co.uk/financial-stability-report/2021/july-2021>

¹¹ <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/index.en.html>

действий, который уже прошли центральные банки развитых стран: первая реакция – рост ключевой ставки.

Вторая волна внешних шоков может прийти в момент начала сворачивания центральными банками развитых стран своей стимулирующей денежно-кредитной политики и перехода к борьбе с инфляцией, а также, весьма вероятно, к проведению более активной политики поддержания финансовой стабильности. Все меры, которые можно рекомендовать Банку России для противодействия трансляции рисков финансовой нестабильности с мирового финансового рынка, можно разделить на 3 группы:

- 1) Мониторинг;
- 2) Воздействие на маржу финансовых посредников и институтов рыночной инфраструктуры;
- 3) Поддержание ликвидности.

Следует отметить, что большинство мер по противодействию трансляции рисков финансовой нестабильности носят краткосрочный оперативный характер, которые мы выделяем из более широкого круга мер по учету новых рисков финансовой нестабильности, в том числе постоянно действующих. Поэтому мы не включаем в меры по противодействию трансляции рисков финансовой нестабильности ни меры по защите внутренних инвесторов, ни внедрение принципиально новых механизмов таргетирования цен. Мы также отдельно рассмотрим далее (параграф 3.4 настоящего доклада) повышение роли небанковских финансовых организаций и финансовых рынков, которое является стратегическим направлением политики и также способствует абсорбции внешних шоков.

В числе мероприятий мониторинга рекомендуется использовать:

- мониторинг рисков на глобальном финансовом рынке (включая валютный и товарный рынки) и на крупнейших национальных финансовых рынках;
- мониторинг тех сегментов финансового рынка, посредством которых быстрее всего транслируются внешние риски в российскую финансовую систему: валютный рынок; рынок трансграничных банковских займов;
- мониторинг присутствия и поведения иностранных инвесторов на ключевых сегментах российского финансового рынка, в первую очередь рынка государственных ценных бумаг (необходимо оперативно отслеживать долю иностранных держателей ОФЗ), а также потоки глобального капитала в инвестиционных фондах, ориентированных на Россию и на развивающиеся рынки в целом.

Необходим учет внешних шоков при формировании уровня маржи в ряде ключевых элементов финансовой инфраструктуры, в том числе:

- на рынках производных финансовых инструментов (в данном случае существует техническая проблема: понятно, как это делать на биржевом рынке, но непонятно, как на внебиржевом, поэтому, возможно, ограничиться биржевым рынком);

- на рынках брокерских услуг при кредитовании клиентов под короткие сделки и маржинальные операции в целом;

- на рынках услуг центральных контрагентов при взаимодействии их с участниками (операторами) рынка;

- на рынках расчетно-клиринговых услуг при взаимодействии клиринговых организаций с клиринговыми членами.

Банк России, как финансовый регулятор, имеет все необходимые полномочия и инструменты для того, чтобы за счет своих нормативных требований оперативно менять уровень маржи. В ситуации, когда все большая часть рисков финансовой нестабильности формируется в небанковском финансовом секторе и на финансовых рынках, использование таких инструментов для оперативной реакции на внешние шоки совершенно необходимо.

Возможно, целесообразно рассмотреть вопрос о создании «буферов ликвидности», по аналогии с буферами капитала для банков, которые могут использоваться в ситуации внешних шоков, воздействующих на уровень ликвидности финансовых рынков и небанковских финансовых организаций. Очевидно, что такие запасы ликвидности существуют в инфраструктурных институтах (и, возможно, их целесообразно увеличивать в те периоды, когда орган, ответственный за поддержание финансовой стабильности, прогнозирует повышение вероятности внешних шоков). Но наряду с ними, возможно, имеет смысл подумать о создании отраслевых фондов ликвидных активов, которые в случае необходимости могли бы пойти на поддержание ликвидности отдельных участников таких фондов, а также о формировании более значимых «подушек ликвидности» в рамках портфелей институциональных инвесторов, которые могут временно сокращаться в ситуациях воздействия внешних шоков.

Создание «буферов ликвидности», являясь по своей природе в основном защитой от внешних шоков, одновременно может стать элементом более широкой модернизации политики финансовой стабильности, заключающейся в переносе центра тяжести с противодействия кредитному риску на противодействие кризису ликвидности, по крайней мере, применительно к небанковским финансовым организациям и финансовым рынкам.

Оперативные меры по восполнению дефицита ликвидности для небанковских финансовых организаций могут и должны дополняться постоянно действующими механиз-

мами обеспечения доступа небанковских финансовых организаций к ликвидности в ситуациях кризиса ликвидности.

