



Банк России

ОБЗОР
денежно-кредитной
политики



Денежно-кредитная политика и финансовая стабильность

Исследовательский доклад

М.Асриев
Д.Мирошниченко

Май 2023

Авторы выражают признательность А. Егорову, А. Власковой, В. Смирнову, В. Грищенко, Г. Пеникасу, Д. Клепацкому, Д. Зворыкину, Е. Романовой, Е. Румянцеву, Ж. Смирновой, О. Яцык, П. Пястоловой, К. Стырину, Л. Кавалене, М. Мусаевой, М. Тарасенко, Т. Любенцовой за обсуждение, комментарии и поддержку при подготовке материалов, в том числе при сборе и обработке данных.

Содержание настоящего исследовательского доклада отражает личную позицию авторов. Результаты исследования являются предварительными и публикуются с целью стимулировать обсуждение и получить комментарии для возможной дальнейшей доработки материала. Содержание и результаты анализа (исследования) не следует рассматривать, в том числе цитировать в каких-либо изданиях, как официальную позицию Банка России или указание на официальную политику или решения регулятора. Любые ошибки в данном материале являются исключительно авторскими.

Все права защищены. Воспроизведение представленных материалов допускается только с разрешения авторов.

Электронная почта: asriyevmv@cbr.ru, michaelariyev@mail.ru, miroshnichenkdv@cbr.ru, dm_inf@icloud.com.

107016, Москва, ул. Неглинная, 12
Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2023

Оглавление

ВВЕДЕНИЕ	4
I. ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ И ПРОБЛЕМАТИКА	6
Системные риски и финансовая стабильность	6
Денежно-кредитная политика и финансовая стабильность	7
II. ОПЫТ БАНКА РОССИИ.....	9
1. Денежно-кредитная политика и риски для финансовой стабильности	9
1.1. Операционная процедура и финстабильность	9
1.2. Процентная политика и финстабильность	11
Санкционный и внешнеторговый кризис 2014–2015 годов	12
Санации 2017–2019 годов	14
Внешняя волатильность 2018 года	16
Пандемия 2020 года	18
Геополитический кризис 2022 года	21
2. Денежно-кредитная политика и пруденциальное регулирование	29
Процентные ставки	32
Неценовые объемы и условия кредитования	33
III. ВЫВОДЫ	35
ПРИЛОЖЕНИЕ 1	37
История вопроса о денежно-кредитной политике и финансовой стабильности	37
Академические исследования	38
1. Денежно-кредитная политика и внешние риски финстабильности	39
1.1. Трансграничное движение капитала	40
Азиатский финансовый кризис	42
1.2. ДКП в условиях «трилеммы» и «дилеммы»	44
1.3. Ограничения трансграничного движения капитала	45
1.4. ДКП в рамках Integrated Policy Framework	45
2. Денежно-кредитная политика и внутренние риски финстабильности	47
2.1. Без учета: Jackson Hole Consensus	48
2.2. Дискреционный учет: Leaning Against Wind	49
2.3. Систематический учет: Financial Stability Oriented Monetary Policy	50
ПРИЛОЖЕНИЕ 2	51
Мировая практика	51
Федеральная резервная система и пример Clean Up The Mess	51
Банк Японии и внеплановая реализация Leaning Against Wind	52
Национальный банк Швеции и плановое проведение Leaning Against Wind	54
Норвежский банк и элементы Leaning Against Wind	55
Центральный банк Турецкой Республики и реверсивный Leaning Against Wind	57
Соединенные Штаты и симуляция Financial Stability-Oriented Monetary Policy	59
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ	61

Тема взаимосвязи денежно-кредитной политики и финансовой стабильности рассматривается в исследовательском докладе в рамках Блока 5 Обзора денежно-кредитной политики Банка России. В данной работе проанализирован опыт Банка России в проведении денежно-кредитной политики в рамках режима таргетирования инфляции как при формировании и реализации системных рисков, так и в периоды последующего восстановления экономики и адаптации финансовой системы. Кроме того, кратко систематизирован мировой опыт реализации денежно-кредитной политики с (не)учетом финансовой стабильности, а также представлены другие обзорные материалы.

ВВЕДЕНИЕ

Банк России в соответствии с действующим законодательством отвечает за ряд направлений экономической политики. Это денежно-кредитная политика (ДКП), направленная на выполнение основной функции Банка России по Конституции Российской Федерации — защиту и обеспечение устойчивости рубля. Эта функция осуществляется посредством достижения ценовой стабильности как устойчиво низкой инфляции. Также в Банке России **ДКП дополняется другим важнейшим направлением — развитием и обеспечением стабильности функционирования банковского сектора**, финансового рынка, национальной платежной системы. Оба эти направления взаимосвязаны. Так, с одной стороны, отсутствие устойчивой финансовой системы не только приводит к невозможности эффективного функционирования всего хозяйственного механизма, но и существенным образом снижает действенность трансмиссии ДКП. С другой стороны, отсутствие ценовой стабильности ведет к снижению экономической активности, прежде всего, инвестиционной, что на долгосрочном горизонте негативно для бизнеса финансовых посредников.

Взаимный учет этих двух политик представляет собой нетривиальную задачу для центрального банка. В настоящее время Банк России придерживается концепции раздельного целеполагания, то есть разделения целей и инструментов ДКП и политики по поддержанию устойчивости финансового сектора. Как правило, Банк России использует денежно-кредитную политику и ключевую ставку как основной инструмент для достижения цели по инфляции, а устойчивость финансового сектора обеспечивают другие механизмы. Прежде всего, к ним относятся микропруденциальное регулирование кредитных и иных финансовых организаций и надзорная деятельность. Кроме того — и в этом состоит специфика российской банковской системы — в отдельные периоды для поддержания финансовой стабильности Банк России в рамках выполнения функций мегарегулятора осуществлял мероприятия по финансовому оздоровлению. В последние годы этот инструментарий все активнее дополняется мерами макропруденциальной политики которая стремится предотвратить накопление избыточных рисков в отдельных сегментах финансовой системы, минимизировать вероятность кризисных явлений и их негативные экономические последствия и тем самым поддерживает стабильность финансовой системы.

Концепция раздельного целеполагания не означает полного отсутствия взаимного учета при принятии решений по проведению ДКП и политики обеспечения финстабильности. Обзор решений регуляторов в мировых экономиках показывает, что принятие решений часто может быть связано с видением о влиянии ДКП на финансовый рынок и с учетом регулятивных мер (Асриев, 2017). Иллюстрацией вынужденных действий центрального банка в целях сохранения финансовой стабильности является недавний пример Великобритании. Банку Англии в сентябре 2022 г. пришлось прибегнуть к покупкам государственных облигаций из-за произошедшего резкого роста доходностей. Всплеск доходностей госбумаг и снижение курса фунта стерлингов к доллару США последовали за объявлением Правительством Великобритании нереалистичного плана мер с одновременным рядом налоговых послаблений и ростом расходов бюджета для компенсации роста счетов за электроэнергию.

На этом фоне пенсионные фонды Великобритании столкнулись с маржин-коллами по деривативным контрактам, с помощью которых они осуществляли хеджирование обязательств. Для поддержки пенсфондов потребовалось вмешательство Банка Англии. Центральные банки при реализации рисков часто выступают как кредиторы последней инстанции на системном уровне и для организаций и осуществляют одну из своих самых старых, классических функций в области денежного регулирования. Так, рост ставок в Соединенных Штатах в течение 2022–2023 гг. привел к реализации рыночного риска в банковском секторе и банкротству 2 крупных американских банков. Для ограничения системных рисков в финансовом секторе Соединенных Штатов Федеральной корпорацией по страхованию вкладов совместно с Федеральной резервной системой и Казначейством были приняты оперативные меры, обеспечивающие поддержку ликвидности банковского сектора.¹

Важно отметить, что, несмотря на упомянутую взаимосвязь ДКП и политики обеспечения финстабильности, между ними есть существенные различия, связанные с тем временным горизонтом, на котором они воздействуют на экономические процессы. Если говорить о ДКП, то решения, принимаемые регулятором при ее реализации, ориентированы на среднесрочную перспективу. В то же время, политика, направленная на обеспечение финансовой стабильности, имеет в арсенале меры, воздействующие как на отдельные финансовые организации, так и на сегменты рынков на всем обозримом горизонте. Так, меры микропруденциального регулирования имеют долгосрочный характер. Они обычно вводятся на постоянной основе, действуют вне зависимости от текущих условий в экономике, влияя преимущественно на структурные аспекты деятельности финансовых организаций. Решения же в области макропруденциальной политики значительно связаны с колебаниями в объемах операций в банковском секторе, на финансовых рынках и в экономике. То есть здесь также присутствует скорее среднесрочный горизонт действия таких мер, направленных на укрепление устойчивости финансовых организаций, особенно когда они превентивны.

Свою особую специфику имеет деятельность по обеспечению финансовой стабильности в краткосрочной перспективе — антикризисная политика. Это связано с тем, что, если говорить о среднесрочном и долгосрочном горизонте, то там речь идет об ограничении накопления системных рисков, что минимизирует вероятность и смягчает последствия будущих финансовых кризисов. В то время как антикризисная политика призвана сохранить финансовую стабильность, когда риски уже реализовались. Главной задачей центрального банка в такой ситуации является поддержание бесперебойной и упорядоченной работы финансовой системы. Важную роль в этом играет сохранение возможности осуществления платежей между экономическими агентами. Ее наличие подразумевает достаточный объем ликвидности в системе — для этого регулятор должен задействовать инструментарий для выполнения своей функции кредитора последней инстанции, а также реализовать при необходимости меры по предотвращению бегства клиентов из банков, для чего используются инструменты уже ДКП, но для поддержания финстабильности.

В данном докладе рассматриваются разнообразные вопросы по ДКП во взаимосвязи с финансовой стабильностью, в том числе академические исследования и подходы, которые позволяют теоретически разобрать тему ДКП и финансовой стабильности. В главе I рассмотрены основные понятия и термины, используемые в докладе. Глава II посвящена опыту Банка России и сформировавшейся национальной практике взаимного использования ДКП и политики для финансовой стабильности. Ярким примером такой практики при купировании кризисных явлений является деятельность Банка России с I квартала 2022 года. Тема приложения — мировой опыт и современные международные эмпирические подходы к проведению ДКП относительно финансовой стабильности, рассмотренные на примерах отдельных стран или рекомендаций экспертов.

¹ Подробнее см. Приложении 2, раздел «Мировая практика».

I. ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ И ПРОБЛЕМАТИКА

Рассмотрение базовых терминов, которые будут обсуждаться применительно к тематике ДКП и финансовой стабильности, необходимо, чтобы точно определить детали функционирования финансового и реального секторов. Это позволит обозначить периметр анализа и, с одной стороны, избежать изучения не относящихся в действительности к теме кейсов, с другой стороны, не пропустить важные закономерности во взаимосвязях между ДКП и финансовой стабильностью.

Системные риски и финансовая стабильность

Финансовый сектор неразрывно связан с реальным сектором и в зависимости от изменения условий и объемов операций, может ускорять или замедлять экономическую активность в нем. Накопление избыточных рисков в финансовом секторе, соответственно может оказывать неблагоприятное влияние и на реальный сектор. Реализация финансовых рисков способна ухудшить состояние финсектора настолько, что сможет как непосредственно ограничить его возможности по предоставлению финансирования, так и вызвать ужесточение банками денежно-кредитных условий для ограничения возможных убытков от новых сделок. В таком случае приходится говорить о **системных рисках, реализация которых в финсекторе вызывает негативные эффекты для реального сектора**. Системные риски могут концентрироваться в разных сегментах финансового сектора, а их проявление в макропоказателях может быть не всегда сразу заметным.

В зависимости от источника происхождения относительно национального финансового сектора **системные риски можно разделить на внешние и внутренние**. Внешние системные риски формируются в национальном финансовом секторе из-за неблагоприятной перемены во внешней конъюнктуре, главным образом вследствие изменения потоков трансграничного движения капитала. Внешние системные риски связаны в том числе с условиями для трансграничного движения капитала: изменениями в международной инфраструктуре или введением рестриктивных регуляторных мер. Внутренние системные риски формируются эндогенно в самом национальном финансовом секторе, то есть могут быть связаны с расширением балансов финансовых организаций и изменением их структуры, а также чрезмерным ростом цен активов.

Экономики с развитыми рынками в силу более высокой производительности труда и отдачи от капитала зачастую характеризуются формированием внутренних системных рисков. Новые технологии и финансовые инструменты на фоне сверхмягких денежно-кредитных условий, которые наблюдались в экономиках с развитыми рынками на протяжении продолжительного периода, способствовали накоплению системных рисков главным образом эндогенного свойства. Экономике с формирующимися рынками чаще могут зависеть от внешних условий, в том числе от трансграничного движения капитала. Глобализация финансовых рынков и поиск доходности со стороны консервативных инвесторов в период низких процентных ставок в экономиках с развитыми рынками в итоге привели к тому, что трансграничные потоки капитала в экономике с формирующимися рынками стали оказывать более сильное влияние на макропоказатели, чем внутренние изменения. Для России в условиях санкций и контрсанкций фактор трансграничного движения капитала стал менее актуальным.

