

МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНАЯ ПОЛИТИКА КАК ИНСТРУМЕНТ ПОДДЕРЖАНИЯ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

© 2013 Шахнович Рувим Михайлович
кандидат экономических наук, доцент
Сибирский университет потребительской кооперации
630087, г. Новосибирск, пр. Карла Маркса, д. 26
E-mail: rusha@online.nsk.su

Статья посвящена новой сфере государственной экономической политики - макропруденциальной политике, целью которой является поддержание финансовой стабильности. Обосновано, что ошибки в макропруденциальной политике стали причиной финансового кризиса. Показаны отличия макропруденциальной политики от денежной политики и микропруденциального надзора и связь между ними.

Ключевые слова: макропруденциальная политика, микропруденциальный надзор, денежная политика, финансовый кризис, финансовая стабильность.

При анализе финансового кризиса 2008 г. первоначально считалось, что своим возникновением кризис "обязан" проводимой денежной политике: именно ошибки при проведении денежной политики, прежде всего в США, способствовали возникновению финансовых пузырей на рынках недвижимости и дальнейшему разветвлению кризиса.

Однако в последующем, когда острота кризиса несколько снизилась, у исследователей возникло стремление разобраться более глубоко не только с конкретными причинами кризиса, но и с более широким кругом проблем, связанным с денежной политикой в целом.

Несомненно, для возникновения мирового финансового кризиса существовали причины и обстоятельства глобального характера. К таковым можно отнести макроэкономические условия в предкризисный период, представлявшие собой сочетание низкой мировой процентной ставки и глобальных дисбалансов, связанных с устойчивым для многих стран дефицитом или профицитом счета текущих операций и вытекающей из этого неизбежностью притока или оттока капитала¹.

Указанное во многом объясняется с длительным периодом стабильной низкой инфляции и стабильных темпов роста, что привело к систематической недооценке риска и, как следствие, к низкой премии за риск на финансовых рынках. Результатом такого положения стало искажение стимулов для коммерческих и инвестиционных банков, трейдеров и менеджеров инвестиционных фондов, которые стали принимать чрезмерно рискованные решения. Возникла огромная недооценка потенциальных системных рисков, связанная

со сложными пакетами ценных бумаг². Однако непосредственно все это не было обусловлено денежной политикой за исключением того, что проводимая денежная политика способствовала сочетанию низкой инфляции и стабильного экономического роста.

Многочисленные эмпирические исследования последних лет³ показали, что сами по себе низкие процентные ставки не были главной причиной роста цен на недвижимость⁴, значительно более важную роль играли изменившиеся правила ипотечного кредитования, которые, в свою очередь, были порождены заниженными оценками рисков и искаженными побудительными мотивами инвесторов.

Кризис показал, что сам по себе низкий уровень инфляции - стабильность цен - недостаточен для достижения финансовой стабильности. Следовательно, и умелая антиинфляционная политика еще не гарантирует финансовую стабильность.

Денежная политика, основанная на управлении процентной ставкой, оказалась недостаточной для достижения финансовой стабильности. Для этого необходимы и особая политика, и специальные инструменты для проведения такой политики. Здесь более эффективными оказываются такие инструменты, как банковский надзор и регулирование правил работы банков. Сама финансовая нестабильность порождается различными дисбалансами, поэтому ее регулирование будет наиболее эффективно, если оно осуществляется максимально близко к источнику дисбаланса. Как правило, считается, что он должен использовать комплекс инструментов, который на-

зывают макропруденциальным регулированием или макропруденциальной политикой⁵.

В рамках такого регулирования банки должны побуждаться к увеличению размеров собственного капитала и резервов в условиях кредитного бума для использования в условиях спада, а также резервировать больше средств при работе с высокорисковыми финансовыми инструментами.

Сама по себе финансовая стабильность является важнейшей целью экономической политики. Под финансовой стабильностью обычно понимают ситуацию, когда финансовая система может осуществлять свои основные функции: проводить платежи, содействовать “превращению сбережений в инвестиции”, обеспечивать распределение рисков - без существенных нарушений, которые приводят к значительным социальным потерям⁶.

