

# **Тема 6. Финансовая стабильность и макропруденциальное регулирование**

## Содержание лекции:

1. Финансовая стабильность и экономическое развитие.
2. Финансовые (кредитные) циклы и методы их выявления.
3. Финансовые кризисы и финансовые пузыри.
4. Основные меры макропруденциальной политики.

# **1. Финансовая стабильность и экономическое развитие.**

## Современная финансовая система (структура)

Под **финансовой системой** понимается вся сфера финансовых отношений в экономике Она включает:

- сектор финансовых корпораций, или, другими словами, финансовый сектор, который состоит из банков и органов денежно-кредитного регулирования, а также небанковских финансовых организаций;
- организованные и неорганизованные финансовые рынки;
- техническая инфраструктура, обеспечивающая работу финансового сектора, — финансовая инфраструктура;
- законодательные и регулирующие нормы, связанные с его работой, а также система органов и механизм осуществления финансового надзора и регулирования.
- финансы предприятий
- государственные финансы.

## Современная финансовая система (функции)

- осуществляет посредничество в перемещении ресурсов между остальными секторами экономики, выполняя функции расчетного центра и обеспечивая посредством различного рода финансовых инструментов доступ заемщиков к финансовым ресурсам, что сопровождается трансформацией временной структуры финансовых активов.
- осуществляет распределение рисков в экономике за счет оценки финансового состояния заемщиков, эффективности финансируемых проектов в ходе выполнения данной функции.
- обеспечивает потребности общества в средствах платежа и расчетов.

## Финансовая стабильность

- К настоящему времени можно говорить о нескольких трактовках термина. Большинство определений содержит несколько общих характеристик:
- финансовая система должна бесперебойно и эффективно выполнять свои функции, в том числе функцию по трансформации сбережений в инвестиции;
- финансовая система обладает устойчивостью к шокам;
- текущее состояние финансовой системы оказывает положительное влияние на нефинансовый сектор экономики.

## Финансовая стабильность (определение Европейского центрального банка)

Финансовая стабильность - состояние, в котором финансовая система, включающая финансовых посредников, рынки и рыночную инфраструктуру, может выдерживать шоки.

Описанное состояние требует, чтобы

- финансовая система обеспечивала эффективное перераспределение финансовых ресурсов от владельцев сбережений к заемщикам;
- финансовая система обеспечивала адекватную оценку и управление финансовыми рисками.

Невыполнение перечисленных требований окажет негативное влияние на стабильность финансовой системы и на экономическую стабильность в целом. Финансовая стабильность связана с **системными рисками**.

## **Системный риск (определение)**

**Системный риск** - риск значительного ухудшения функциональных качеств финансового сектора национальной экономики, вызванный наступлением неблагоприятного события, способного распространиться на всю систему посредством использования таких ее уязвимостей, как подверженность отдельных финансовых учреждений идентичным рискам, диспропорции в структурной организации финансового сектора, а также склонность финансовых учреждений к принятию на себя чрезмерных внешних рисков во время фазы роста экономического цикла



# Компоненты системного риска

1. Причиной реализации системного риска является значимое в системе событие - экономический шок. Обычно такого рода события связывают с дефолтами или существенными сложностями в деятельности крупных финансовых институтов.
2. Последствием реализации экономического шока могут быть различные негативные события в системе: банкротства, убытки и кризисные явления у участников системы, рост стоимости капитала, волатильности, падение индексов на финансовых рынках.
3. На распространение экономических шоков в системе влияют свойства участников, архитектура сети их взаимодействия, внешние условия функционирования систем.
4. Распространение шоков в системе может осуществляться различными способами: каскадно, вирусно, избирательно и другими способами.
5. Системный риск не является статической характеристикой, он - результат динамического взаимодействия участников системы. Экономический шок может быть вызван накопленным дисбалансом в системе.

# **Базовый алгоритм оценки системного риска**

- **Оценка внешней среды системы. Традиционно выделяют следующие факторы, определяющие внешнюю среду:**
  - политическая ситуация;
  - особенности национального законодательства;
  - состояние государственных финансов;
  - деятельность регуляторов системы;
  - другие факторы.
- **Оценка инфраструктуры системы. К факторам, характеризующим инфраструктуру системы, можно отнести:**
  - степень развитости инфраструктуры системы;
  - характер связей между элементами;
  - архитектура связей между элементами;
  - достаточность элементов;
  - другие факторы.
- **Оценка индивидуальных участников системы**

# Управление системными рисками

Несмотря на то, что тенденции развития финансовых рынков последних десятилетий наглядно демонстрируют значимость системного риска, на сегодняшний день положительный мировой опыт управления им достаточно ограничен.

В 2010 г. как реакция на мировой финансовый кризис в Евросоюзе был создан Европейский совет по системным рискам (European Systemic Risk Board, ESRB). Членами ESRB являются главы центральных банков стран Евросоюза. В задачи ESRB входит «макропруденциальный надзор за финансовой системой с целью предотвращения системных рисков и обеспечение устойчивого функционирования внутреннего рынка ЕС с целью обеспечения экономического роста».