3.2. Предложения по учету новых рисков финансовой нестабильности в российской политике поддержания финансовой стабильности

Предлагаемые меры по учету новых рисков финансовой нестабильности отчасти повторяют те направления, которые были перечислены в числе оперативных мер по предотвращению трансляции внешних рисков. Но для учета новых рисков финансовой нестабильности в российской политике финансовой стабильности необходимо, во-первых, более широкий круг мер, и, во-вторых, эти меры должны быть постоянно действующими, предполагающими достижение результата в среднесрочной перспективе.

Необходимо отметить, что в последние годы в России расширение рисков финансовой нестабильности в значительной мере было связано с изменением инвестиционного поведения домашних хозяйств. Наблюдаемый массовый выход домохозяйств на рынок ценных бумаг кардинально изменил значимость этого рынка. С одной стороны, увеличил его возможности как источника долгосрочных инвестиций для корпоративного сектора. С другой стороны, сделал его местом потенциального формирования значительных рисков финансовой стабильности, которые в силу прихода частных инвесторов могут легко трансформироваться в социально-политические риски.

На наш взгляд, комплекс мер по учету новых рисков финансовой нестабильности в российской политике поддержания финансовой стабильности должен включать следующие группы мероприятий:

- 1) Мониторинг;
- 2) Воздействие на маржу финансовых посредников и институтов рыночной инфраструктуры (учет фактора процикличности);
- 3) Поддержание ликвидности;
- 4) Повышение уровня защиты инвесторов;
- 5) Постепенный переход от механизма таргетирования инфляции к механизму одновременного таргетирования потребительских цен и цен финансовых активов;
- 6) Стресс-тестирование.

В число мероприятий мониторинга новых рисков финансовой стабильности, на наш взгляд, должны входить:

- мониторинг финансовой стабильности на основе расширенного круга показателей;
- мониторинг пузырей.

В части мер по воздействию на маржу финансовых посредников и институтов рыночной инфраструктуры необходим учет фактора процикличности при воздействии на уровни маржи в тех операциях, которые перечислены в предыдущем подпункте.

Как следует из выводов работы [33, р. 35], сдвиги в финансовом посредничестве за последнее десятилетие в целом сделали финансовую систему более устойчивой, когда дело доходит до кредитного риска, но вместе с тем сделали ее более подверженной внезапным дисбалансам ликвидности. Поэтому абсолютно необходимо немедленно включить небанковские финансовые организации, по крайней мере, по 5 – 6 крупнейших в своих отраслях (инвестиционные фонды; пенсионные фонды; страховые компании; брокеры-дилеры) в число организаций, имеющих доступ к ресурсам Банка России, как кредитора последней инстанции. Такой доступ должен быть организован не только посредством продажи ценных бумаг, входящих в ломбардный список Банка России, но и путем получения кредитных ресурсов.

Текущая позиция Банка России о ломбардном списке отражена в Разъяснениях Банка России от 19 ноября 2020 г. "Каковы принципы формирования Ломбардного списка Банка России?": «Иных, не связанных с денежно-кредитной политикой, целей включения ценных бумаг в Ломбардный список нет»¹². Как следует из материалов Банка России, участниками существующих механизмов предоставления ликвидности от Банка России в настоящее время (как и ранее) являются только кредитные организации. На наш взгляд, Банку России следует пересмотреть этот подход, по крайней мере, в двух вопросах:

- во-первых, целесообразно использовать ломбардный список не только для целей денежно-кредитной политики, но и для целей политики финансовой стабильности;
- во-вторых, включить во все существующие механизмы предоставления ликвидности со стороны Банка России небанковские кредитные организации.

Достижение целей политики финансовой стабильности обеспечивается не только мерами макропруденциальной политики, но также мерами смежных политик – в первую очередь, политики финансового развития и отчасти – мерами денежно-кредитной политики. В ситуации массового выхода на рынок ценных бумаг российских домохозяйств именно меры политики финансового развития могут дать наибольший эффект для подавления рисков финансовой стабильности. Именно здесь находится основной резерв политики финансовой стабильности, и заключается он в повышении степени защиты интересов инвесторов. Устранение нерыночных рисков, которое наступает в результате существенного повышения уровня защиты инвесторов, особенно розничных, одновременно ведет к суще-

¹² <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/74824050/>

ственному снижению потенциала рисков финансовой стабильности. Конкретные меры по повышению уровня защиты розничных инвесторов, были сформулированы в работах [19] и [34].