Можно определить **финансовую стабильность как устойчивость финансовой системы к шокам и бесперебойное и эффективное ее функционирование**. Системные риски и риски для финансовой стабильности являются синонимами. Разделяют периоды накопления и реализации системных рисков. Накопление системных рисков — процесс формирования рисков для финансовой стабильности, когда еще не происходит их непосредственного негативного воздействия на финансовую систему и реальный сектор. Реализация системных рисков следует, когда накопленные ранее риски для финансовой стабильности фактически повлияли на стоимости активов, результаты деятельности экономических агентов или другие показатели, то есть, несколько упрощая, когда произошел финкризис.

Отметим, что понятие финансовой нестабильности является более широким, обычно так описывают просто заметную волатильность на финансовых рынках или в финансовых потоках безотносительно системного эффекта.

Полностью элиминировать системные риски невозможно. Теоретически этого можно пытаться достичь за счет полного покрытия финансовых рисков собственными средствами организаций, но тогда становится невозможным функционирование финансовых организаций, основанное на использовании заемных средств, что полностью противоречит существующей концепции построения современной финансовой системы. Поэтому задача обеспечения финансовой стабильности требует от регулятора правильной оценки рисков и принятия мер, которые будут обеспечивать баланс между эффективным функционированием финансового сектора в обычных условиях и защитой экономики в кризис.

Денежно-кредитная политика и финансовая стабильность

Взаимодействие между ДКП и мерами обеспечения и поддержания финансовой стабильности можно свести к вопросу о том, какие элементы этих двух политик и в каких условиях должны привлекаться для достижения целей друг друга. Можно рассуждать о том, должна ли ДКП ограничивать формирование «пузырей» на финансовых рынках или на банковских балансах. Или, напротив, как и в каком масштабе ДКП следует вмешиваться в ситуацию, когда кризис из-за реализации системных рисков уже произошел. Аналогично можно говорить, что банковское регулирование или другие меры обеспечения финансовой стабильности могут повлиять на экономическую активность и, соответственно, на динамику инфляции. Это ставит вопрос, как ДКП должна учитывать такие изменения в финансовом регулировании и шире о целесообразности его привлечения для целей ДКП.

Рассуждая на тему того, какая политика и в каких условиях используется, можно рассмотреть возможные развилки, в которых могут возникать связи между ДКП и финансовой стабильностью.

Таблица 1. Взаимосвязи ДКП и финансовой стабильности

Изменения в финансовой стабильности, которые могут требовать реакции ДКП	Изменения в ДКП, которые могут влиять на финансовую стабильность
«Провалы» рынков — например, в оценке стоимости активов и рисков	Существенное изменение процентных ставок или поддержание ставок на экстремальном уровне
Формирование новых рыночных сегментов, которые в том числе могут искажать трансмиссию ДКП	Корректировка ДКП, оказывающая влияние на возможности и подходы по управлению рисками в финансовом секторе
Изменения в финансовом регулировании, включая риск-менеджмент и разрешения и запреты на проведение отдельных операций	Нелинейность или дифференцированность воздействия ДКП на системные риски, проявляющиеся в экстраординарных случаях
Структурные изменения, оказывающие влияние на специфику и динамику формирования рисков	

Приведенные взаимосвязи между ДКП и финстабильностью необязательно означают, что регулятор принимает какие-то дополнительные специальные действия при проведении соответствующей политики.

То есть из представленной таблицы не следуют обязательные рекомендации, например, по проведению ДКП в условиях рисков для финстабильности. Она просто позволяет более структурированно подойти к проблематике взаимозависимости 2 политик. Более подробно рассмотреть связь ДКП с финансовой стабильностью можно на примерах из мирового опыта, включая российский.

II. ОПЫТ БАНКА РОССИИ

Банк России, как правило, придерживается концепции отдельного целеполагания при реализации ДКП и политики обеспечения финансовой стабильности. Однако в ряде случаев Банк России или использовал ДКП для поддержания финансовой стабильности, или оценивал их возможное взаимное влияние. Это касалось и проведения ДКП в условиях рисков для финансовой стабильности, преимущественно в кризисные периоды, и реализации ДКП при интенсивном банковском регулировании, то есть изменяющихся параметрах микропруденциальной или макропруденциальной политики.

1. Денежно-кредитная политика и риски для финансовой стабильности

При проведении ДКП в 2014–2022 гг. Банк России сталкивался с реализацией рисков для финансовой стабильности. В зависимости от условий в экономике и видов рисков Банк России использовал различные инструменты, включая ДКП.

1.1. Операционная процедура и финстабильность

ДКП и меры для финансовой стабильности могут быть взаимосвязаны не только содержательно, но и на операционном уровне. Риски финансовой стабильности зачастую распространяются через краткосрочный денежный рынок. Рынок краткосрочных межбанковских кредитов служит отправной точкой для формирования процентных ставок в экономике. Рынок репо связывает основные группы участников финансового рынка и рынки обеспечения, а рынок валютных свопов — внутренний денежный и валютный рынки. Негативные события на одном из сегментов финансового рынка через денежный рынок могут быстро распространиться на весь внутренний финансовый сектор, создав угрозу как для финансовой стабильности, так и для достижения целей ДКП.

В то же время центральные банки, таргетирующие инфляцию, как правило, реализуют ДКП через воздействие на краткосрочные ставки денежного рынка с помощью своих операций. Поэтому инструменты, которые в обычных условиях используются для управления ставками, в кризисных условиях автоматически могут становиться инструментами финансовой стабильности. Определяя параметры своих операций, центральные банки, как правило, предусматривают инструменты практически неограниченного предоставления ликвидности², что позволяет им **эффективно выполнять функцию кредитора последней инстанции**.

В различные периоды Банк России сталкивался с различными рисками для финансовой стабильности, которые затрагивали в том числе российский денежный рынок. Важную роль в ограничении распространения этих рисков играла операционная процедура Банка России. Выстраивая свою систему инструментов, Банк России учитывал как опыт кризисных событий в России в 2008–2009 гг., так и потенциальные риски в будущем.

² Эту роль могут играть либо стандартные инструменты предоставления ликвидности, формирующие верхнюю границу процентного коридора, либо отдельный инструмент как механизм экстренного предоставления ликвидности (МЭПЛ).

Рисунок 1. Ликвидность и активы банков (трлн ₽) и отношение (% на пр. оси)

Примечание. Структурная позиция >0 — дефицит, структурная позиция <0 — профицит.

Источник: Банк России.

Так, Банк России сформировал широкую линейку инструментов предоставления ликвидности, различающихся по типу операции, сроку и обеспечению. Так как рыночного обеспечения на балансах банков может быть недостаточно, то для покрытия крупных оттоков ликвидности Банк России в качестве стандартного инструмента ДКП использует кредиты, обеспеченные кредитными требованиями. Ставки по всем инструментам предоставления ликвидности на схожие сроки установлены на одном уровне, чтобы не формировать эффекта «стигмы» при их использовании. С 2018 г. при управлении обеспечением по своим операциям Банк России использует контрциклический подход: при благоприятной ситуации с ликвидностью требования к обеспечению ужесточаются. Если же ожидается формирование структурного дефицита ликвидности или произошел ее отток из банковского сектора, Банк России смягчает требования к обеспечению: включает ценные бумаги в Ломбардный список, уменьшает дисконты и увеличивает поправочные коэффициенты, при необходимости фиксирует стоимость ценных бумаг для проведения операций ДКП. Кроме того, в последние несколько лет Банк России существенно упростил порядок включения нерыночных активов в состав обеспечения, а также технологии, связанные с привлечением кредитов и расчетами по операциям.

Еще один важный элемент системы управления ликвидностью Банка России — обязательные резервы. Этот инструмент выполняет две задачи. Во-первых, усреднение обязательных резервов позволяет кредитным организациям формировать буфер ликвидности, который они могут использовать для проведения платежей, не прибегая к заимствованиям по завышенным ставкам или остановке платежей. Во-вторых, снижая нормативы обязательных резервов, Банк России имеет возможность одновременно предоставить банкам большой объем ликвидности — высвобождаемая часть средств после такого смягчения может более гибко использоваться для расчетов.

Эти инструменты Банка России показали свою эффективность в предотвращении кризисных явлений. Например, в 2014 г. структурный дефицит ликвидности приближался к 10% от совокупных активов банковского сектора. Так, в 2022 г. менее чем за месяц структурный баланс ликвидности банковского сектора изменился с устойчивого профицита 1–2 трлн руб. до дефицита 7 трлн руб. в пиковой точке.

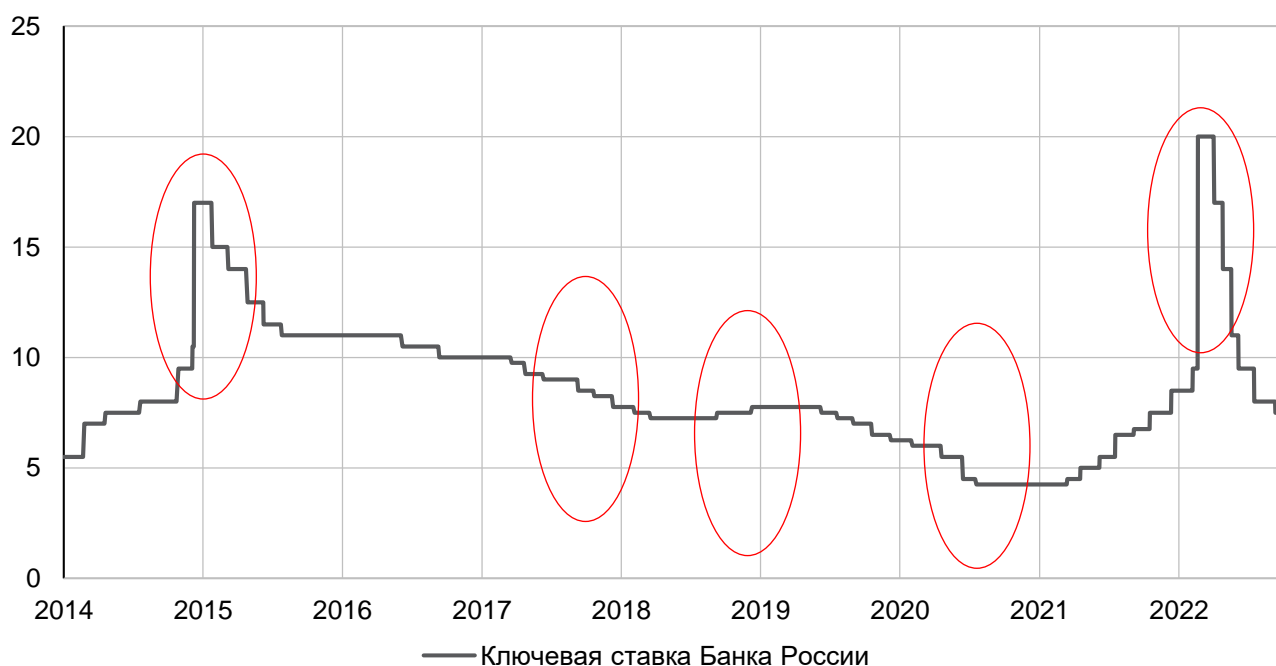
Банк России быстро предоставлял банкам необходимые средства под качественное обеспечение. Активность на сегментах денежного рынка сокращалась, но в целом рынок продолжал функционировать. В результате периоды напряженности на денежном рынке были непродолжительными и не отражались на его функционировании в дальнейшем, что способствовало сохранению стабильности банковского сектора.

Опыт Банка России в декабре 2014 г. и феврале – марте 2022 г. контрастирует с аналогичным в кризис 2008–2009 годов. Тогда, несмотря на сопоставимую величину структурного дефицита ликвидности, стандартных инструментов рефинансирования оказалось недостаточно, и Банк России был вынужден предоставлять беззалоговые кредиты узкому кругу кредитных организаций, что в том числе привело к финансовым потерям регулятора. Снижение нормативов обязательных резервов также было не очень эффективным: из-за того, что размер усредняемых обязательных резервов изначально был невысоким, банки продолжили поддерживать значительные остатки на корсчетах. Более того, проводившиеся осенью 2008 – зимой 2009 г. валютные интервенции сформировали устойчивый отток ликвидности, что препятствовало нормализации ситуации на денежном рынке.

1.2. Процентная политика и финстабильность

Остановимся подробнее на практике Банка России по взаимному учету ДКП в части процентной политики и мер поддержания финансовой стабильности в 2014–2022 годах. Меры для финстабильности будут включать также спектр решений из других областей экономической политики, в том числе действия со стороны Правительства России.