# **Количественная оценка финансовой стабильности**

Многообразие определений финансовой стабильности усложняет количественную оценку данной характеристики финансовой системы. Финансовую стабильность сложно оценить с помощью одного показателя. По этой причине для оценки системных рисков часто используют несколько показателей финансового состояния и устойчивости финансовых институтов и их контрагентов из нефинансового сектора экономики и сектора домашних хозяйств.

## Показатели финансовой устойчивости

МВФ для оценки системных рисков в странах использует показатели финансовой устойчивости, среди них:

- показатель достаточности собственных средств (капитала) банков,
- доля проблемных и безнадежных ссуд в общем объеме банковских кредитов,
- рентабельность банковских активов,
- рентабельность капитала банков.

## **Роль конкуренции в стабильности финансовой системы**

Необходимым условием стабильности финансовой системы является ее эффективность как результат конкуренции участников системы. Между тем усиление конкуренции между участниками финансовой системы может привести к снижению их прибыльности и к увеличению желаний принимать на себя повышенные риски в поисках дополнительной прибыли.

## **Влияние инструментов ДКП на состояние финансовой системы**

Инструменты денежно-кредитной политики на различных временных интервалах могут по-разному влиять на состояние финансовой системы. Поддерживая состояние финансовой стабильности в краткосрочном периоде, система страхования депозитов в банках или рефинансирование центральным банком коммерческих банков может ограничивать дисциплинирующую роль рыночной конкуренции, побуждая участников финансовой системы к моральному риску в будущем и увеличивая системный риск финансового сектора.

## Институты, ответственные за обеспечение финансовой стабильности

Ответственность за достижение финансовой стабильности на **государственном уровне**, как правило, закреплена за **центральным банком**. В ряде случаев функция также может быть возложена на мегарегулятор или межведомственный совет (комитет) по финансовой стабильности, в который могут входить представители центрального банка, министерства финансов, а также ведомства, ответственного за микропруденциальное регулирование и надзор за банковскими и небанковскими финансовыми посредниками.



## Институты, ответственные за обеспечение финансовой стабильности

На **международном уровне** ведущую роль в оценке и мониторинге рисков глобальной финансовой стабильности играют **МВФ** и **Совет по финансовой стабильности**, созданный странами «Группы 20» на Лондонском саммите в апреле 2009г. на базе существовавшего с 1999 года Форума финансовой стабильности.

## Финансовая нестабильность

Финансовая нестабильность характеризуется следующими основными особенностями:

- цены финансовых активов существенно отклоняются от фундаментальных значений;
- функционирование финансового рынка в значительной степени нарушено, а доступность кредита ограничена;
- совокупные расходы существенно отклоняются (или могут отклониться) в большую или в меньшую сторону от равновесного уровня.

## **Критерии возникновения финансовой неустойчивости:**

- резкое падение цен на финансовые активы;
- резкое и значительное снижение обменного курса и международных резервов;
- неплатежеспособность (экономическая несостоятельность) участников рынков;
- дефолты, включая и дефолт на уровне государства в целом;
- рост процентных ставок;
- рост колебаний доходности инструментов финансового рынка.

## **2. Финансовые (кредитные) циклы и методы их выявления.**

## **Финансовый цикл: на фазе подъема**

В экономике наступает очередной временный циклический подъем.

Экономические субъекты интерпретируют его как долгосрочный рост производительности и готовы использовать большой объем заемных финансовых средств в счет роста совокупного долга для приобретения рискованных активов.

Происходит рост стоимости активов, ослабление условий привлечения внешнего финансирования, высокая инвестиционная активность, поддерживаемая ростом объемов производства, общее повышение доходов и уровня рентабельности в экономике. Возникают финансовые дисбалансы.