При этом необходимо уточнить, что в качестве мер защиты инвесторов не могут рассматриваться позиционируемые в качестве таковых Банком России меры, являющиеся по своей природе запретительными мерами, создающими повышенные барьеры для выхода частных инвесторов на финансовый рынок (например, действующий в настоящее время механизм «категоризации инвесторов»).

Инфляция активов существенно расширяет спектр рисков финансовой стабильности. Очевидно, что она свойственна сегодня в основном развитым рынкам, но при изменении политики ведущих центральных банков реализация рисков финансовой стабильности, связанных с инфляцией активов, весьма вероятна и на развивающихся рынках, в том числе в России. Стратегически важной мерой в данном случае представляется переход от механизма таргетирования потребительских цен к механизму интегрального инфляционного таргетирования (Integrated inflation targeting), как механизму, обеспечивающему одновременное таргетирование потребительских цен и цен финансовых активов. Данный механизм был подробно описан в работе [35].

Необходимо, учитывая расширившуюся структуру рисков финансовой стабильности, начать применение стресс-тестирования небанковских финансовых организаций (не только институтов рыночной инфраструктуры, но и также страховых компаний, негосударственных пенсионных фондов и брокеров-дилеров).

3.3. Предложения по оптимизации политики финансового развития в России за счет достижения компромисса между целью обеспечения финансовой стабильности и другими целями финансового развития

Банк России в своей текущей политике стихийно отдает приоритет финансовой стабильности перед другими направлениями финансового развития. Совершенно очевидно, что этот перекос должен быть преодолен. Кроме желания руководства Банка России восстановить баланс между различными направлениями финансового развития, необходимо также внедрение ряда инструментов, которые будут способствовать поддержанию оптимальности компромисса между целями финансовой стабильности и другими целями финансового развития.

1) Осуществляемые на постоянной основе мониторинг избыточности мер по обеспечению финансовой стабильности (аналог регуляторной гильотины) и оценка жесткости реализуемой макропруденциальной политики.

2) Приоритезация тех мер поддержки финансовой устойчивости небанковских финансовых организаций, которые наносят минимальный ущерб их потенциалу развития, в минимальной степени увеличивают надзорные издержки.

3) Предоставление возможности негосударственным пенсионным фондам получать рефинансирование от Банка России (по операциям репо или иными способами) с использованием в качестве обеспечения пакетов акций российских корпораций.

4) Приоритезация стимулирования тех форм финансовой инклюзии, которые будут в наименьшей степени ухудшать финансовую стабильность; обеспечение пропорциональности роста инклюзии фирм и инклюзии домохозяйств.

5) Опережающее развитие сегмента небанковских финансовых организаций.

Следует уточнить, что в качестве мер поддержки финансовой устойчивости небанковских финансовых организаций, которые наносят минимальный ущерб их потенциалу развития и в минимальной степени увеличивают надзорные издержки, понимаются, например, следующие:

- предоставление прямого доступа к ресурсам кредитора последней инстанции;
- стимулирование IPO небанковских финансовых организаций.

Мы считаем, что для данного сегмента целесообразно делать упор на меры экономической и регулятивной политики, обеспечивающие расширение возможностей разрешения внезапно возникающих кризисов ликвидности, нежели на меры финансовой репрессии, включая установление макропруденциальных требований к активам небанковских финансовых организаций.

Предоставление прямого доступа к ресурсам кредитора последней инстанции, на наш взгляд, особенно важно для негосударственных пенсионных фондов, если мы рассматриваем их в качестве основы индустрии долгосрочного инвестирования. Особенность данной формы институциональных инвесторов состоит в том, что именно они способны предоставить наиболее длинные инвестиционные ресурсы для нефинансового сектора, приобретая чаще всего пакеты акций (в том числе относительно низколиквидных), рынки которых наиболее чувствительны к кризисам ликвидности.

Как следует из работы [3], существует значительный выбор форм финансовой инклюзии, при стимулировании которых не происходит снижения финансовой стабильности. При общем негативном влиянии финансовой инклюзии на финансовую стабильность (корреляция между агрегированными индексами инклюзии и стабильности составляет -0.455 [36]), существует принципиальное различие между влиянием на финансовую стабильность финансовой инклюзии фирм и финансовой инклюзии домохозяйств. Корреляция между агрегированными индексами инклюзии домохозяйств и стабильности состав-

ляет -0.501, в то время как корреляция между агрегированными индексами инклюзии фирм и стабильности близка к нулю [36]. Поэтому в качестве инструмента финансовой стабильности необходимо рассматривать приоритизацию стимулирования финансовой инклюзии фирм перед стимулированием финансовой инклюзии домохозяйств.