Рисунок 2. Ключевая ставка (% годовых) и эпизоды рисков для финансовой стабильности



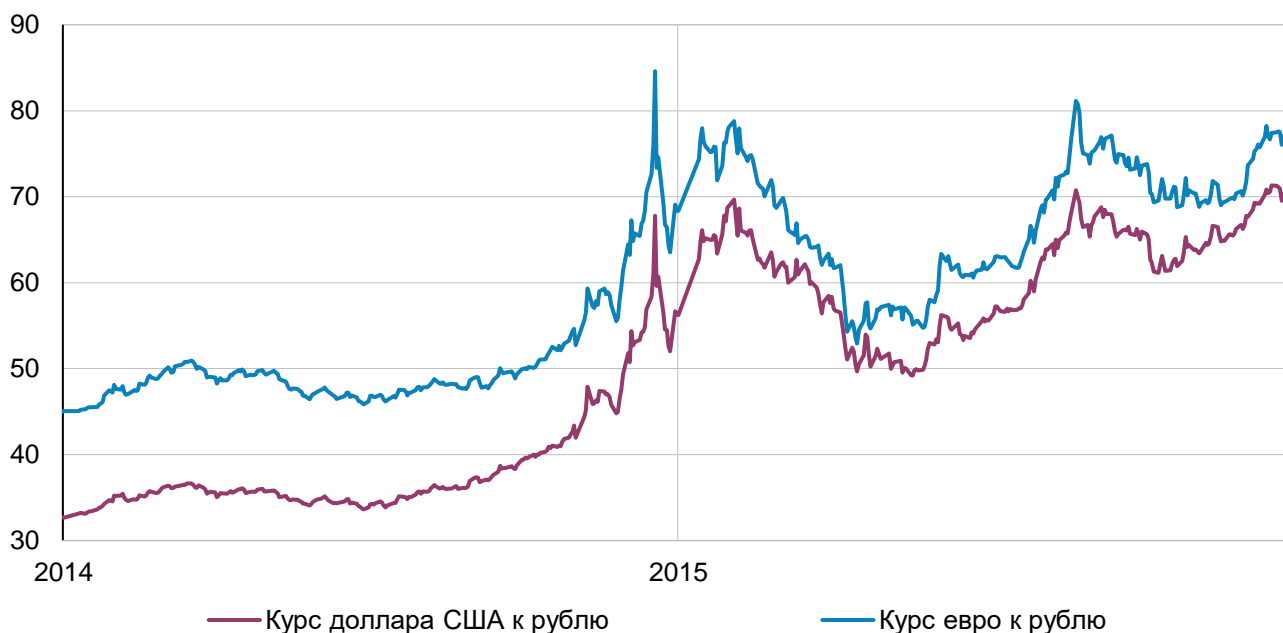
*Примечание. Красным отмечены периоды, связанные с рисками для финансовой стабильности.
Источник: Банк России.*

Санкционный и внешнеторговый кризис 2014–2015 годов

Официальный переход к режиму таргетирования инфляции с 2015 г. происходил при реализации ряда рисков, которые носили преимущественно внешний характер. Ухудшение внешних условий, связанное со снижением мировых цен на нефть, введением международных финансовых ограничений для российской экономики и общим снижением склонности к риску в отношении активов формирующихся рынков, привело к трансграничному оттоку капитала, повлекшему ослабление национальной валюты.

Реализация рисков привела к переоценке валютных активов в банковском секторе, росту долговой нагрузки в реальном секторе, а также усилила общий негативный инвестиционный фон в российской экономике. При этом, несмотря на замедление экономической динамики, произошло ускорение роста цен, сопровождавшееся высокими проинфляционными ожиданиями.

Рисунок 3. Курсы доллара США к рублю (₽/\$) и евро к рублю (₽/€)

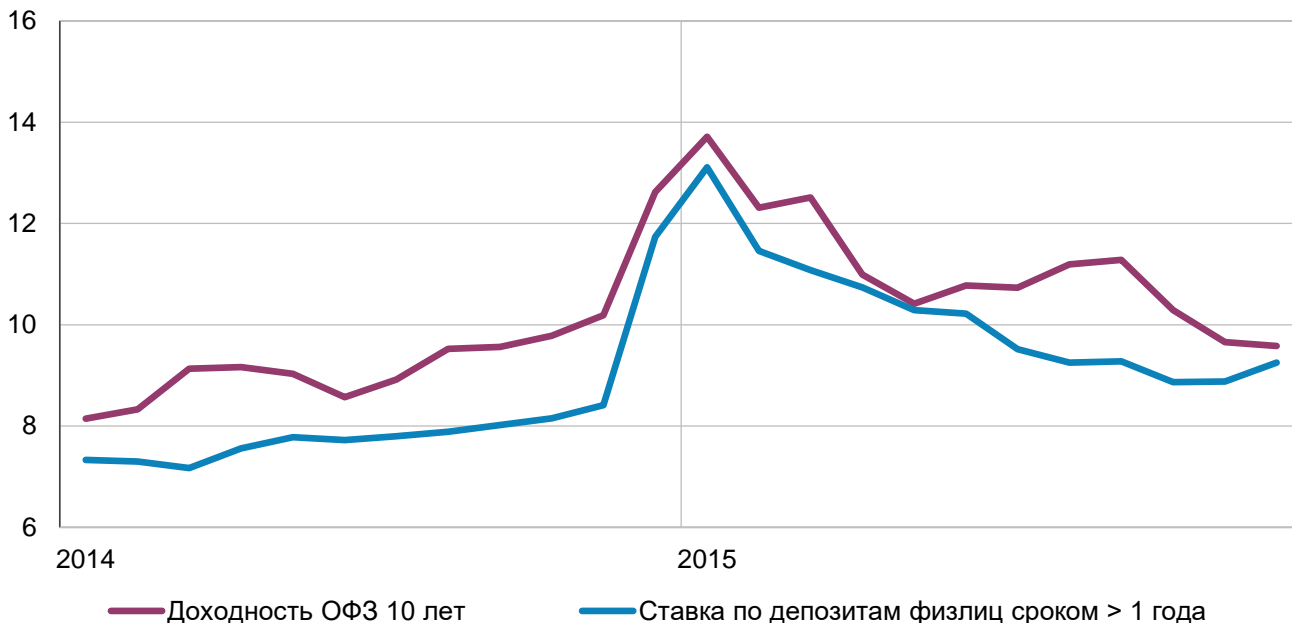


Источник: Банк России.

Для ограничения внешних и связанных с ними внутренних рисков было использовано ужесточение ДКП. В конце 2014 г. Банк России повысил ключевую ставку на 6,5 п.п., до 17,0%. Столь масштабное повышение было вызвано наличием комплекса рисков, связанных с инфляционной динамикой, а также сформировавшимися негативными ожиданиями экономических агентов. В результате высокий уровень реальных процентных ставок по сберегательным инструментам в национальной валюте косвенно способствовал ограничению девальвационных рисков, связанных с поведением внутренних участников рынка. При этом было необходимо сохранить баланс между ограничением инфляции и инфляционных ожиданий и недопущением чрезмерного охлаждения экономики. Таким образом, в сложившейся ситуации задача поддержания финансовой стабильности была неотделима от задачи минимизации рисков для макроэкономической стабильности.

После повышения в 2014 г. ключевой ставки до 17,0% Банк России принимал решения о поэтапном ее снижении с учетом текущей ситуации и баланса рисков. Неопределенность внешних условий и сохраняющиеся риски проинфляционных и девальвационных ожиданий на внутреннем рынке делали невозможным быстрое снижение ключевой ставки — процесс возврата к прежнему уровню занял около 2 лет.

Рисунок 4. Доходность рублевых сберегательных инструментов (% годовых)



Источник: Банк России.

Меры, принимавшиеся для сохранения финансовой стабильности, не были ограничены ужесточением ДКП. Также задействовались инструменты для поддержания ликвидности и устойчивости банков. Банк России широко использовал механизм предоставления рублевой ликвидности банкам на разные сроки, был расширен Ломбардный список³. Были введены новые инструменты для предоставления валютной ликвидности: своп по поставке валюты, валютное репо, кредиты в иностранной валюте (Банк России, 2022a-b-c). Стабильность финансового сектора была поддержана посредством регулятивных послаблений, касающихся формирования резервов на возможные потери в части учета изменений курсов валют и переоценки активов (Банк России, 2021a). Увеличение размера страхового возмещения по вкладам с 0,7 млн до 1,4 млн руб. уменьшило риск ликвидности кредитных организаций, предотвратив потенциальные набеги вкладчиков.

Альтернативное решение не повышать ключевую ставку в конце 2014 г. было бы неоптимальным с точки зрения проведения ДКП на фоне ослабления национальной валюты и ускоряющегося роста цен. В сложившихся условиях быстрая подстройка ДКП к изменению внешних условий была необходима как для постепенного возврата инфляции к цели, так и для стабилизации инфляционных ожиданий.

Вариант в виде постепенного повышения ключевой ставки вместо точечного повышения в конце 2014 г. также мог соответствовать логике подстройки ДКП под меняющиеся внешние условия. Вместе с тем, как уже отмечалось, на внутреннем рынке присутствовали существенные риски роста инфляционных и девальвационных ожиданий, сопровождаемые ростом спроса на иностранные активы. Реализация этих рисков могла привести к дальнейшему спиралевидному росту инфляции и ослаблению курса национальной валюты. При этом скорость подстройки ДКП к новым уровням могла оказаться запаздывающей. Поэтому резкое повышение ключевой ставки позволило поддержать финстабильность.

Сценарий последующего быстрого смягчения ДКП создал бы высокие риски нового ускорения инфляции и расхождения между инфляционными ожиданиями и прогнозом Банка России. Это, в свою очередь, вновь привело бы к необходимости ужесточения ДКП, что могло вызвать негативный эффект уже для нефинансового сектора, в том числе для динамики реальных доходов.

³ Подробнее см. подраздел 1.1 «Операционная процедура и финстабильность» и Годовой отчет Банка России за 2014 год.

Банк России мог бы сохранять значительно более жесткую ДКП более длительное время для дополнительного уменьшения рисков на финансовых рынках и некоторого потенциального изменения курсовой динамики. Но в сложившихся внешних ограничениях благоприятный эффект для финансовых рынков от такого решения, вероятно, не реализовался бы. Негативное воздействие на реальный сектор при этом продолжали бы оказывать жесткие денежно-кредитные условия. Таким образом, Банк России оценивал произведенный эффект от уже реализовавшегося ужесточения ДКП на инфляционные ожидания и ожидания по динамике валютного курса как вполне достаточный для достижения целей как по инфляции, так и по поддержанию финстабильности, что давало возможность для постепенного снижения ключевой ставки.

Санации 2017–2019 годов

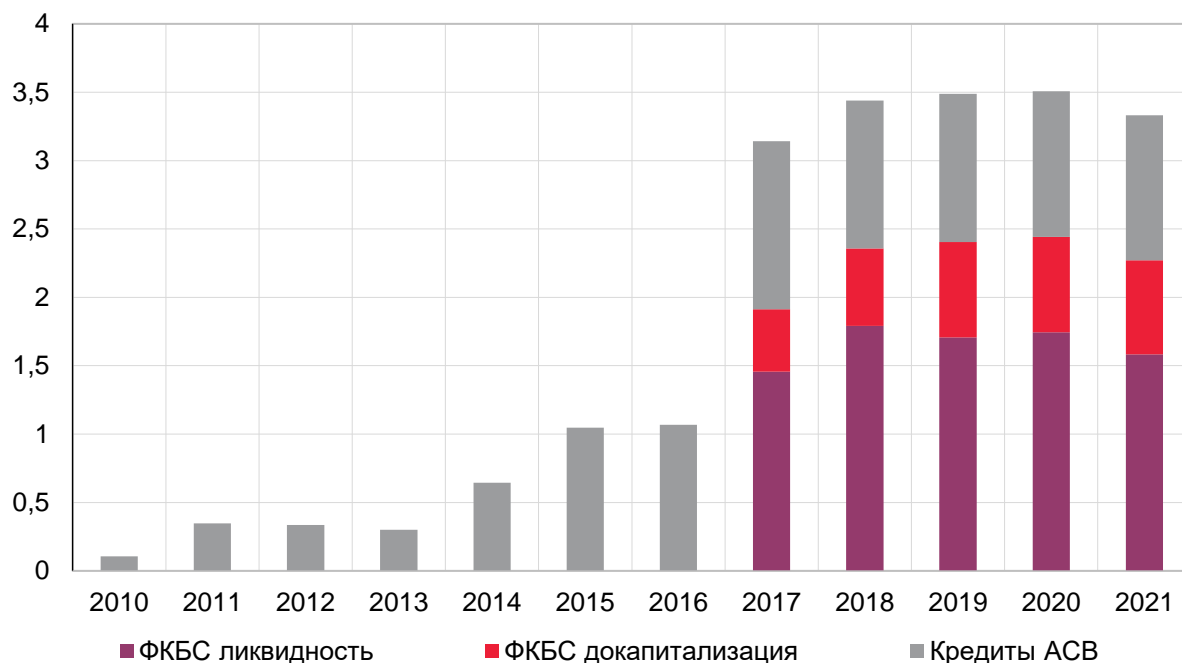
Разделение целей и инструментов ДКП и политики по поддержанию устойчивости финансового сектора не означает отсутствия взаимного влияния этих политик. Одним из примеров такого влияния был учет операций по финансовому оздоровлению ряда банков, в 2017–2019 гг. проводившихся Банком России. В 2010–2016 гг. эти операции проводилось Агентством по страхованию вкладов (АСВ) с привлечением финансовых ресурсов Банка России. Кроме того, был разработан механизм привлечения средств акционеров и кредиторов. Это позволяло рассматривать привлечение государственных средств для осуществления финансового оздоровления кредитных организаций в качестве финального резерва решения проблем (Сухов, 2014). В 2017 г. Банк России модифицировал подход к мерам по финансовому оздоровлению банков, предусмотрев прямое участие в капитале санируемых банков за счет средств Фонда консолидации банковского сектора (ФКБС).