## **Финансовый цикл: на фазе спада**

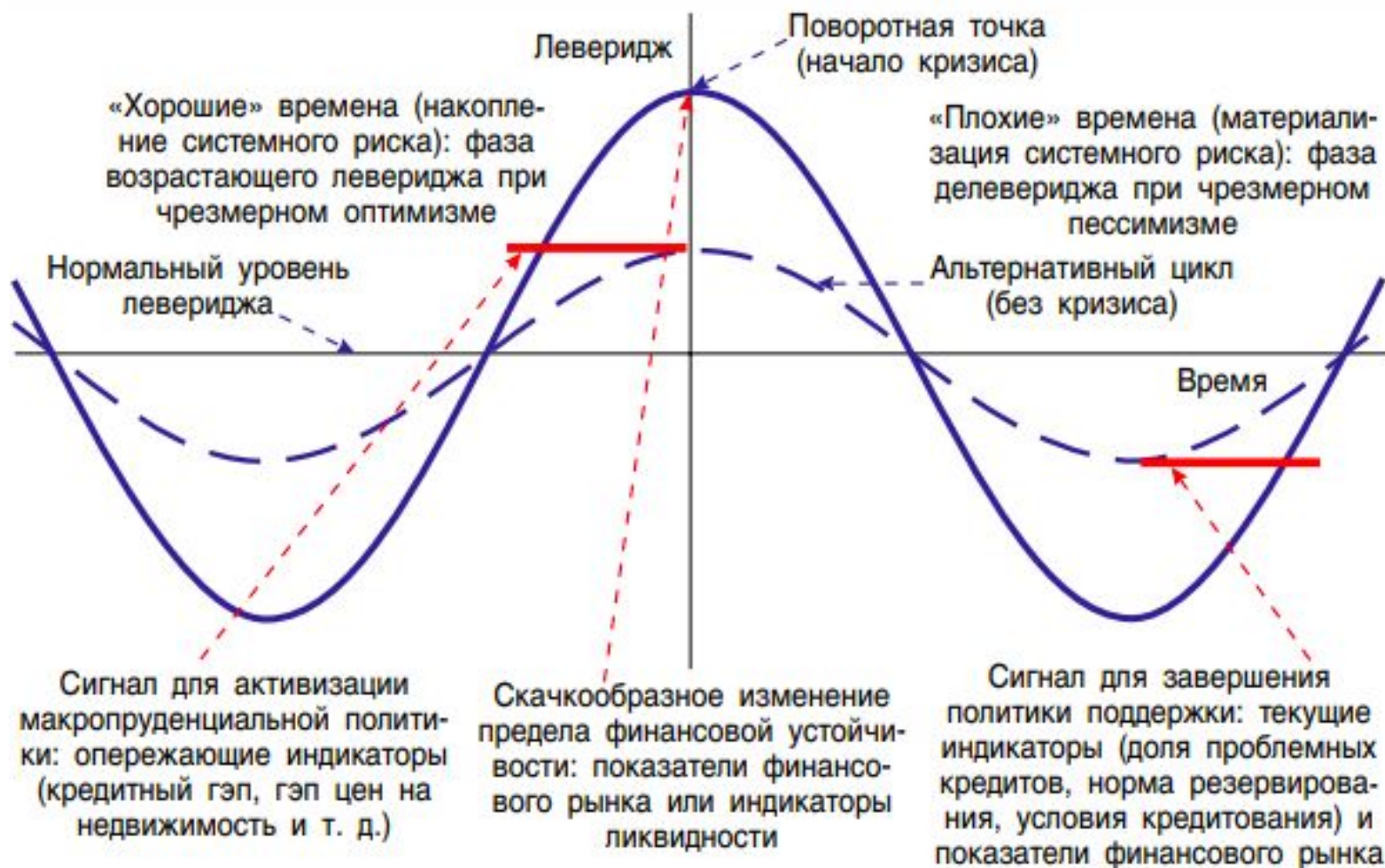
Материальное проявление финансовых дисбалансов начинается, когда экономическая активность замедляется под воздействием отрицательных стимулов.

Экономический спад «разворачивает» зависимости в обратном направлении – участники рынка осознают, что их доходов не хватает на покрытие чрезмерного долга, удерживаемые активы падают в цене, поэтому они должны реструктуризировать свои балансы и избегать новых финансовых рисков.

## Финансовый левиридж

Развитие финансового цикла во времени может быть описано через периодические колебания в уровне **финансового левириджа**, который в общем смысле представляет собой соотношение между активами экономического агента и заемными средствами, использованными для приобретения этих активов. На практике финансовый левиридж можно аппроксимировать **кредитным гэпом** - отклонением отношения кредита к ВВП от долгосрочного тренда.

# Изменение величины финансового левериджа, измеряемого кредитным гэпом, на протяжении финансового цикла





## Объяснение рисунка (1)

- Лeverидж постепенно возрастает до момента разворота цикла.
- Как правило, смена фазы цикла проходит спокойно (случай цикла без кризиса на рисунке) без необходимости принятия каких-либо дополнительных мер со стороны государства. Но иногда циклический спад сопровождается крупными финансовыми потерями и ведет к кризису.
- В определенный момент лeverидж начинает снижаться, хотя на ранних стадиях финансового кризиса он остается на высоком уровне (с учетом падения номинального ВВП лeverидж сначала может даже несколько увеличиться).
- Фаза *делeverиджа* может длиться несколько лет, а в случае глубокого кризиса финансовый лeverидж может с течением времени опуститься ниже своего долгосрочного равновесного значения.

## Делеверидж

**Делеверидж** представляет собой процесс снижения уровня закредитованности, который может осуществляться тремя способами:

- погашение экономическим агентом своих долгов;
- увеличение им собственного капитала;
- либо списание кредитором его задолженности.

## Объяснение рисунка (2)

Хотя уровень левериджа высок по обе стороны вблизи от поворотной точки, экономическая ситуация качественно отличается в обоих случаях. В докризисной оптимистической фазе кредитный бум продолжается, в то время как после прохождения пика экономика подвержена влиянию финансового стресса и нуждается в **поддержке со стороны государства.**

## Причина финансовых циклов

**Процикличность** - способность банков усиливать рост и падение в деловых циклах через избыточное предложение и чрезмерное сокращение кредита в периоды финансового изобилия и финансового стресса соответственно

## Необходимость разработки индикатора финансовых циклов

- финансовые циклы - напрямую **ненаблюдаемые явления**;
- левверидж приходит в соответствие экономическим условиям со значительным **лагом**,
- для успешного выявления возникающих рисков крайне важно корректное определение **текущей фазы** финансового цикла и принятие своевременных превентивных мер.
- на практике достаточно **сложно оценить текущее положение** экономики в финансовом цикле, так как, во-первых, его дефиниция сама по себе имеет расплывчатый характер; во-вторых, финансовый цикл представляет собой латентный процесс, не связанный с какой-либо конкретной наблюдаемой переменной.