Кроме того, необходимо учитывать, что негативное влияние на финансовую стабильность со стороны финансовой инклюзии домохозяйств возникает тогда, когда рост присутствия домохозяйств на финансовом рынке не находит соответствия в виде роста финансовой инклюзии фирм. Сектор домохозяйств традиционно является нетто-кредитором экономики, а сектор корпораций (фирм) – нетто-реципиентом инвестиций. Поэтому в качестве еще одного инструмента обеспечения финансовой стабильности следует рассматривать поддержание пропорциональности между ростом инклюзии фирм и ростом инклюзии домохозяйств.

Использование опережающего развития сегмента небанковских финансовых организаций как меры политики финансовой стабильности вытекает из того факта, что банковский сектор усиливает волатильность экономической динамики, а небанковский финансовый сектор, включая финансовые рынки, - снижает ее [37], [38]. Результаты приведенных работ в большей степени ориентированы на обеспечение макроэкономической стабильности в контексте волатильности экономической динамики. Но нет оснований полагать, что опережающее развитие небанковского финансового сектора не будет способствовать и поддержанию финансовой стабильности, понимаемой в узком смысле – как по причине общей предпосылки в виде абсорбции внешних шоков, так и по причине естественной взаимосвязанности финансовой стабильности и низкой волатильности экономического роста. Как было показано в работе [37, с. 48], применительно к России «опережающее развитие финансовых рынков и небанковских финансовых организаций будет способствовать сокращению волатильности экономического роста и динамики инвестиций в основной капитал». Снижение волатильности экономического роста происходит в значительной мере в результате активизации функции поглощения внешних шоков небанковскими финансовыми организациями. Это происходит потому, что банковский сектор является транслятором внешних шоков, в то время как институциональные инвесторы, являющиеся ядром небанковского финансового сектора, напротив, абсорбируют внешние шоки, снижая их воздействие на реальный сектор экономики [34].

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Данилов Ю.А. (2019). Современное развитие глобальной научной дискуссии в области финансового развития. // Вопросы экономики. № 3. С. 29-47. Doi: 10.32609/0042-8736-2019-3-29-47
2. Čihák M., Demirgüç-Kunt A., Feyen E., Levine R. (2012). Benchmarking financial systems around the world. World Bank Policy Research Working Paper, No. 6175.
3. Gould D. M., Melecky M. (2017). Risks and returns: Managing financial trade-offs for inclusive growth in Europe and Central Asia. - Washington, World Bank.
4. Bernanke, Ben S. 2020. "The New Tools of Monetary Policy." American Economic Review, 110 (4): 943-83. DOI: 10.1257/aer.110.4.943
5. Tobias Adrian (2014). Financial Stability Policies for Shadow Banking. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 664.
6. Юдаева К.В. (2019). Обеспечение финансовой стабильности. Презентация. Режим доступа: <https://old.cbr.ru/StaticHtml/File/73367/Yudaeva.pdf>
7. The FSB in 2021: Addressing Financial Stability Challenges in an Age of Interconnectedness, Innovation, and Change. Remarks by Randal K. Quarles, Vice Chair for Supervision, Board of Governors of the Federal Reserve System, Chair, Financial Stability Board. 30 March 2021. Available at: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/Quarles-Addressing-Financial-Stability-Challenges-in-an-Age-of-Interconnectedness-Innovation-and-Change.pdf>
8. Financial Stability Board (2020). Holistic Review of the March Market Turmoil. 17 November 2020.
9. Financial Stability Board (2020). Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2020. 16 December 2020.
10. Данилов Ю.А. Откуда взялись «злобные спекулятивные хомячки»? // VTimes. Февр. 4, 2021. Режим доступа: <https://www.vtimes.io/2021/02/04/otkuda-vzyalis-zlobnie-spekulyativnie-homyachki-a2946>.
11. International Monetary Fund. 2021. Global Financial Stability Report: Preempting a Legacy of Vulnerabilities. Washington: IMF, April.
12. Enrico Perotti (2020). The coronavirus shock to financial stability. In: Baldwin, R. and B. Weder di Mauro (eds). Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes. VoxEU.org ebook, CEPR Press.
13. Badawi, A and E de Fontenay (2019), "Contractual Complexity in Debt Agreements: The Case of EBITDA", Duke Law School DP 2019-67.