В мировой практике операции по финансовому оздоровлению кредитных организаций проводятся преимущественно без использования средств центральных банков. Так, распространено проведение bailout — поддержки финансовой устойчивости за счет дополнительного финансирования банков через бюджетные операции. Кроме того, может применяться схема bail-in — поддержание финансовой устойчивости кредитной организации за счет трансформации долга в инструменты участия в капитале — с использованием средств кредиторов организации. Внедрение механизма оздоровления с прямым участием Банка России повысило прозрачность механизма санации, эффективность контроля за исполнением средств, а также способствовало сокращению расходов государства и сроков финансового оздоровления банков.

Во 2-й половине 2017 г. Банк России начал процедуры по финансовому оздоровлению, в рамках которых в августе – декабре 2017 г. в банковский сектор поступило около 1,5 трлн руб., получателями которых выступили три крупных банка⁴. Вместе с этим с 2017 г. вырос объем операций по предупреждению банкротства кредитных организаций с участием АСВ — к концу года он превысил 400 млрд рублей. В 2018–2019 гг. Банк России продолжил проведение мероприятий по финансовому оздоровлению и осуществил докапитализацию еще нескольких крупных кредитных организаций⁵. Это также способствовало росту стабильности банковского сектора, в том числе за счет повышения прозрачности относительно распространенности и объема рисков из-за возможной неустойчивости отдельных крупных участников банковского рынка.

⁴ ПАО Банк «ФК Открытие», ПАО «БИНБАНК» и ПАО «Промсвязьбанк». В случае ПАО Банк «ФК Открытие» основной объем финансирования (общий размер – 836,2 млрд руб.) был направлен на докапитализацию (456,2 млрд руб.).

⁵ В 2018 г. в отношении ПАО «БИНБАНК», АО «РОСТ БАНК», АО Банк АБВ, Банк «ТРАСТ» (ПАО) и Азиатско-Тихоокеанского Банка (ПАО), в 2019 г. в отношении ПАО «МИНБанк» и АО «ВОКБАНК».

Рисунок 5. Задолженность ФКБС и АСВ по операциям с Банком России (трлн ₽)

Примечание. ФКБС ликвидность — размещение денежных средств на депозитах банках, ФКБС докапитализация — средства, направленные на покупку акций банков. Данные представлены на конец года.

Источник: АСВ.

В начале 2017 г. в банковском секторе произошел переход к структурному профициту ликвидности. Ставка RUONIA⁶ — операционный ориентир Банка России⁷ — находилась вблизи ключевой ставки. В июле – августе 2017 г. отдельная крупная кредитная организация столкнулась с оттоком клиентских средств, который она компенсировала за счет стандартных инструментов ДКП Банка России. Это означало, что при неизменном уровне структурного профицита у прочих участников рынка наблюдался приток ликвидности. Отражая изменение ситуации с ликвидностью у большого количества банков, спред ставки RUONIA к ключевой ставке стал устойчиво отрицательным, в августе–октябре достигая –40–50 б.п., что эквивалентно смягчению ДКП при неизменном уровне ключевой ставки. Это связано с тем, что обычно требуется время, чтобы кредитные организации адаптировались к новому уровню структурного профицита и скорректировали объемы своих операций с Банком России и на денежном рынке. С конца августа 2017 г. Банк России начал предоставлять денежные средства в рамках ФКБС, в том числе замещая заимствования в рамках инструментов ДКП, и структурный профицит ликвидности быстро рос. Только после остановки притока ликвидности в банки за счет операций ФКБС весной 2018 г. спред ставки RUONIA к ключевой ставке стабилизировался вблизи –25 б.п., что является нормой при структурном профиците ликвидности (Банк России, 2022а). При этом процентный канал трансмиссии ДКП эффективно функционировал: изменения ставок денежного рынка отражались на ставках по кредитам и депозитам банков, на доходностях активов. Операции ФКБС и АСВ не влияли на достижение операционной цели ДКП из-за меньшего масштаба.

⁶ Ставка RUONIA (Ruble Overnight Index Average) — взвешенная процентная ставка межбанковских кредитов/депозитов на 1 день в рублях, отражающая оценку стоимости необеспеченного займов овернайт.

⁷ Операционная цель денежно-кредитной политики Банка России в рамках стратегии таргетирования инфляции заключается в поддержании ставок в необеспеченном сегменте овернайт межбанковского денежного рынка вблизи ключевой ставки Банка России.

Рисунок 6. Показатели ставок денежного рынка (п.п.) и ликвидность банков (трлн ₴ на пр. оси)

Примечание. Средние значения — за период усреднения обязательных резервов.

Источник: Банк России.

При всех плюсах прямого участия центрального банка в санации коммерческих банков опыт Банка России показывает, что такие операции могут временно снижать эффективность операционной процедуры. Кроме того, складывалась несколько парадоксальная ситуация: Банк России был вынужден абсорбировать средства, которые самостоятельно направил на финансовое оздоровление, вместо, например, бюджетных.

На процесс управления рыночными ставками влияет и переток клиентских средств, связанный с опасениями о финансовой устойчивости отдельных банков. Более того, в отсутствие операций ФКБС масштаб оттока клиентских средств мог оказаться значительно больше, а негативный информационный фон мог привести к снижению доверия на денежном рынке и негативно повлиять на стабильность банковской системы. Оперативные действия Банка России и информационная открытость по принимаемым мерам в 2017 г. позволили ограничить негативный эффект от снижения финансовой устойчивости отдельных банков, в том числе для операционной процедуры.

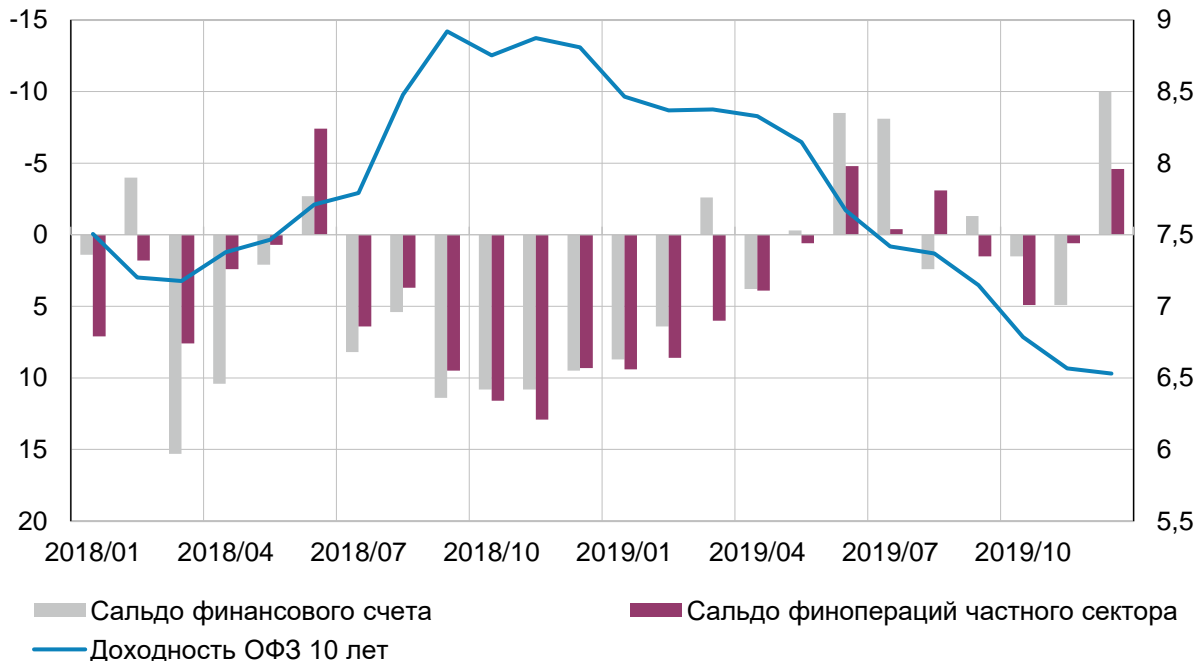
Внешняя волатильность 2018 года

После периода продолжительного смягчения ДКП (начало 2015 – начало 2018 г.) Банк России в конце I квартала 2018 г. столкнулся с постепенным нарастанием внешних рисков. Отток средств нерезидентов из РФ и ослабление национальной валюты усилили проинфляционные риски, сформировавшиеся ранее из-за роста цен на мировом продовольственном рынке, а также повышения НДС с 2019 года. Кроме того, происходило постепенное сокращение валютной ликвидности банков.

В таких условиях Банк России в августе сообщил о приостановке покупок иностранной валюты в рамках бюджетного правила до конца 2018 г. для ограничения рисков финстабильности, что позволило ограничить избыточную волатильность курсов валют и сопряженные с ней риски, в том числе для валютной ликвидности банковского сектора.

В сентябре – декабре Банк России ужесточал ДКП с учетом изменения макропрогноза. Повышение ключевой ставки производилось с учетом комплекса факторов, включавших как внутренние риски, прежде всего риск ускоренного роста цен), так и риски со стороны внешних условий, а также снижения ключевой ставки до нейтрального диапазона.

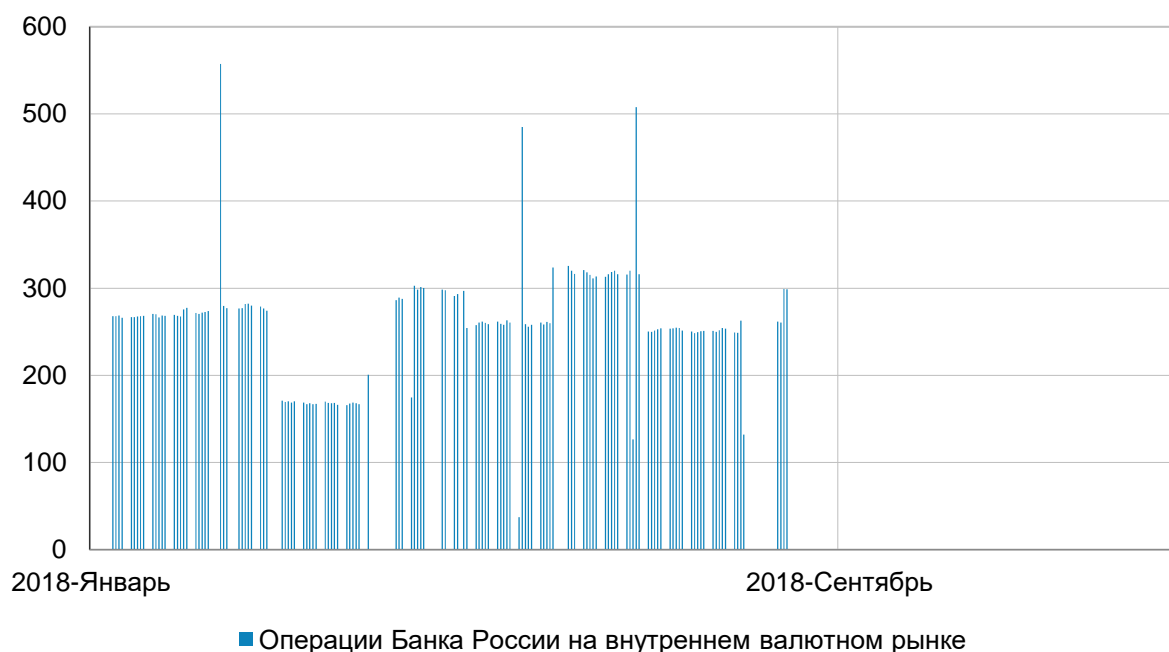
Рисунок 7. Статьи российского платежного баланса (млрд \$) и доходности ОФЗ (% годовых)



Примечание. Сальдо >0 — приток, сальдо <0 — отток.

Источник: Банк России.

Отметим, что если бы реализовано было только ужесточение ДКП на фоне снижения склонности к риску на мировых рынках и специфического негативного новостного фона об ограничениях в отношении российской экономики, то повышение ключевой ставки могло бы ограничить инфляционные эффекты, но не затронуть аспекты финансовой стабильности, связанные с ситуацией на валютном рынке и валютной ликвидностью банков. При этом продолжение покупок валюты Банком России могло усилить нежелательное восприятие участниками рынка сложившейся ситуации.

Рисунок 8. Операции с иностранной валютой в рамках бюджетного правила (млн \$)

Примечание. Операции >0 — покупки.

Источник: Банк России.

Пандемия 2020 года

Предыдущий опыт проведения ДКП в условиях рисков для финансовой стабильности был учтен Банком России в период пандемии коронавируса в 2020 году. Распространение коронавируса привело к введению административных ограничений, что спровоцировало снижение совокупного спроса в мировой экономике. То есть экономический кризис носил рукотворный характер: он не был вызван системными финансовыми рисками, хотя, конечно же, негативно повлиял на доходы в экономике и ситуацию в финансовом секторе.

При проведении ДКП в этих условиях Банк России в I–II кварталах 2020 г. следующие соображения были исходно учтены:

- неопределенность развития ситуации в экономике в условиях коронавируса;
- ограниченность по времени действия фактора спада совокупного спроса в российской экономике из-за антипандемийных административных ограничений;
- интенсивное снижение мировых цен на нефть;
- смещение баланса рисков в сторону дезинфляционных при снижении экономической активности;
- краткосрочный проинфляционный эффект от ослабления рубля из-за трансграничного оттока капитала;
- наличие позитивного опыта корректировки объемов операций с валютой в рамках бюджетного правила.