Целью политики финансовой стабильности является поддержание финансовой стабильности или содействие ей. В обычных условиях ее инструментами служат надзор, регулирование и отчеты о финансовой стабильности, включающие анализ и опережающие индикаторы, которые могут обеспечить раннее предупреждение об угрозах для финансовой стабильности.

В условиях кризиса они дополняются такими инструментами, как: кредитование последней руки, переменная процентная ставка на более длительные сроки погашения, специальный режим для финансовых институтов, испытывающих трудности, правительственные гарантии по кредитам, правительственные финансовые вливания и т.п. Органы власти, ответственные за поддержание финансовой стабильности, варьируются по странам. В некоторых странах это центральный банк, в других - отдельный орган финансового надзора, в некоторых случаях ответственность разделена между несколькими институтами.

Однако тот факт, что денежная политика и политика финансовой стабильности являются разными элементами экономической политики, не означает, что между ними нет взаимосвязи и взаимодействия. Финансовая стабильность влияет непосредственно на финансовые рынки, а финансовые условия влияют на трансмиссионный механизм денежной политики.

Поскольку политика процентной ставки является не очень подходящим инструментом для обеспечения финансовой стабильности, мало смысла имеет определение финансовой стабильности в качестве цели денежной политики, хотя

она, в принципе, может быть определена в качестве цели для центрального банка, если он получает контроль над соответствующими инструментами надзора и регулирования.

Вместе с тем нельзя забывать, что финансовые факторы могут оказывать очень сильное и разрушающее воздействие на трансмиссионный механизм, что делает стандартную политику процентной ставки намного менее эффективной.

В ряде работ, написанных еще “по мотивам” пузыря доткомов начала 2000-х гг., была высказана идея “дуть против ветра”⁷: для противостояния росту объемов кредитования и цен активов с целью обеспечения финансовой стабильности необходимо значительно большее повышение процентной ставки, чем это требуется для стабилизации инфляции и уровня использования ресурсов.

Здесь остается неясным, означает ли такой подход, что рост объемов кредитования и цен активов (или иные показатели) должны стать целевыми ориентирами и войти явно или неявно в целевые функции потерь вместе с инфляцией и уровнем использования ресурсов или рост кредитов и цен активов должны рассматриваться лишь как некоторые индикаторы и акцентировать на них внимание следует лишь постольку, поскольку они могут иметь негативное влияние на инфляцию и уровень использования ресурсов на более длительном временном интервале.

В первом случае можно использовать целевую функцию центрального банка в условиях таргетирования инфляции или функцию социальных потерь, дополнив ее условием минимизации рисков наступления финансового кризиса⁸:

$$L_t^{IT} = E_t \sum_{i=0}^{\infty} \beta^i \cdot [(\pi_{t+i} - \pi^T)^2 + \lambda_{IT} \cdot (y_{t+i} - \bar{y})^2 + \lambda_{\Phi} \Phi_{t+i}^2], \quad (1)$$

где π_t - уровень инфляции;

π^T - целевой ориентир инфляции;

$(y_t - \bar{y})$ - разрыв выпуска;

λ_{IT} - относительное значение, придаваемое минимизации разрыва выпуска при проведении политики таргетирования инфляции;

Φ характеризует влияние сложностей кредитования на общее благосостояние;

λ_{Φ} - относительное значение, придаваемое влиянию сложностей кредитования.

Общее благосостояние будет снижаться, если Φ_t в условиях кризиса будет выше по сравнению с нормальной экономической ситуацией. Сложности кредитования могут быть оценены через величину кредитных спрэдов - разности между процентными ставками по привлекаемым и предоставляемым кредитам.