## **Индикатор финансовых циклов**

**Индикатор финансовых циклов** (indicator of the financial cycle, **FCI**) сводный показатель системного стресса, который при надлежащем выборе включаемых переменных также может быть использован для оценки текущего положения экономики в финансовом цикле и соответствующей настройки макропруденциальных инструментов (например, контрциклического буфера капитала).

## Этапы построения индикатора финансовых циклов

- **Первый** этап заключается в выборе наиболее существенных переменных, которые хорошо отражают изменения в восприятии финансовых рисков на различных сегментах экономики.
- На **втором** этапе осуществляется преобразование исходных переменных, для того чтобы сделать их взаимно сопоставимыми.
- **Третий** этап предполагает объединение трансформированных переменных в единый показатель с использованием достаточно простого алгоритма агрегации.

## Критерии отбора переменных для построения индикатора финансовых циклов

- переменные должны давать четкий сигнал об изменении настроений участников рынка (особенно важны периоды необоснованного оптимизма и чрезмерного пессимизма).
- переменные, включаемые в FCI, должны носить опережающий характер по отношению к периоду материализации системного риска.
- доступность и качество соответствующих статистических данных, а также визуально оцениваемая степень информативности в динамике показателей.



## **Относительные показатели, отобранные для построения индикатора финансовых циклов (1)**

**1. Отношение требований банков к экономике к ВВП ( $X_1$ ).** Данный показатель, используемый для измерения долговой нагрузки на макроуровне, рекомендуется международными стандартами Базель III в качестве базового при расчете кредитного разрыва и определении величины контрциклического буфера капитала.

## **Относительные показатели, отобранные для построения индикатора финансовых циклов (2)**

**2. Отношение средней стоимости квадратного метра жилой недвижимости к средней заработной плате ( $X_2$ ).** Известно, что диспропорции на рынке недвижимости, связанные с резким ростом цен на жилье, являются фактором, который в значительной степени ускоряет наступление большинства финансовых кризисов и увеличивает их масштабы.

## Относительные показатели, отобранные для построения индикатора финансовых циклов (3)

### 3. Отношение денежного агрегата $M2^*$ к золотовалютным резервам (ЗВР) страны ( $X_3$ ).

Переменная отражает одновременно степень «накачки» экономики рублевой ликвидностью и возможности регулятора обеспечивать конвертируемость национальной валюты. Международный опыт подтверждает, что рост отношения  $M2$  к ЗВР повышает вероятность наступления валютного кризиса.

## Относительные показатели, отобранные для построения индикатора финансовых циклов (4)

4. Отношение внешнеторгового оборота страны (сумма экспорта и импорта товаров и услуг) к общему обороту внутреннего валютного рынка ( $X_4$ ). В случае доминирования оптимистических ожиданий среди экономических агентов переменная принимает более высокие значения, так как на фоне доверия к национальной денежной единице валютные операции осуществляются в целях проведения расчетов по сделкам либо движения капитала, направленного на его прирост (депозиты, кредиты, факторинг и др.), а поступления по экспорту уравновешивают отток иностранной валюты по импорту. При переходе к пессимистической фазе финансового цикла на валютном рынке начинают преобладать спекулятивные операции, увеличиваются его обороты, в то время как объемы внешней торговли снижаются.

## Относительные показатели, отобранные для построения индикатора финансовых циклов (5)

**5. Условия кредитования ( $X_5$ ).** Показатель характеризует восприятие финансовых рисков со стороны кредитного предложения. В период фазы роста цикла банки могут стимулировать кредитование менее кредитоспособных и более рискованных клиентов, предлагая низкие процентные ставки и длительные сроки (недооценка уровня риска). Когда же происходит материализация риска, банки, напротив, склонны к чрезмерному ужесточению условий кредитования, что приводит к существенному ограничению финансирования платежеспособной части реального сектора экономики (кредитный кризис).

## **Относительные показатели, отобранные для построения индикатора финансовых циклов (6)**

**6. Леверидж – соотношение активов и собственного капитала банковского сектора ( $X_6$ ).** Показатель весьма наглядно характеризует цикличность в деятельности финансовых посредников. Рост левериджа означает увеличение масштаба и рискованности банковских операций в период преобладания оптимистических настроений в экономике. Соответственно, сокращение активов банковского сектора относительно его капитала свидетельствует о наступлении циклического спада на финансовом рынке, сопровождаемого выбытием значительного объема неработающих кредитов и досрочным изъятием «здоровой» части активов из экономики.

## **Относительные показатели, отобранные для построения индикатора финансовых циклов (7)**

**7. Отношение стоимости акций акционерных обществ, находящихся в обращении, к годовой выручке организаций от реализации произведенной продукции ( $X_7$ ). Данная переменная дополняет общую картину о характере сформированных у участников рынка ожиданий, показывая своей динамикой, насколько оптимистичны субъекты хозяйствования при оценке будущих финансовых потоков.**

## Относительные показатели, отобранные для построения индикатора финансовых циклов (8)

8. Отношение объема государственных ценных бумаг, находящихся в обращении на внутреннем рынке, к доходам консолидированного бюджета ( $X_8$ ). Рост показателя не только свидетельствует об увеличении емкости и ликвидности рынка государственных ценных бумаг во время циклического подъема, но и является сигналом недооценки финансовых рисков со стороны эмитента. Соответственно, снижение указанного соотношения (объем погашаемых облигаций превышает объем выпускаемых) может быть следствием роста недоверия инвесторов к государственным ценным бумагам на фоне изменения ожиданий в экономике (либо, напротив, следствием бюджетного профицита и устойчивого экономического роста).