В начале пандемии в марте 2020 г. Банк России принял решение о приостановке цикла смягчения ДКП и сохранении неизменного уровня ключевой ставки. Решение было принято с учетом ограничения рисков финстабильности в условиях роста неопределенности. Также было учтено влияние на ценовую стабильность ажиотажного спроса, наблюдавшегося в этот период.

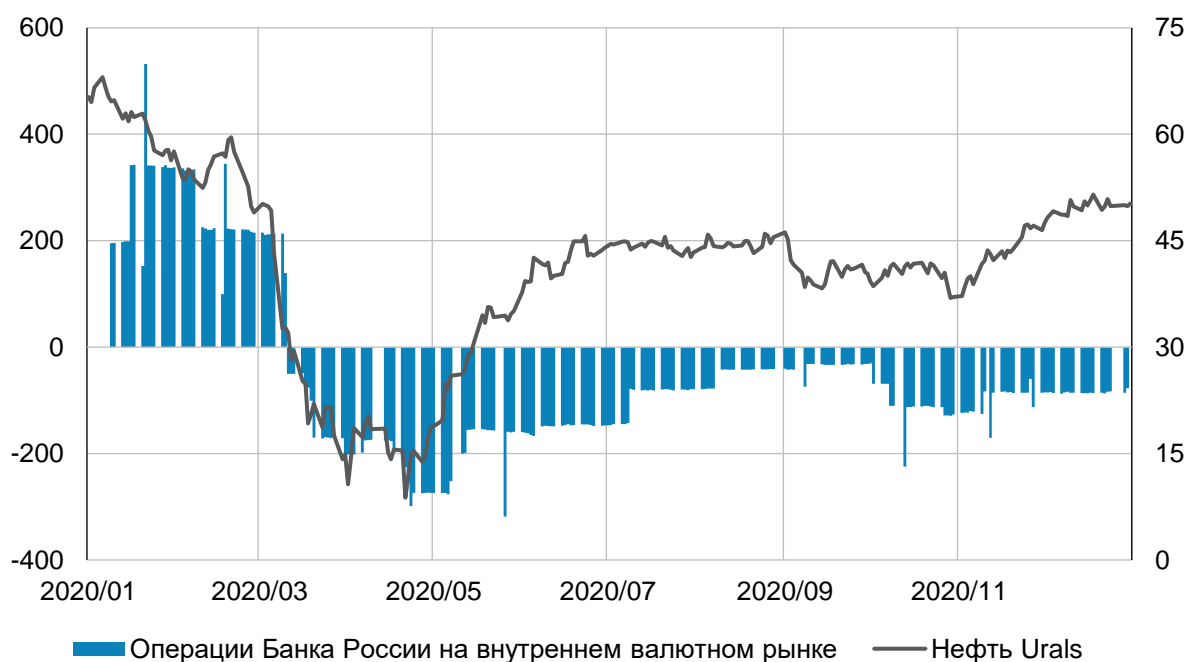
Поддержка реального сектора не могла быть обеспечена исключительно мерами ДКП, значимую роль здесь сыграла бюджетная политика. Она была проведена в виде программ, в том числе для физических лиц, малого и среднего предпринимательства, системообразующих организаций, которые поддерживали совокупный спрос. Фискальный стимул носил масштабный характер и способствовал подстройке деятельности реального сектора к кризисным условиям.

Решения по ключевой ставке впоследствии принимались с учетом динамики нормализации совокупного спроса и ситуации на финансовых рынках. Смягчение ДКП проводилось постепенно, учитывая развитие ситуации. Это было сделано в связи с необходимостью оценки траектории инфляции в меняющихся условиях. По мере того, как баланс рисков смещался в сторону охлаждения экономики и дезинфляционных процессов, Банк России снижал ключевую ставку.

В середине 2020 г. Банк России перешел к мягкой направленности своей ДКП и поддерживал уровень ключевой ставки неизменным вплоть до середины 2021 года. При этом ДКП из-за рецессии в условиях развития пандемии коронавируса обеспечивала макростабильность, но не учитывала аспект поддержания финансовой стабильности, которая достигалась иными мерами.

Так, негативное влияние ухудшения внешних условий частично компенсировалось приостановкой покупок, а затем продажами иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках механизма бюджетного правила. Пороговое значение по цене на нефть для продаж иностранной валюты было установлено на уровне 25 \$/баррель. Продажи иностранной валюты позволили поддержать валютную ликвидность банковского сектора и предложение валюты на внутреннем валютном рынке, сокращавшиеся в условиях как оттока капитала, так и уменьшения валютной выручки из-за снижения цен на нефть. Кроме того, продажи валюты Банком России оказали некоторое стабилизирующее действие на динамику валютного курса, что частично сгладило переход к новому краткосрочному равновесию.

Рисунок 9. Операции Банка России с валютой (млн \$) и цена на нефть (\$/барр. на пр. оси)



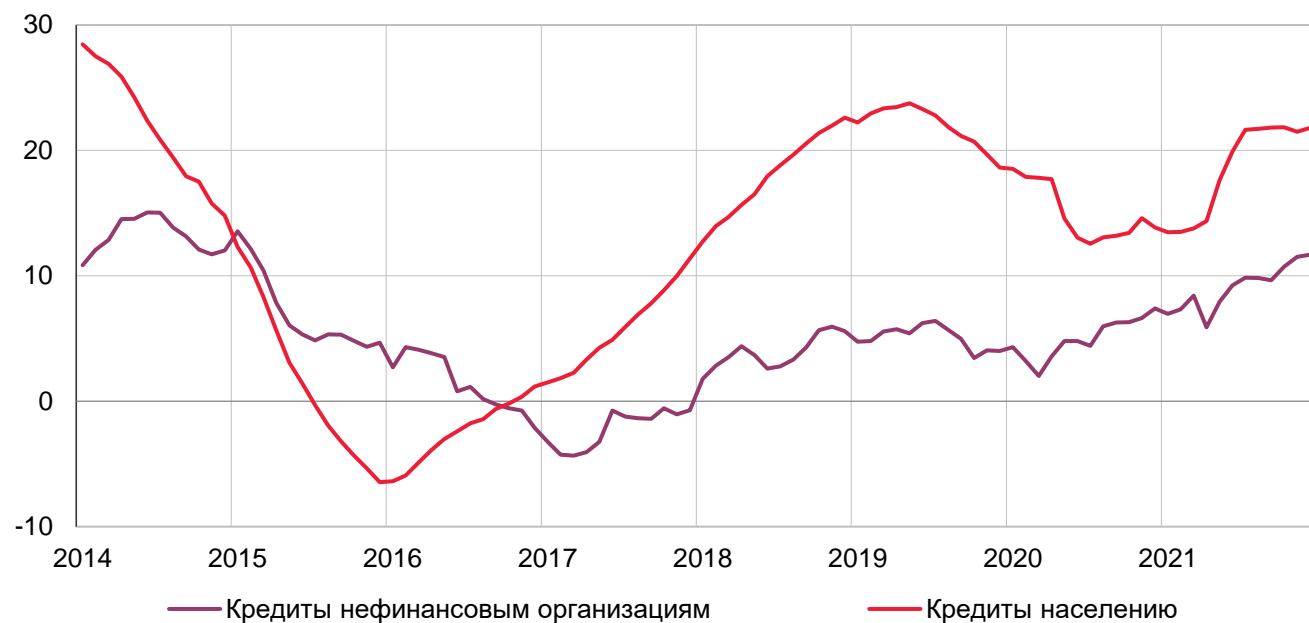
Примечание. Операции >0 — покупки, операции <0 — продажи.

Источник: Банк России, Reuters.

Роспуск ранее накопленных макропруденциальных буферов по розничным кредитам, а также послабления на формирование пруденциальных резервов позволили банкам адаптировать балансы, обновить прогнозы по прибылям и убыткам, чтобы не допустить замедления кредитования.

Антикризисные пруденциальные меры поддержали стабильность банков, что способствовало сохранению эффективности трансмиссии ДКП. Роспуск буферов капитала был осуществлен для ипотечных кредитов и части необеспеченных потребительских. Ипотечный буфер капитала был распущен в размере 126 млрд руб. (1,6% от портфеля), буфер по необеспеченным потребительским кредитам распущался по мере признания потерь и составил 168 млрд руб. (1,8%).

Рисунок 10. Прирост кредитов реальному сектору (% г/г)



Источник: отчетность кредитных организаций по форме 0409101.

Таким образом, ДКП и пруденциальное регулирование в период коронавирусной пандемии 2020 г. и связанных с ней негативных экономических эффектов были сонаправленными: стимулирующими активность и в реальном, и в банковском секторах.

Учитывая необходимость постепенной подстройки ДКП, основанной на анализе развития ситуации в экономике, резкого существенного снижения ключевой ставки не происходило. При принятии такого решения Банк России учитывал комплекс мер поддержки, включая свои антикризисные меры, а также фискальные стимулы. В частности, увеличение госрасходов в 2019 г. воздействовало проинфляционно, поэтому Банк России проводил ДКП так, чтобы обеспечить достижение цели по инфляции на среднесрочном горизонте, не допуская «перелета» после основной кризисной фазы.

Оценивая возможную альтернативу, можно сказать, что если бы в начале пандемии для стабилизации внешнего шока было реализовано ужесточение ДКП, то эффективность такого решения была бы ограниченной, учитывая низкую склонность к риску на финансовых рынках в период развития пандемии коронавируса. Это могло бы оказать существенное негативное влияние на динамику инфляции и экономической активности и нивелировать даже потенциальный положительный эффект от привлекательности российских активов для иностранных инвесторов. При этом прочие меры политики, в том числе Правительства России, оценивались Банком России как фактор, самостоятельно способствующий поддержанию макроэкономической стабильности.

Геополитический кризис 2022 года

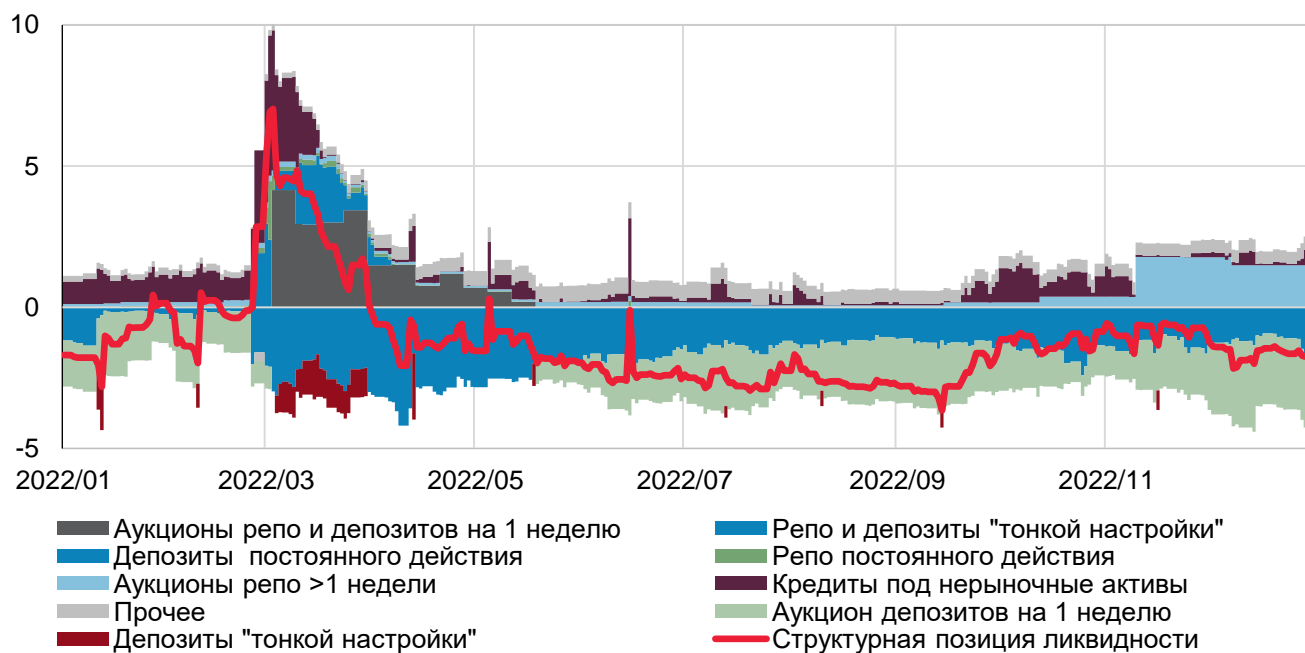
Ужесточение международных санкций и изменение режима функционирования трансграничной финансовой инфраструктуры для российской экономики с I квартала 2022 г. спровоцировали рост неопределенности и реализацию системных рисков. Физические лица изменили поведение в отношении как формирования сбережений, так и потребления непродовольственных товаров. Бизнес с национальным капиталом оказался ограничен в возможностях проведения ряда операций, в том числе связанных с внешней торговлей и приобретением иностранных средств производства и компонентов, а организации с иностранным капиталом стали сокращать или ликвидировать свое присутствие в российской экономике. В финансовой системе из-за ограничений от внешних контрагентов оказались заморожены активы, в том числе международные резервы Банка России, были заблокированы возможности для проведения трансграничных операций отдельных крупных организаций. При этом активизировался отток капитала с российского финансового рынка. Банковский сектор с учетом ожидаемого замедления экономической активности и сокращения прогнозных горизонтов существенно ужесточил требования к реальному сектору при предоставлении кредитных средств. В этих условиях первой по срочности стала задача обеспечения бесперебойного функционирования платежной системы.