Если предположить, что Φ_t имеет два критических уровня - низкий в стабильной экономической ситуации и высокий в условиях кризиса, то вероятность перехода с первого уровня на второй будет расти по мере роста некоторой переменной, характеризующей ситуацию на финансовых рынках. М. Вудфорд в качестве такой переменной предлагает использовать уровень леввериджа в финансовом секторе⁹. Его зависимость от других переменных может быть представлена как

$$Lev_t^{FS} = \rho_1 Lev_{t-1}^{FS} + \rho_2 \cdot (y_t - \bar{y})^2 + v_t, \quad (2)$$

где $0 \leq \rho_1 < 1, \rho_2 > 0, v_t$ - экзогенные шоки.

Таким образом, левверидж в текущем периоде зависит от своего лагового значения, текущего разрыва выпуска и экзогенных шоков. Следует отметить, что в реальности вероятность финансового кризиса зависит не только от леввериджа, но и от других факторов, таких как, например, несовпадение по срокам требований и обязательств и проблемы с ликвидностью. Вместе с тем, следуя логике (2), левверидж, а значит, и вероятность финансового кризиса будут сокращаться, если под влиянием денежной политики будет уменьшаться разрыв выпуска.

Однако, если включить в модель такие инструменты поддержания финансовой стабильности, как требования достаточности капитала, можно оказывать влияние на левверидж непосредственно, а не опосредованно. В этом случае уравнение (2) приобретает следующий вид:

$$Lev_t^{FS} = \rho_1 Lev_{t-1}^{FS} + \rho_2 \cdot (y_t - \bar{y})^2 + z_t + v_t, \quad (3)$$

где z_t - инструмент политики финансовой стабильности.

Такой подход позволяет и в данном случае выявить различия между денежной политикой и политикой финансовой стабильности. Функцию социальных потерь можно представить как

$$L_t^{IT} = E_t \sum_{i=0}^{\infty} \beta^i \cdot [(\pi_{t+i} - \pi^T)^2 + \lambda_{IT} \cdot (y_{t+i} - \bar{y})^2] + E_t \sum_{i=0}^{\infty} \beta^i \lambda_{\Phi} \Phi_{t+i}^2. \quad (4)$$

Отсюда можно выделить:

- политику финансовой стабильности, в которой используется инструмент z_t для минимизации

$$E_t \sum_{i=0}^{\infty} \beta^i \lambda_{\Phi} \Phi_{t+i}^2 \quad (5)$$

при выполнении условия (3);

- денежную политику, в которой используется возможность контроля над номинальной процентной ставкой, чтобы минимизировать

$$E_t \sum_{i=0}^{\infty} \beta^i \cdot [(\pi_{t+i} - \pi^T)^2 + \lambda_{IT} \cdot (y_{t+i} - \bar{y})^2] \quad (6)$$

в соответствии с общими принципами таргетирования инфляции.

Таким образом, для предотвращения финансовых дисбалансов: чрезмерного роста объемов кредита и цен активов - существуют другие инструменты, намного более эффективные по сравнению с процентной ставкой и, следовательно, более соответствующие критерию "первого лучшего". Представляется, что процентные ставки, которые будут достаточно высоки, чтобы оказать значительное сдерживающее влияние на уровень кредитования и цены активов, окажут еще более сильное угнетающее влияние на уровень экономической активности.

Во всяком случае, если наблюдается быстрый рост цен на жилье и объемов ипотечного кредитования, чреватый возникновением финансового пузыря, то, исходя из недавнего опыта США или Испании, введение, например, более жестких ограничений на соотношение между величиной кредита и ценой дома и повышение требований к "реалистичности" расчетов доходов покупателей домов и оценок будущих процентных ставок окажется существенно более эффективным способом недопущения развития событий по неблагоприятному сценарию, нежели повышение процентных ставок.

Посткризисная практика показывает, что происходит формирование новой сферы государственной экономической политики - макропруденциальной политики, которая имеет своей целью вскрывать и анализировать риски, касающиеся финансовой системы в целом и противодействовать им. Она принципиально отличается от микропруденциального надзора, который сконцентрирован на состоянии отдельных финансовых институтов.