## **Относительные показатели, отобранные для построения индикатора финансовых циклов (9)**

**9. Отношение процентных доходов банков по кредитам и иным операциям с физическими лицами к денежным доходам населения ( $X_9$ ). Динамика данного показателя складывается под влиянием двух основных моментов – готовности населения осуществлять заимствования исходя из оценки перспектив роста будущих доходов и платежной дисциплины розничных клиентов банка. Оба аспекта тесно связаны с процикличностью деятельности банковского сектора страны.**

Далее переменные агрегируются в единый **индикатор финансовых циклов**.

При построении индикатора финансовых циклов используется подход, позволяющий учитывать изменение корреляционных связей между отдельными переменными, входящими в FCI, с течением времени. FCI должен принимать более высокие значения, когда оптимистические ожидания совместно растут на всех анализируемых сегментах финансового рынка, и более низкие, когда на недооценку рисков указывают лишь отдельные переменные, пусть и достигающие более высокого уровня. Чем значительнее корреляция между составляющими, тем сильнее сигнал об изменении настроений в экономике, подаваемый FCI.

# Динамика индикатора финансовых циклов в Беларуси



## Объяснение рисунка

Недооценка финансовых рисков в Беларуси началась в 2009 г. с приходом в страну последствий глобального финансово-экономического кризиса. Оптимистическая фаза финансового цикла продолжалась до середины 2011 г.

После устранения макроэкономических дисбалансов с конца 2011 г. на рынке стали преобладать пессимистические настроения, однако уже с конца 2013 г. вновь наблюдалась недооценка финансовых рисков. В 2015–2016 гг. индикатор финансовых циклов находился выше своего среднего значения на одно стандартное отклонение: основной вклад в его рост внесли увеличение отношения кредита к ВВП, повышение финансового левериджа и расширение объема находящихся в обращении государственных облигаций.

### **3. Финансовые кризисы и финансовые пузыри.**

## **Финансовый кризис: определение**

**Финансовый кризис – кризис, системно охватывающий финансовые рынки и институты финансового сектора, денежное обращение и кредит, международные финансы (страновой сегмент), государственные, муниципальные и корпоративные финансы;**

**-оказывающий** средне- и долгосрочное негативное воздействие на экономическую активность в стране и на динамику благосостояния населения;

## **Финансовый кризис: проявление в финансовом секторе и на финансовых рынках:**

- **резкий рост процента, все повышающаяся доля проблемных банков и небанковских финансовых институтов, проблемных долгов;**
- **существенное сокращение кредитов, предоставляемых экономике и домашним хозяйствам;**
- **цепные банкротства, переход к убыточной модели банковской и другой финансовой деятельности;**
- **преобладание спекулятивной над инвестиционной финансовой деятельностью;**
- **масштабное падение курсов ценных бумаг;**
- **задержки расчетов с нарастающим коллапсом платежной системы;**
- **возникновение массовых убытков на рынке деривативов;**
- **прекращение ликвидности финансовых рынков и финансовых институтов с эффектом “домино”, банковская паника.**

# **Финансовый кризис: проявление в международных финансах:**

- неконтролируемое **падение курса национальной валюты;**
- массовая утечка капиталов из страны;
- неуправляемое нарастание внешнего долга и просроченных платежей государства и коммерческих организаций;
- передача системного риска на международный рынок и финансовые рынки других стран.



## **Финансовый кризис: проявление в области денежного обращения:**

- резкий неуправляемый **рост цен** с переходом в **хроническую инфляцию**;
- бегство от национальной валюты, стремительное внедрение во внутреннее обращение твердой иностранной валюты;
- массовое появление суррогатов денег.

## Финансовый кризис: проявление в области государственных финансов:

- резкое падение величины международных резервов и государственных стабилизационных фондов;
- возникновение дефицита или обострение дефицитности бюджета, привнесенной кризисом;
- быстрое сокращение собираемости налогов;
- падение бюджетного финансирования государственных расходов;
- неуправляемое нарастание внутреннего государственного долга.

## **Локальный финансовый кризис**

**Локальный финансовый кризис** – кризис, основанный на внутристрановой или внутрирегиональной концентрации рисков, затрагивающий одну страну или несколько стран, не перерастающий в мировой или межрегиональный финансовый кризис, ограничивающийся в своем воздействии на мировую экономику и глобальные финансы кратковременной турбулентностью, рисками и потерями, не ломающими основной ход движения мировой экономики.