Реализация рисков на денежном рынке происходила через несколько взаимосвязанных каналов: за счет оттока рублевой и валютной ликвидности из банковского сектора в результате роста спроса на наличные деньги и оттока капитала, снижения цен активов на финансовом рынке, а также нарушения имевшихся контрагентских отношений. Крупные оттоки ликвидности из банковского сектора в конце февраля – начале марта привели к переходу банковского сектора в состояние временного структурного дефицита ликвидности. По состоянию на 3 марта структурный дефицит ликвидности достиг 7,0 трлн рублей. Этому способствовали рост спроса на наличные деньги со стороны населения и банков для размещения в банкоматах и кассах⁸, а также снижение Федеральным казначейством объема размещений средств в банках из-за неопределенности относительно будущих расходов. Для стабилизации ситуации Банк России задействовал как инструменты ДКП и регулятивные послабления, так и меры ограничения трансграничного движения капитала.

С реализацией рисков для финансовой стабильности **эффективность денежного рынка в перераспределении средств снизилась**. В сегменте необеспеченного потребительского кредитования банки были не готовы размещать средства из-за возросших кредитных рисков, а также нарушения устоявшихся контрагентских отношений. Вместе с этим возможности банков проводить операции репо были ограничены из-за недостатка рыночного обеспечения. Введение международных санкций, опасения участников рынка относительно неспособности российских эмитентов обслуживать свой долг⁹, экстренные продажи активов, выставление маргинальных требований по сделкам репо, рост спроса на отдельные ценные бумаги и доходности российских облигаций в конце февраля 2022 г. возросли, что негативно отразилось на объеме рыночного обеспечения на балансах банков - держателей облигаций.

⁸ В отличие от подобных случаев в декабре 2014 г. и марте – апреле 2020 г. повышенный спрос на наличные в начале 2022 г. предъявляли не только граждане, но и банки, пополнявшие кассы и банкоматы, на долю которых пришлось более половины прироста объема наличных денег вне Банка России в этот период.

⁹ Сильнее всего снизились цены на бумаги, номинированные в валюте, поскольку их держатели опасались не только неплатежеспособности эмитентов, но и технической невозможности платежей, в том числе из-за блока европейскими депозитариями счетов Национального расчетного депозитария.

Рисунок 11. Ликвидность банков и операции Банка России (трлн ₽)

Примечание. Значения >0 — дефицит и предоставление, значения <0 — профицит и изъятие.

Источники: Банк России, расчеты ДДКП.

Банк России своими операциями частично заместил посредничество на финансовых рынках, в том числе выполняя функции кредитора последней инстанции. При помощи основных операций Банк России полностью удовлетворил спрос со стороны кредитных организаций на ликвидность: перешел к проведению еженедельных аукционов репо, увеличил предоставление средств на этих аукционах, часть из которых была проведена на безлимитной основе (Банк России, 2022a), начал регулярно проводить двусторонние аукционы «тонкой настройки»¹⁰. Вместе с этим заметно вырос спрос кредитных организаций на операции постоянного действия¹¹. Ввиду недостатка рыночного обеспечения банки, испытывавшие потребность в ликвидности, привлекали кредиты постоянного действия Банка России. Таким образом, Банк России реализовывал функцию кредитора последней инстанции. Напротив, банки с избытком ликвидности из мотива предосторожности предпочитали размещать излишки средств на короткий срок на депозитах постоянного действия Банка России. Дополнительным инструментом предоставления ликвидности стала отмена Банком России штрафа за невыполнение усреднения обязательных резервов по итогам февральского периода усреднения¹², а также снижение коэффициента усреднения нормативов обязательных резервов¹³ с мартовского периода (Банк России, 2022b). В итоге объем обязательных резервов, подлежащих усреднению, снизился на 2 трлн руб. и в банки поступило 0,7 трлн руб. высвобожденных обязательных резервов со спецсчетов.

¹⁰ Аукционы репо и депозитные аукционы «тонкой настройки» проводятся Банком России нерегулярно, в случае значительного изменения ситуации с ликвидностью.

¹¹ Операции постоянного действия проводятся по ставкам, равным ключевой ставке Банка России, уменьшенной на 1 п.п. (операции абсорбирования ликвидности), и ключевой ставке Банка России, увеличенной на 1 п.п. (операции предоставления ликвидности).

¹² В период усреднения обязательных резервов с 9 февраля по 8 марта 2022 г. штраф не применялся, если размер невыполнения усреднения обязательных резервов не превышал 20% от установленной величины, подлежащей поддержанию на корреспондентских счетах (субсчетах) в указанный период.

¹³ По всем видам регулируемых обязательств до 2%. Для банков с универсальной лицензией и банков с базовой лицензией. Новые нормативы применялись, начиная с регулирования размера обязательных резервов за февраль 2022 года. Также был повышен до 0,9 коэффициент усреднения.

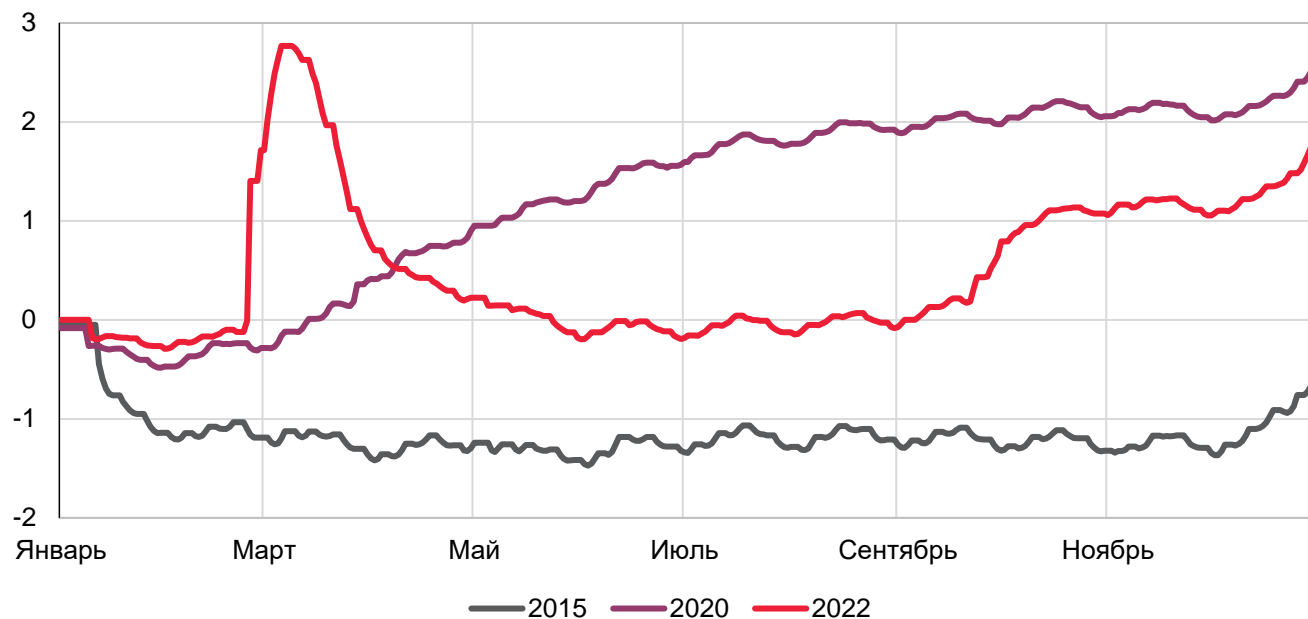
Помимо этого, Банк России изменил параметры некоторых инструментов, чтобы снизить операционную нагрузку на банки и снять ограничения на привлечение средств: ставки по кредитам под нерыночные активы на длительные сроки были снижены, сроки предоставления ломбардных кредитов были увеличены, индивидуальные лимиты по обеспеченным кредитам и операциям репо были повышены.

При помощи операций по предоставлению ликвидности (9,8 трлн руб.) и благодаря снижению нормативов обязательных резервов (2,7 трлн руб.) в банковский сектор в течение 7 дней поступило 12,5 трлн руб. — около 10% активов банковского сектора или 120,3 трлн руб. (Банк России, 2022с).

Банк России принял ряд мер, направленных на сохранение и расширение перечня обеспечения по операциям ДКП, способствуя поддержанию финансовой стабильности (Банк России, 2022d). В рамках контрциклического подхода к управлению обеспечением Банк России расширил Ломбардный список и смягчил требования к нерыночным активам, в том числе регулируя объем доступного обеспечения через поправочные коэффициенты и дисконты. Кроме того, стоимость ценных бумаг для привлечения ликвидности у Банка России была временно зафиксирована на даты до снижения цен. Торги ценными бумагами на Московской Бирже были приостановлены, чтобы не допустить дальнейшего обесценения активов¹⁴, в том числе выступающих обеспечением по сделкам межбанковского репо. Это дало участникам рынка возможность переносить позиции на рынке репо, регулируя их по мере нормализации ситуации с ликвидностью. Также был активирован запрет на проведение коротких продаж, а нерезидентам в целом было запрещено продавать российские активы. Кроме того, выпускались внутренние облигации, «замещающие» еврооблигации российских эмитентов, замороженные в Euroclear и Clearstream. В совокупности данные меры ограничили масштабы распродаж ценных бумаг. В результате после открытия рынка и запуска торгов объемы принудительных продаж были крайне небольшими. Банк России после этого объявил, что готов совершать операции с ОФЗ, чтобы не допустить обвала их котировок. Это имело для рынка скорее психологический эффект, фактический объем операций Банка России был очень небольшим. В результате подобные меры ограничили падение стоимости активов, расширили возможности кредитных организаций по применению операций предоставления ликвидности Банка России, в том числе постоянного действия, и выступили дополнительным инструментом поддержки стабильности банковского сектора.

¹⁴ Торги на Московской Бирже в секции фондового рынка были ограничены в период с 1 по 21 марта. Открытие торгов происходило поэтапно: сначала торги ОФЗ с 21 марта, в последующие дни перечень торгуемых инструментов постепенно расширялся.

Рисунок 12. Динамика наличных денег (трлн ₽)



Примечание. Изменение >0 — рост объема наличных, изменение <0 — снижение объема наличных.
Источник: Банк России.

По мере стабилизации ситуации с ликвидностью в банковском секторе и с возвратом к состоянию структурного профицита Банк России отменил часть антикризисных мер. С возобновлением Федеральным казначейством операций по размещению средств и возвратом наличных приток ликвидности в банки восстановился. Банк России сократил лимиты операций «тонкой настройки», а в начале апреля прекратил их ежедневное проведение (Банк России, 2022e). Начиная с майского периода усреднения Банк России вернулся к проведению недельных депозитных аукционов вместо аукционов репо (Банк России, 2022f). Это позволило абсорбировать избыточную ликвидность банков и поддержать ставку RUONIA вблизи ключевой ставки в условиях структурного профицита ликвидности. Также Банк России вернулся к определению стоимости обеспечения на основании рыночных цен и ужесточил требования к ряду активов, принимаемых в обеспечение. В условиях постепенной нормализации ситуации на финансовом рынке, в том числе для сохранения тенденции на девальютизацию балансов кредитных организаций, Банк России несколько раз повышал нормативы обязательных резервов (Банк России, 2022g-h) — в апреле¹⁵ и августе¹⁶.

При оперативной реакции со стороны ДКП, а также мер на изменение внешних и внутренних условий в I–II кварталах 2022 г. Банк России учитывал следующее, кроме обеспечения непрерывности платежей:

- необходимость сохранения спроса на рублевые депозиты;
- необходимость ограничения конвертации рублей в иностранную валюту, в том числе наличную;
- характер воздействия шоков предложения на инфляцию и инфляционные ожидания;
- риски падения экономической активности в период подстройки совокупного предложения.

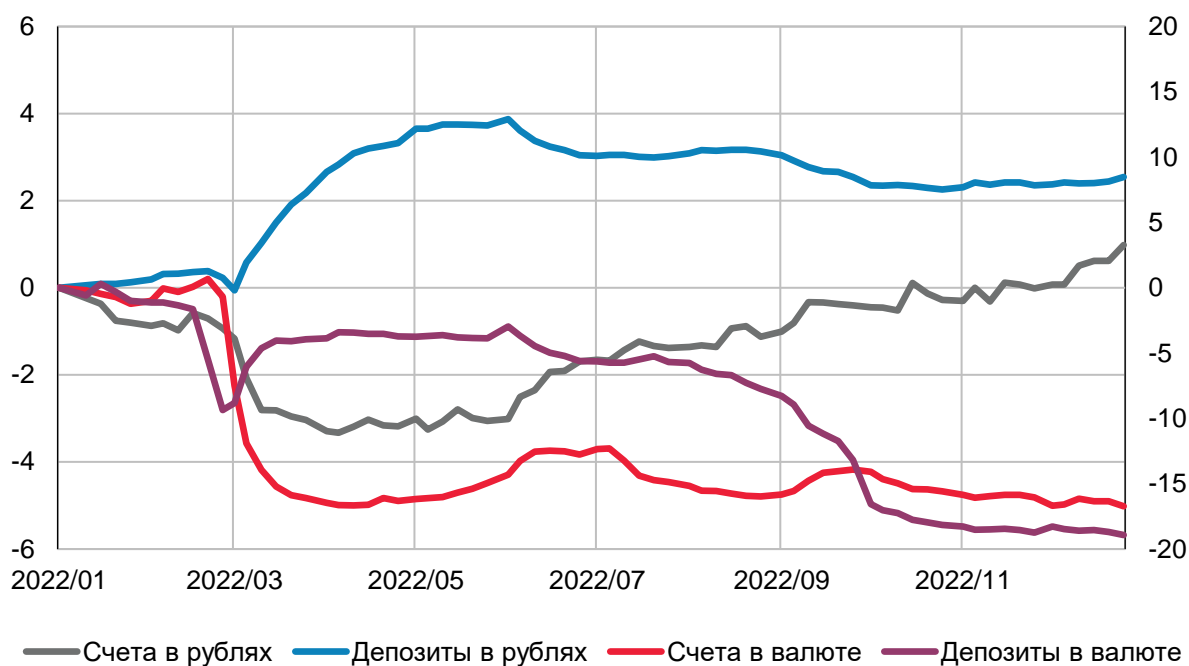
¹⁵ Повышение нормативов обязательных резервов до 4% по всем категориям резервируемых обязательств в иностранной валюте для банков с базовой лицензией и банков с универсальной лицензией. Новые нормативы применялись, начиная с регулирования резервов за май 2022 года.