Микропруденциальный надзор связан с выявлением и анализом операционных и финансовых рисков отдельных финансовых учреждений, которые могут воздействовать на их способность выполнять свои финансовые обязательства¹⁰. Государство же, проводящее свою политику, концентрируется не на финансовых учреждениях как таковых, а на функциях, которые они выполняют.

В отличие от микропруденциального надзора, макропруденциальная политика основана на систематической оценке перспектив экономического развития. Здесь важным является анализ макроэкономической ситуации для финансового сектора и финансовых рынков. Также необходимым является анализ того, как проблемы, возникающие в финансовом секторе, влияют на реальный сектор и каков может быть обратный эффект. Таким образом, макропруденциальная политика в значительно большей степени, чем микропруденциальный надзор, требует хорошо развитого аналитического аппарата, чтобы изучать макроэкономические проблемы и проблемы финансовой стабильности, а также то, как они влияют друг на друга.

Одним из уроков финансовых кризисов служит тот факт, что зарождение системных рисков часто начинается вне «регулируемого» сектора, на предприятиях и в организациях, не являющихся объектами надзора со стороны государства. Следовательно, важной, хотя и трудной задачей макропруденциальной политики является идентификация рисков, возникающих за пределами «периметра» надзора.

В конечном счете макропруденциальная политика нацелена на достижение стабильности в экономике в целом, хотя сфера ее деятельности ограничивается финансовой системой. Непосредственной целью макропруденциальной политики является поддержание стабильности в финансовой системе, а более стабильное развитие реальной экономики может рассматриваться как косвенное последствие достижения основной цели. В отличие от, например, денежной политики, макропруденциальная политика не нацелена непосредственно на поддержку реальной экономики.

Несмотря на то, что практический опыт применения макропруденциальной политики пока весьма ограничен, ее последовательная реализа-

ция должна существенно снизить количество и глубину будущих финансовых кризисов. Вместе с тем существуют объективные проблемы, затрудняющие использование макропруденциальной политики. К ним относятся: сложность определения пороговых значений того или иного индикатора, когда безопасные для экономики структурные изменения сменяются возрастанием системного риска, с этим связана и сложность оценки последствий введения тех или иных финансовых инноваций; недостаток информации, в частности, связанный с глобальной консолидацией банковских балансов и искажением отчетности финансовыми организациями. Все это требует дальнейшего развития методов определения и измерения системных рисков, а также инструментов проведения макропруденциальной политики.

¹ Bank for International Settlements. 80th Annual Report. 2010. P. 12.

² Анализ специфических дисбалансов в финансовой сфере российской экономики представлен в: *Попова А.В.* Совершенствование кредитно-финансовой системы в условиях модернизации экономики России // *Экономические науки*. 2013. № 5.

³ См.: *Iacoviello M., Neri S.* Housing Market Spillovers: Evidence from an Estimated DSGE Model // *American Economic Journal: Macroeconomics*. 2010. Vol. 2 (2). P. 125-164; *Jarocinski M., Smets F.R.* House Prices and the Stance of Monetary Policy // *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. 2008. Vol. 90 (4). P. 339-365.

⁴ *World Economic Outlook*. October 2009. International Monetary Fund. 2009. P. 105-107.

⁵ *Bean C.* The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction. Schumpeter Lecture. Annual Congress of the European Economic Association. Barcelona, 25 August 2009. P. 24. URL: <http://www.bankofengland.co.uk>.

⁶ *Svensson L.E.* Inflation Targeting // NBER Working Paper. 2010. № 16654. P. 56.

⁷ См.: *Cecchetti S.G., Genberg H., Wadhvani S.* Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework // NBER Working Paper. 2002. № 8970.

⁸ См.: *Woodford M.* Inflation Targeting and Financial Stability // NBER Working Paper. 2012. № 17967.

⁹ *Ibid.* P. 13.

¹⁰ Принципиальные подходы, которые лежат в основе микропруденциального надзора, см.: *Петров А.М., Антонова О.В.* Концептуальные подходы к анализу платежеспособности и финансовой устойчивости предприятия // *Вопросы экономики и права*. 2013. № 6.

Поступила в редакцию 06.07.2013 г.