**Локальными кризисами пронизана жизнь развивающихся экономик, подобных России, с периодичностью 1 – 2 раза в 10 – 15 лет.**<sup>176</sup>

# **Механизм финансового кризиса: от частных кризисов к общему**

**Системные риски, возникая в одном звене финансового рынка - частные кризисы - распространяются затем на другие его звенья, запуская механизм системного риска и вызывая – в наиболее острых ситуациях эффекта “домино” – коллапс всей финансово-кредитной системы страны.**

## **Частные кризисы: фондовые кризисы**

**фондовые кризисы - рыночные шоки на рынке ценных бумаг (масштабные падения курсов ценных бумаг, перерывы ликвидности рынка, резкий рост процента), приводящие к дальнейшему разрастанию кризисных явлений в полномасштабный финансовый кризис. Могут быть связаны с “мыльными пузырями”, спекулятивной игрой на повышение – понижение, с движением цен на фондовые ценности за пределы, установленные рыночной стоимостью бизнеса, которую они выражают. Могут возникать в связи со спекулятивными атаками на параллельных рынках базисных и производных финансовых инструментов.**

## Частные кризисы: долговые кризисы

**Долговые кризисы** - финансовая ситуация, при которой группа крупнейших заемщиков (например, стран, если речь идет о международном долговом кризисе, или крупнейших коммерческих и инвестиционных банков), оказывается не в состоянии платить по долгам и / или формирует убытки, приводящие их на грань дефолтов.

Крупнейший международный кризис задолженности разразился в 80-х гг. XX века (долговая несостоятельность большой группы развивающихся стран в погашении кредитов, полученных из стран с высоким уровнем доходов).

## **Частные кризисы: банковские кризисы**

**Банковские кризисы** - кризисы банковского сектора, основанные на эффекте “домино”, при которых накопление проблемных активов в ограниченном числе банков и прекращение их платежеспособности приводит к банковской панике, к массовому изъятию вкладов, к резкому сокращению кредитования банками друг друга и т.п. и – на фоне развивающегося кризиса недоверия – начинается массовая приостановка платежей банками с последующим коллапсом платежной системы и финансовых рынков.

## **Частные кризисы: кризисы ликвидности**

**Кризисы ликвидности** - острая, наступающая в короткое время неспособность производить платежи в связи с наступлением риска ликвидности, отрицательным финансовым состоянием. На макроэкономическом уровне — расстройство платежной системы, наступление состояния неликвидности у банков, составляющих ее основу, острая нехватка денежных средств в экономике для поддержания бесперебойных расчетов в хозяйстве.



## Частные кризисы: вывод

Каждый из этих кризисов, который может произойти на фоне относительно благополучного состояния других сегментов сферы финансов, денег и кредита, может стать **“спусковым механизмом”**, переводящим **локальные кризисные явления в масштабный финансовый кризис.**

# Причины финансовых кризисов

Финансовые кризисы вызываются:

- **внутренними причинами:**

- национальные экономические циклы (вторичные по отношению к глобальным);
- сверхконцентрации отдельных рисков;
- политический риск);

- **внешними воздействиями**

- циклы мировой экономики;
- финансовые инфекции;
- спекулятивные атаки).

# Механизм финансового кризиса: запуск от внешних воздействий (финансовая инфекция)

Рынки синхронны, на них часто действуют одни и те же инвесторы. Кризис может переноситься «финансовыми инфекциями» либо – при глубокой зависимости экономики страны от портфельных инвестиций нерезидентов – вызываться валютными атаками, атаками на рынках деривативов.

**Финансовая инфекция** - цепная реакция передачи финансовых потрясений из одной страны в другую, согласованное падение финансовых рынков один за другим, причиной которого являются действия крупных международных инвесторов, одновременно действующих на ряде национальных рынков.

## **Механизм финансового кризиса: запуск от внешних воздействий (финансовая инфекция)**

**Механизм процесса:** международные инвесторы вкладывают свои средства в группы стран, сопоставимых по уровню риска или объединенных по региональному принципу (Центральная и Восточная Европа, Латинская Америка, и т. п.). При финансовых потрясениях в одной стране инвесторы автоматически начинают изымать капиталы из других стран, входящих в ту же группу, предполагая тот же уровень рисков кризиса, неизбежность цепной реакции потрясений. Как следствие, сброс финансовых активов международными инвесторами и их действия по ускоренной репатриации средств, бегство капиталов из страны приводят к резкому снижению курса национальной валюты, вспышке инфляции, разрастанию экономического, финансового и социально-политического кризисов

## **Механизм финансового кризиса: запуск от внешних воздействий (спекулятивная атака)**

**Спекулятивная атака** - массированные неожиданные действия спекулянтов на валютном рынке, направленные на обвал курса национальной валюты, на основе коротких продаж с тем, чтобы получить прибыль от игры на понижение. Проводится в отношении переоцененных валют, прежде всего прикрепленных к какой-либо твердой конвертируемой валюте, завышенный курс которых искусственно поддерживается центральным банком. Серии коротких продаж валюты по снижающимся курсам и параллельные операции спекулянтов с валютными деривативами, ведущие к тому же эффекту, имеют своим результатом валютный кризис, перерастающий в фондовый, финансовый, общеэкономический и – часто – в социально-политический кризисы. Пример – азиатский кризис 1997 г., спусковым механизмом которого стали валютные атаки

# Финансовый пузырь

Проблема «финансовых пузырей» – далеко не новая тема в истории человечества. Термин «экономика финансового пузыря» появился с легкой руки издательства Asahi и обозначал он первоначально процессы, происходящие в японской экономике в конце 1980-х гг.

**«Финансовый пузырь»** характеризуется тремя составляющими:

- быстрым ростом цен на финансовые активы,
- расширением экономической деятельности и
- постоянным увеличением денежного предложения и кредита.