¹⁶ Повышение НОР на 1 п.п., до 3%, по всем категориям резервируемых обязательств в рублях для банков с универсальной лицензией и небанковских кредитных организаций; на 1 п.п. для банков с универсальной лицензией и банков с базовой лицензией; на 3 п.п. до 5%, для небанковских кредитных организаций по всем категориям резервируемых обязательств в иностранной валюте. Новые нормативы применялись начиная с регулирования размера обязательных резервов за август 2022 года.

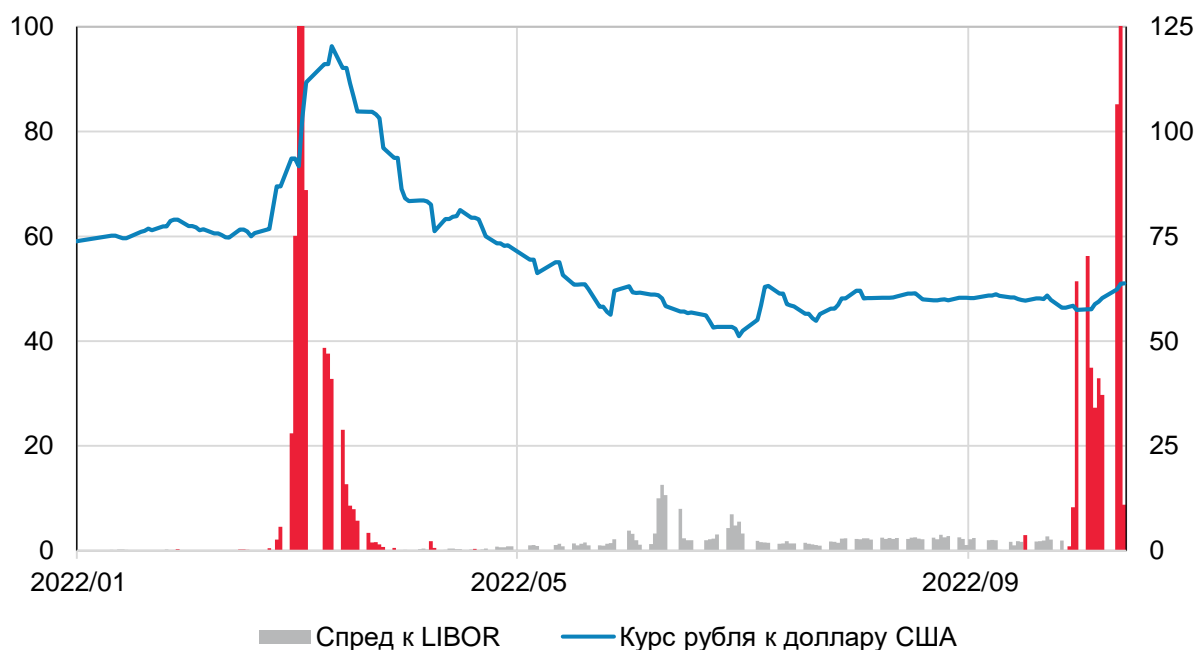
Банк России, реагируя на шоки, повысил ключевую ставку на 11,5 п.п., до 20,0%. Цель такого решения — повышение склонности к сбережению и ограничение перетока средств в иностранную валюту. Отметим, что в этот период банковская система, столкнувшаяся с оттоком капитала с российского финансового рынка и ограничениями на валютные операции (например, на поставку из-за рубежа наличной иностранной валюты), испытывала значительный стресс.

Осуществить ограничение рисков валютизации сбережений физлиц и балансов организаций, а также значительного вывода средств нерезидентами одними мерами ДКП было невозможно. В этих условиях Банк России использовал меры ограничения трансграничного движения капитала, включая заморозку средств нерезидентов. Для физлиц и организаций были сужены возможности по покупке иностранной валюты, в том числе за счет повышенной биржевой комиссии, и выводу средств за рубеж. Определенную поддержку валютному рынку со стороны Правительства России оказало временное введение обязательной продажи экспортной выручки. Исключительные меры, не применяемые в стандартных кризисных условиях, позволили стабилизировать ситуацию как на валютном рынке, так и с валютной ликвидностью банковского сектора. Одним из результатов, в частности, стал перевод физлицами существенной доли своих валютных сбережений в срочные рублевые депозиты, в основном в наиболее доходные краткосрочные.

Рисунок 13. Динамика средств физлиц в рублях (млрд ₽) и валюте (млрд \$ на пр. оси)

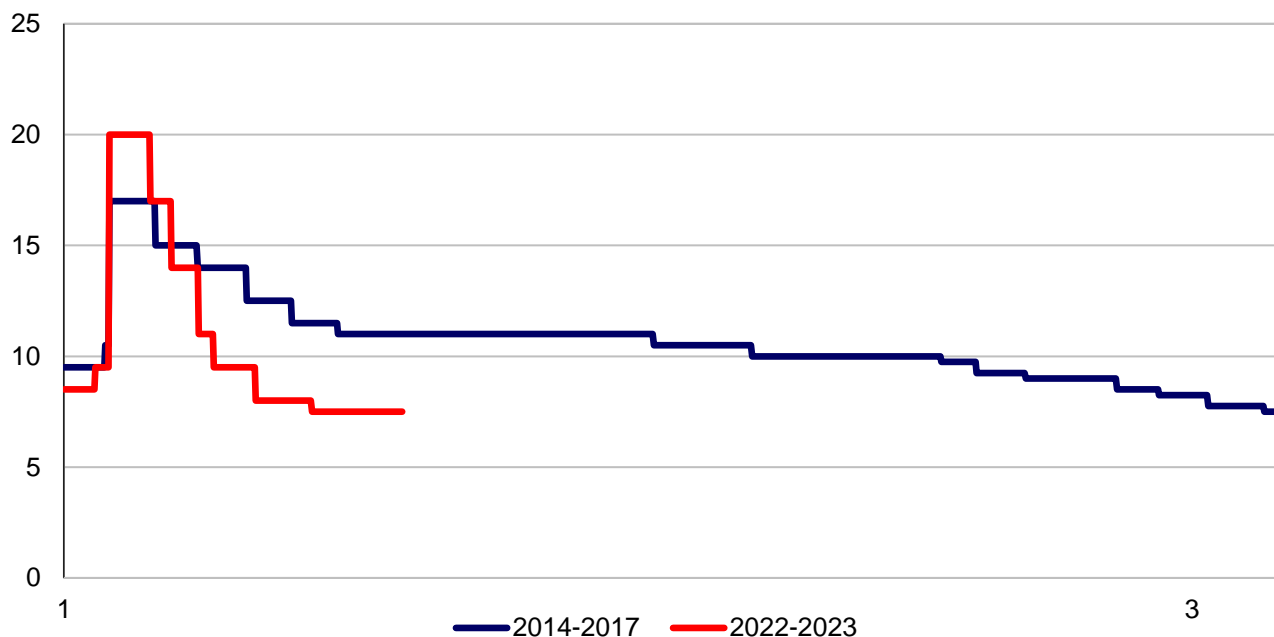


Источник: отчетность кредитных организаций по форме 0409301.

Рисунок 14. Базис-спред по валютным свопам USDRUB (п.п.) и валютный курс (₽/\$ на пр. оси)

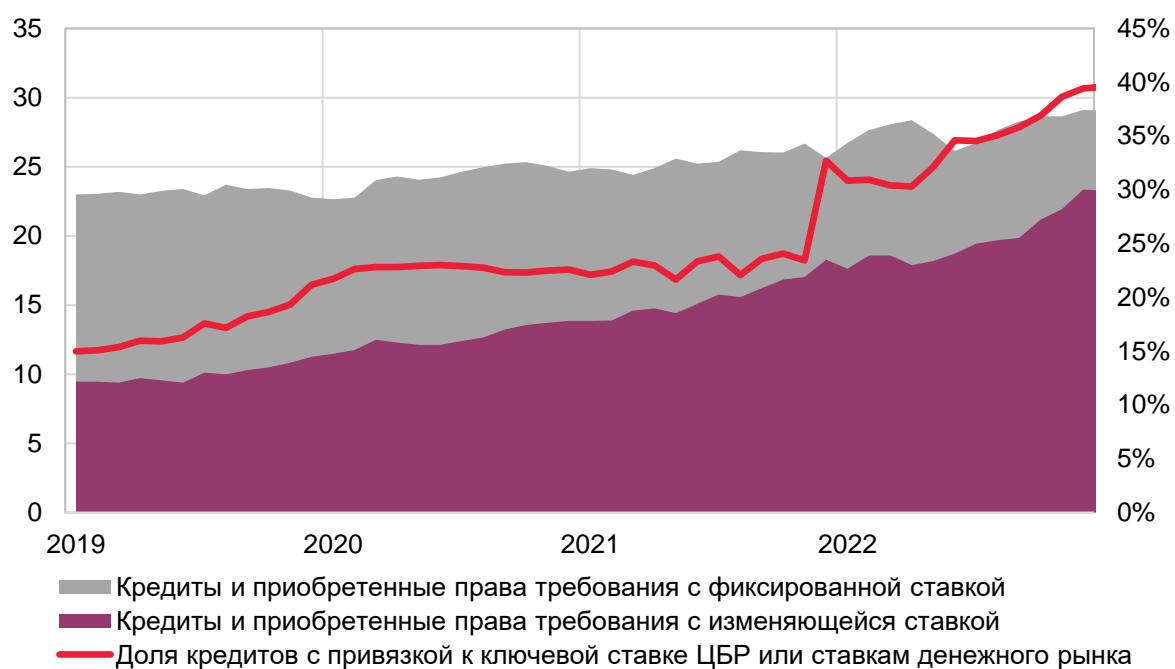
Примечание. Серым — спред >0 (избыток валюты), красным — спред <0 (нехватка валюты).
Источники: Московская Биржа, Банк России.

В дальнейшем был использован опыт проведения ДКП при шоке внешних условий в 2014 г., позволивший Банку России снижать ключевую ставку более оперативно, что оказало поддержку кредитованию экономики. Она была понижена до 7,5% в сентябре 2022 г., при этом Банк России озвучил возможность достижения цели по инфляции в 2024 году. Таким образом, с началом реализации системных рисков ДКП была использована для поддержания финансовой стабильности, а после прохождения основного первоначального кризисного периода Банк России начал ее смягчение, что позволило поддержать совокупный спрос. Этому же способствовало расширение стандартного горизонта достижения цели по инфляции с целью ограничения возможных рисков для реального сектора при жестких денежно-кредитных условиях. С улучшением прогнозов по инфляции и стабилизацией инфляционных ожиданий Банк России интенсивнее смягчал ДКП, в том числе оперативно снижая ключевую ставку с учетом свежих данных на внеочередных заседаниях Совета директоров Банка России. В результате темпы снижения ключевой ставки оказались интенсивнее, чем в аналогичный кризисный период 2014–2015 гг., и возврат к докризисному уровню ключевой ставки был осуществлен в том же 2022 году.

Рисунок 15. Ключевая ставка за 3+ года (% годовых)

Источник: Банк России.