14. Frank Adelman, Jennifer Elliott, Ibrahim Ergen, Tamas Gaidosch, Nigel Jenkinson, Tanai Khiaonarong, Anastasiia Morozova, Nadine Schwarz, and Christopher Wilson (2020). Cyber Risk and Financial Stability: It's a Small World After All. IMF SDN/20/07.
15. Hugues Chenet, Josh Ryan-Collins, Frank van Lerven (2021). Finance, climate-change and radical uncertainty: Towards a precautionary approach to financial policy // *Ecological Economics*. Volume 183, May 2021.
16. Patrick Bolton, Morgan Despres, Luiz Awazu Pereira Da Silva, Frédéric Samama, Romain Svartzman. The green swan: central banking and financial stability in the age of climate change. BIS, January 2020.
17. Банк России (2021). Обзор финансовой стабильности. № 1 (18). IV квартал 2020 – I квартал 2021 года.
18. Выступление Ксении Юдаевой на пресс-конференции: обзор финансовой стабильности за IV квартал 2020 – I квартал 2021 года (27 мая 2021 года).
19. Данилов Ю. А., Абрамов А. Е., Буклемишев О. В. Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора. М. ЦСР - РАНХиГС, 2017.
20. Knight, F. H. (1921) *Risk, Uncertainty, and Profit*. Boston, MA: Hart, Schaffner & Marx; Houghton Mifflin Company.
21. Board of Governors of the Federal Reserve System (2021). *Financial Stability Report*. May 2021.
22. Bank of England (2020). *Financial Stability Report*. December 2020.
23. European Central Bank (2021). *Financial Stability Review*, May 2021.
24. Bank of Japan (2021). *Financial System Report*. October 2021.
25. Данилов Ю.А., Пивоваров Д.А., Давыдов И.С. (2020). Анализ новых подходов к формированию предикторов финансово-экономических кризисов на основе показателей финансовых рынков. Препринт. - М., РАНХиГС. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3650029
26. Данилов Ю.А., Пивоваров Д.А., Давыдов И.С. (2020). Создание внутренних кризисных предикторов: Российский индекс финансовых условий. // *Экономическое развитие России*. 2020. Т. 27, № 2. С. 49 – 59.
27. Michal Franta, Leonardo Gambacorta (2020). On the effects of macroprudential policies on Growth-at-Risk. // *Economics Letters*, 160.
28. Банк России (2021). Обзор финансовой стабильности. Информационно-аналитический материал. № 1 (18). IV квартал 2020 – I квартал 2021 года.
29. Банк России (2021). Обзор рисков финансовых рынков. Информационно-аналитический материал. № 8 (56). Сентябрь 2021.

30. Банк России (2021). Рынок производных финансовых инструментов: тенденции и риски. Информационно-аналитический материал.
31. Банк России (2021). Анализ динамики долговой нагрузки населения России в II–III кварталах 2020 года на основе данных бюро кредитных историй. Информационно-аналитический материал.
32. European Systemic Risk Board (2020). Positively green: measuring climate change risks to financial stability / June 2020.
33. Sirio Aramonte, Andreas Schrimpf and Hyun Song Shin. Non-bank financial intermediaries and financial stability. BIS Working Papers No 972. October 2021.
34. Данилов Ю., Буклемишев О., Абрамов А. О необходимости реформы финансовых рынков и небанковского финансового сектора. // Вопросы экономики. — 2017. — № 9. С. 28 – 50.
35. Pierre-Richard Agénor and Luiz A Pereira da Silva (2019). Integrated inflation targeting. Another perspective from the developing world. - Bank for International Settlements.
36. Čihák M., Mare D., Melecký M. (2016). The nexus of financial inclusion and financial stability: A study of trade-offs and synergies. World Bank Policy Research Working Paper, No. 7722.
37. Данилов Ю.А., Подлесная А.В. Финансовая структура и ее влияние на стабильность экономического роста и инвестиций // Экономическое развитие России. 2020. Т. 27, № 8. С. 40 – 49.
38. Данилов Ю.А., Пивоваров Д.А. Финансовая структура в России: выводы для государственной политики // Вопросы экономики. 2018. № 3, С. 30 – 47.

В СЕРИИ ПРЕПРИНТОВ
РАНХиГС РАССМАТРИВАЮТСЯ
ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ
И ПРАКТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ
К СОЗДАНИЮ, АКТИВНОМУ
ИСПОЛЬЗОВАНИЮ
ВОЗМОЖНОСТЕЙ
ИННОВАЦИЙ В РАЗЛИЧНЫХ
СФЕРАХ ЭКОНОМИКИ
КАК КЛЮЧЕВОГО УСЛОВИЯ
ЭФФЕКТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ



РАНХиГС

РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