## Возникновение финансового пузыря

Рост цен на финансовые активы может быть как **адекватным**, так и **иррациональным**.

**Адекватным** он является тогда, когда за ним стоит улучшение ситуации в реальном секторе экономики: увеличение производительности труда, научные открытия, отличные финансовые результаты и т.д.

**Иррациональным**, если ничего подобного не наблюдается, а цены растут, и финансовый бум превращается в «финансовый пузырь». Причин тому может быть несколько: стадное поведение инвесторов (эффект толпы), несовершенное регулирование рынка, финансовая либерализация и т.д.

**Вывод:** «Финансовый пузырь» создает искажения в инвестициях и потреблении, что сначала ведет к экономическому буму и расширению деловой активности, а в дальнейшем – к рецессии и инфляции. Вмешательство денежных властей может сгладить эти циклические колебания и снизить потери экономики.

## **Механизм возникновения «финансового пузыря»**

На пике **финансового бума** игроки вовсю используют кредиты для фондовых спекуляций.

Когда **тренд меняет свое направление:**

- коэффициенты леввериджа резко подскакивают.
- от заемщиков начинают требовать дополнительного обеспечения, а от банков – повышения капитализации для соблюдения нормативов достаточности собственного капитала.
- падение котировок на фондовом рынке ухудшает финансовые результаты и балансы всех игроков без исключения, что вынуждает их сокращать текущие траты.
- расходы идут не на потребление, а на обслуживание долгов.
- перераспределение доходов вызывает сокращение совокупного спроса и темпов экономического роста



## Аргументы в пользу политики противостояния «финансовым пузырям»

**Первый аргумент** основывается на классическом «анализе Пула» (названном так по имени У. Пула, бывшего президента Федерального резервного банка Сент-Луиса). Смысл его заключается в том, что Центральному банку следует «грести против ветра» при переоценке финансовых активов, если рост цен не имеет за собой никакой основы. И наоборот, если финансовый бум имеет корни в реальном секторе экономики, Центральный банк должен позволить ему развиваться самостоятельно. Рекомендации Пула представляют собой типичный пример противочиклической экономической политики, призванной сгладить колебания рыночной конъюнктуры.

## Аргументы в пользу политики противостояния «финансовым пузырям»

**Второй** аргумент касается времени вмешательства денежных властей на рынке. Известно, что наиболее разрушительные последствия «финансового пузыря» приходятся уже на постпиковый период. Когда «финансовый пузырь» давно прошел, у правительства начинаются проблемы с инфляцией и экономическим ростом. Чтобы предотвратить такой ход событий, Центральный банк должен заблаговременно придерживаться противоциклической политики. Другими словами, ему следует вмешиваться еще на начальной стадии роста «финансового пузыря». Тогда последующая коррекция на финансовом рынке будет относительно небольшой, а потери экономики с точки зрения инфляции и ВВП – минимальны.

## **Недобросовестное поведение инвесторов против политики противостояния «финансовым пузырям» -**

**Недобросовестное поведение инвесторов:** если денежные власти возьмутся регулировать «финансовый пузырь», то спекулянты раздуют его еще больше, надеясь, что их потенциальные убытки будут компенсированы властями.

Проблема недобросовестного поведения возникает из-за **асимметрии** действий Центрального банка: он реагирует не столько на рост котировок, сколько на их падение, что оправдано тем, что рыночные цены сами изменяются асимметрично: «пузырь» раздувается медленно, а лопается быстро.

Проблемы **недобросовестного поведения инвесторов** можно избежать, если Центральный банк станет действовать симметрично т.е. одинаково реагируя как на рост, так и на падение цен, что приведет к изменению динамики рынка: зная о том, что денежные власти не допустят излишней переоценки активов и резкого падения цен, котировки будут изменяться более плавно, а инвесторы перестанут слепо следовать за толпой.

# Проблемы политики противостояния «финансовым пузырям»

Главной проблемой противочиклической политики является **оценка адекватности роста цен на финансовые активы**, то есть соответствует ли финансовый бум улучшению фундаментальных макроэкономических показателей или нет.

## **4. Основные меры макропруденциальной политики.**

## **Макропруденциальная политика: определение**

**Макропруденциальная политика** — комплекс упреждающих мер, направленных на минимизацию системного риска финансового сектора в целом либо в его отдельных секторах, в случае реализации которого значительное число участников финансового сектора становится неплатежеспособной или теряет ликвидность, в результате чего они не могут функционировать без поддержки органа денежно-кредитного регулирования или органа пруденциального надзора.

## История термина (1)

- В устойчивый оборот органов финансового регулирования выражение вошло в 1970-е годы, когда общий **банковский надзор и регулирование** стали называть «**пруденциальными**», то есть упреждающими, ориентированными на потенциальные риски, будущие, а не на уже проявившиеся проблемы.
- В настоящее время пруденциальное регулирование и надзор за финансовыми посредниками понимаются в смысле «**микропруденциальный**», то есть имеющий отношение к отдельно взятому финансовому институту, а не к финансовому сектору в целом.

## История термина (2)

- Активное применение термина **«макропруденциальная политика»** пришлось на конец XX столетия, однако его происхождение относится к более раннему периоду. Впервые термин прозвучал в 1979 году на заседании Комитета Кука (предшественника Базельского комитета по банковскому надзору). Комитет начинал проект по сбору статистики о международном кредитовании и был обеспокоен слиянием микро- и макропроблем.



# Необходимость применения макропруденциальной политики

Отдельные инструменты макропруденциальной политики страны стали применять еще в 1990-е годы, однако широкое распространение макропруденциальная политика получила после глобального финансового кризиса 2007-2009 годов. Кризис продемонстрировал недостатки традиционной политики: для обеспечения устойчивости финансовой системы недостаточно ценовой стабильности, надзора и регулирования в отношении отдельных финансовых институтов. В отличие от классической пруденциальной политики, макропруденциальный подход учитывает взаимосвязи между финансовыми институтами, финансовый цикл и возможные эффекты «заражения».

## **Объекты макропруденциальной политики**

Объектами макропруденциальной политики выступают взаимоотношения между финансовыми посредниками, финансовыми рынками, инфраструктурой финансовоно рынка а также между финансовой системой и реальным сектором.

Макропруденциальная политика занимает промежуточное положение между денежно-кредитной политикой центрального банка, направленной на достижение целей макроэкономической стабилизации, и микропруденциальным регулированием и надзором, предназначенными для предотвращения несостоятельности отдельных финансовых посредников, а также защиты интересов их кредиторов, клиентов и вкладчиков.

## Задачи макропруденциальной политики

- поддержание устойчивости финансовой системы к агрегированным шокам, включая рецессию и внешние шоки путем создания дополнительных буферов капитала и ликвидности;
- ограничение избыточных финансовых рисков, принимаемых на себя финансовой системой (сдерживание резкого увеличения финансового рычага и волатильности фондирования);
- сглаживание финансового цикла (сокращения проциклического влияния цен на активы и на займы): предотвращение формирования «мыльных пузырей» на рынках финансовых активов, если они несут угрозу устойчивости финансовой системы или будут иметь отрицательные эффекты для нефинансового сектора;
- контроль над структурными факторами уязвимости финансовой системы, обусловленными взаимосвязями финансовых институтов, их совместной подверженностью рискам, а также ролью системно значимых финансовых институтов.

## Разработчики макропруденциальной политики

Основная роль в разработке глобальных стандартов макропруденциальной политики принадлежит:

- МВФ;
- Совету по финансовой стабильности;
- Банку международных расчетов.

В 2009 г. по результатам анализа глобального финансового кризиса 2007—2009 гг. три упомянутые международные организации предложили Группе двадцати **«Руководство по оценке системной важности финансовых институтов, рынков и инструментов»**, в котором изложены основные идеи макропруденциальной политики

## **Ключевые характеристики макропруденциальной политики:**

- ответственность за устойчивость финансовой системы в целом,
- ограничение системного риска,
- применение специфического набора инструментов,
- взаимодействие с другими институтами государственной политики.

## Условия эффективной реализации макропруденциальной политики

- наличие институциональных механизмов (полномочия, ответственность и подотчетность государственных институтов),
- регулярный анализ системных рисков финансового сектора и информирование о них финансовых институтов и общественности,
- разработка и внедрение пруденциальных мер, соответствующих выявленным рискам,
- оценка эффективности макропруденциальной политики,
- учет эффектов «миграции» финансовой активности между секторами, включая нерегулируемый «теневой» банковский сектор,
- публичное разъяснение макропруденциальной политики,
- взаимодействие макропруденциальной политики с другими мерами экономической политики государства.

## Инструменты макропруденциальной политики (1)

- меры административного характера, направленные на сдерживание кредитования (лимиты на прирост кредитования);
- инструменты общего характера, основанные на воздействии на капитал или резервы на возможные потери (динамические резервы, контрциклический буфер капитала, динамические ограничения коэффициента левереджа);
- секторальные инструменты (ограничения на вложения в отдельные сектора, специфические требования к капиталу и коэффициенты риска, LTV, DTI, DSTI и LTI в ипотечном кредитовании);

## **Инструменты макропруденциальной политики (2)**

- инструменты для управления риска ликвидности и валютного риска (формирование запасов высоколиквидных активов, показатели стабильного фондирования, лимиты на открытые валютные позиции);
- инструменты, влияющие на риски структурного характера, передаваемые через каналы взаимосвязей в финансовой системе (дополнительные требования к капиталу и ликвидности для системно значимых институтов, а также контроль взаимосвязей в области фондирования и на рынках деривативов);
- меры, направленные напрямую на потребителей финансовых услуг (налоги на физических лиц по сделкам с недвижимостью, меры по ограничению внешнего долга нефинансовых компаний).



## **Макропруденциальная политика отличается от микропруденциальной политики несколькими ракурсами:**

Во-первых, анализ устойчивости финансового сектора проводится на агрегированном уровне, а не на уровне отдельных институтов.

Во-вторых, во внимание принимается весь финансовый сектор, а не только банки.

В-третьих, следует анализировать взаимосвязи между системно значимыми институтами, действующими на разных рынках, чтобы оценивать цепочки в «эффекте домино».

В-четвертых, макропруденциальный анализ должен иметь прикладное назначение: на его основе необходимо принимать решения об изменении настроек регулирования и надзора.