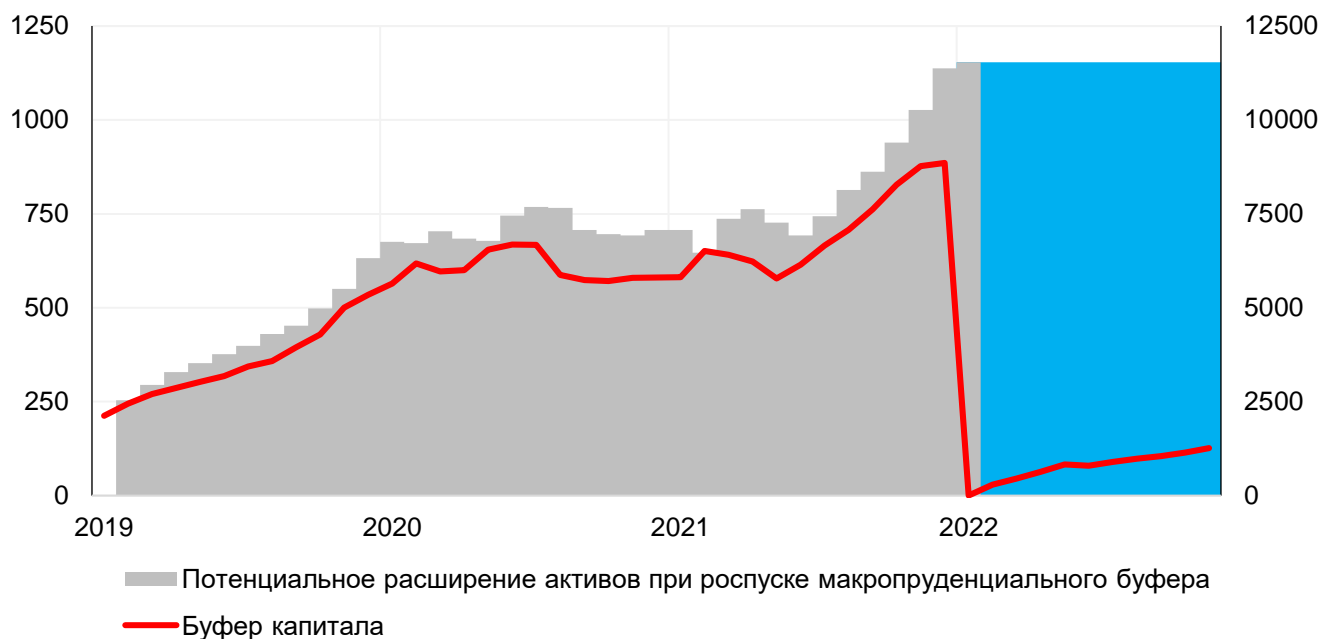
Повышение ключевой ставки повлияло на чистые процентные доходы банков. Так, у банков с одной стороны баланса был накоплен портфель кредитов по плавающим ставкам, главным образом нефинансовым организациям. Повышение ключевой ставки и ставок денежного рынка привело к росту ставок по таким кредитам, что способствовало росту процентных доходов банков. На другой стороне баланса банков числились обязательства со встроенными опционами, такими как возможность досрочного изъятия депозитов почти без комиссий. Кредиторы банков пользовались этими опционами, чтобы переложить средства под новые, более высокие процентные ставки, что вело к росту процентных расходов банков. Для минимизации дополнительных расходов банки старались привлекать средства на более короткие сроки посредством поддержания повышенных процентных ставок по накопительным счетам и депозитам на сроки 1–3 месяца. Но если кредитные организации могли более гибко управлять своей чистой процентной маржой, то рост процентных расходов в реальном секторе после того, как процентный риск уже реализовался, не мог быть компенсирован ни за счет изменения сроков рефинансирования, ни за счет хеджирования на финансовых рынках. Такая ситуация потребовала дополнительных мер господдержки заемщиков.

Рисунок 16. Задолженность по кредитам (трлн ₽) и доля в портфеле кредитов юрлицам (%)

Источник: Банк России.

Применение льготных программ для населения и нефинансовых организаций осуществлялось с учетом опыта, приобретенного в кризис 2020 года. Так, устойчивость реального сектора дополнительно поддерживали программы льготного кредитования, предусматривавшие субсидирование ставок за счет средств бюджета. ДКП с II квартала 2022 г. смягчалась, в том числе с учетом фискального стимула, чтобы не допустить чрезмерного перегрева. В то же время стоит отметить, что льготные кредиты главным образом помогали адаптироваться экономическим агентам, наиболее пострадавшим во время кризиса, и не способствовали избыточному росту совокупного спроса.

Регуляторные послабления для банков по надбавкам к нормативам достаточности капитала, резервам на возможные потери по ссудам, надбавкам к коэффициентам риска в нормативах достаточности капитала, а также по нормативам ликвидности и открытой валютной позиции позволили смягчить кризисные эффекты в банковской системе. При использовании регуляторных послаблений Банк России учитывал опыт их применения в 2020 году. Так, был полностью распущен макропруденциальный буфер капитала в размере около 900 млрд руб. по кредитам физлицам и по требованиям к юрлицам в иностранной валюте. Роспуск буфера был осуществлен за счет отмены макропруденциальных надбавок к коэффициентам риска по кредитным требованиям, возникшим до 1 марта 2022 г. (Банк России, 2022i). Смягчение пруденциального регулирования способствовало тому, что банки в относительно короткий срок смогли перейти к дальнейшему расширению кредитования, хотя кредитные условия были более жесткими, чем до кризиса.

Рисунок 17. Буфер капитала (млрд ₽) и потенциал роста активов банков (млрд ₽ на пр. шк.)

Источник: отчетность кредитных организаций по форме 0409135.

При дальнейшем проведении ДКП требовалось дополнительно оценивать и учитывать, как изменилось функционирование трансмиссионного механизма, а также влияние банковского регулирования на кредитную активность. Так, произошло существенное ослабление валютного канала, действенность кредитного канала стала более дифференцированной в зависимости от сегмента кредитования. Пруденциальные меры были значительно смягчены, однако активность банков на кредитном рынке все же определялась преимущественно их внутренними оценками рисков. Таким образом, с точки зрения денежно-кредитных условий проведение ДКП и мер по поддержанию финансовой стабильности происходило с применением старых инструментов, но в новых условиях, неисследованных, что характерно для кризисов.

В настоящий момент российская экономика еще трансформируется, подстройка в реальном секторе будет продолжаться по мере заключения новых бизнес-контрактов и стабилизации внутреннего спроса в измененных условиях. Социальные и геополитические изменения будут играть существенную роль этом процессе, усиливая или ослабляя жесткость «посадки» российской экономики.

Таким образом, можно констатировать, что проведение ДКП с учетом предыдущего опыта кризисов 2014 и 2020 гг., откалиброванное под актуальные шоки, позволило эффективно стабилизировать как ситуацию на валютном рынке, так и инфляционные ожидания в экономике в I–II кварталах 2022 г. в условиях геополитического кризиса. В то же время поддержание финансовой стабильности оказалось бы затруднительным без использования набора иных инструментов, включая редко используемые ограничения трансграничного движения капитала.

2. Денежно-кредитная политика и пруденциальное регулирование

Рассмотренные выше кейсы демонстрировали использование инструментов ДКП при угрозах финансовой стабильности. Однако, как уже отмечалось, определенный уровень взаимодействия 2 политик существует и во внекризисные времена. В 2015–2020 гг. проводилось преимущественно смягчение ДКП и — одновременно — ужесточение пруденциального регулирования. Смягчение ДКП производилось на фоне постепенной стабилизации инфляции вблизи цели и снижения инфляционных ожиданий.

Ужесточение пруденциального регулирования производилось в соответствии с внедрением микропруденциальных стандартов Базеля III для кредитных организаций, а также с имплементацией и развитием в Банке России макропруденциального регулирования для финансового сектора в части доработки используемого инструментария и формирования обновленной системы мер воздействия на поведение участников рынка. Разнонаправленность ДКП и пруденциального регулирования формировала необходимость определения подходов к их взаимодействию. Оценка влияния пруденциальной политики на денежно-кредитные показатели, когда изменяются требования к банкам, требуется для оптимального проведения ДКП, поэтому необходимо четко различать механизмы влияния двух видов политик на экономическую активность.

Трансмиссия ДКП начинается с воздействия на краткосрочные процентные ставки денежного рынка, постепенно распространяясь на процентные ставки на других сегментах финансового рынка, в том числе по операциям банков. Это оказывает влияние на денежно-кредитные условия, динамику кредитования и шире — на структуру балансов банков.

Пруденциальное банковское регулирование состава, структуры и достаточности капитала, ликвидности банков также оказывает влияние на банковскую деятельность. Направленное на ограничение рисков в банковском секторе, оно может прямо или опосредованно влиять как на условия кредитования банками реального сектора, так и на общие темпы роста банковских портфелей, а также на ценовую динамику на финансовых рынках.

В соответствии с мировой практикой Банк России реализует регулирование банковского сектора в формате:

- микропруденциальной политики;
- макропруденциальной политики.

Микропруденциальная политика — постоянно действующие требования к капиталу и ликвидности банков для обеспечения устойчивости банков (Basel Committee on Banking Supervision, 2010). В **микропруденциальном регулировании Банка России после мирового финансового кризиса 2007–2008 гг.** были реализованы следующие ключевые изменения в части регулирования банковской деятельности:

- 2012–2013 — ужесточение требований к расчету капитала, внедрение новых нормативов достаточности (Н1.1 и Н1.2 в дополнение к Н1.0; текущие значения составляют 4,5; 6,0 и 8,0%);
- 2016–2021 — введение постоянно действующей надбавки поддержания достаточности капитала (2,5 п.п.) и надбавки для системно значимых кредитных организаций (1 п.п.);
- 2016–2020 — внедрение норматива краткосрочной ликвидности и норматива чистого стабильного фондирования.

В совокупности эти меры способствовали значительному повышению стабильности банковского сектора. Несмотря на то, что целеполагание микропруденциального регулирования, обеспечение устойчивости в первую очередь отдельно взятых кредитных организаций, общее увеличение запасов капитала и ликвидности повысили их долгосрочные возможности по абсорбции системных рисков при их реализации. Кроме того, они оказали влияние на структуру активов банков, подходы к выбору заемщиков в пользу более качественных.

Меры микропруденциального банковского регулирования в части требований к капиталу и достаточности капитала реализовывались Банком России постепенно, их влияние на динамику и структуру кредитования было разнесенным во времени. Кроме того, конкуренция за заемщиков в российском банковском секторе способствовала тому, что повышенная нагрузка от банковского регулирования вылилась в постепенное снижение рентабельности банковского бизнеса, что, в свою очередь, отразилось на дивидендной политике банков. В результате влияние этих мер на денежно-кредитные условия в каждый момент времени было ограниченным, и влияние на принятие решений по ключевой ставке было распределенным.

Внедрение Банком России нормативов ликвидности «Базель III» также было постепенным. Колебания спроса банков на операции Банка России по предоставлению или абсорбированию ликвидности банковского сектора, вызванные введением нормативов, учитывались при определении лимитов по соответствующим операциям. Так, например, Банк России учитывал дополнительный или выпадающий спрос на собственные операции, который мог возникать из-за адаптации банков к новым нормативам. Это позволяло эффективнее достигать операционной цели ДКП и частично ограничивало возможный непредсказуемый перенос аналогичных эффектов на рынок депозитов физлиц и организаций. Кроме того, подобных эпизодов, когда влияние нормативов на ставки могло быть значимым, было немного. В результате нормативы ликвидности «Базель III» не оказывали заметного продолжительного влияния на динамику банковских операций или жесткость денежно-кредитных условий.

Макропруденциальная политика представляет собой дополнительную настройку пруденциального регулирования, активируемую на контрциклической основе при избыточном накоплении дисбалансов в финансовой системе (Clement, 2010); может использоваться для сегментов операций банков или финансового рынка. **Макропруденциальная политика Банка России интенсивно реализуется с 2016 г.**¹⁷ через инструменты, воздействующие на достаточность капитала и структуру кредитования:

- антициклическая надбавка к нормативам достаточности капитала кредитных организаций, не применялась, установлена на уровне 0 п.п.,
- надбавки к коэффициентам риска, используемым при расчете нормативов достаточности капитала кредитных организаций, по ипотечным и потребительским кредитам,
- макропруденциальные лимиты как прямые количественные ограничения на долю высокорисковых потребительских кредитов и займов в выдачах.

Наиболее активная фаза использования макропруденциальной политики пришлась на период со 2-й половины 2017 г., когда в условиях постепенного восстановления экономической активности и принятия банками на себя большего риска наблюдались повышенные темпы роста розничного кредитования.

Так, с 2017 г. повышались требования к достаточности капитала по ипотечным кредитам в зависимости от отношения суммы долга к стоимости залога (LTV), с 2018 г. по необеспеченным потребительским кредитам в зависимости от полной стоимости (ПСК). Кроме того, в 2019 г. было реализовано требование по расчету показателя долговой нагрузки (ПДН) физических лиц, и далее Банк России принимал решения об установлении требований к нагрузке на капитал розничных кредитов в зависимости от долговой нагрузки заемщиков (Банк России, 2017–2019).

С 1 января 2023 г. по необеспеченным потребительским кредитам и займам для банков с универсальной лицензией и микрофинансовых организаций были установлены макропруденциальные лимиты (Банк России, 2022j). В I–II кварталах 2023 г. предельно допустимая доля кредитов заемщикам с ПДН свыше 80% установлена на уровне 25% для банков и 35% для микрофинансовых организаций, кредиты на срок более 5 лет не должны превышать 10% от объема выданных банками потребительских кредитов. Макропруденциальные лимиты устанавливаются для ограничения долговой нагрузки населения и поддержания сбалансированной структуры потребительского кредитования и микрофинансирования. Макропруденциальные лимиты накладывают ограничения на структуру кредитования, но при этом не создают дополнительных требований к капиталу банков и микрофинансовых организаций при условии соблюдения этих лимитов. Использование данного инструмента даст возможность с большей эффективностью воздействовать на величину системных рисков, что позволит ДКП сосредоточиться на обеспечении ценовой стабильности.

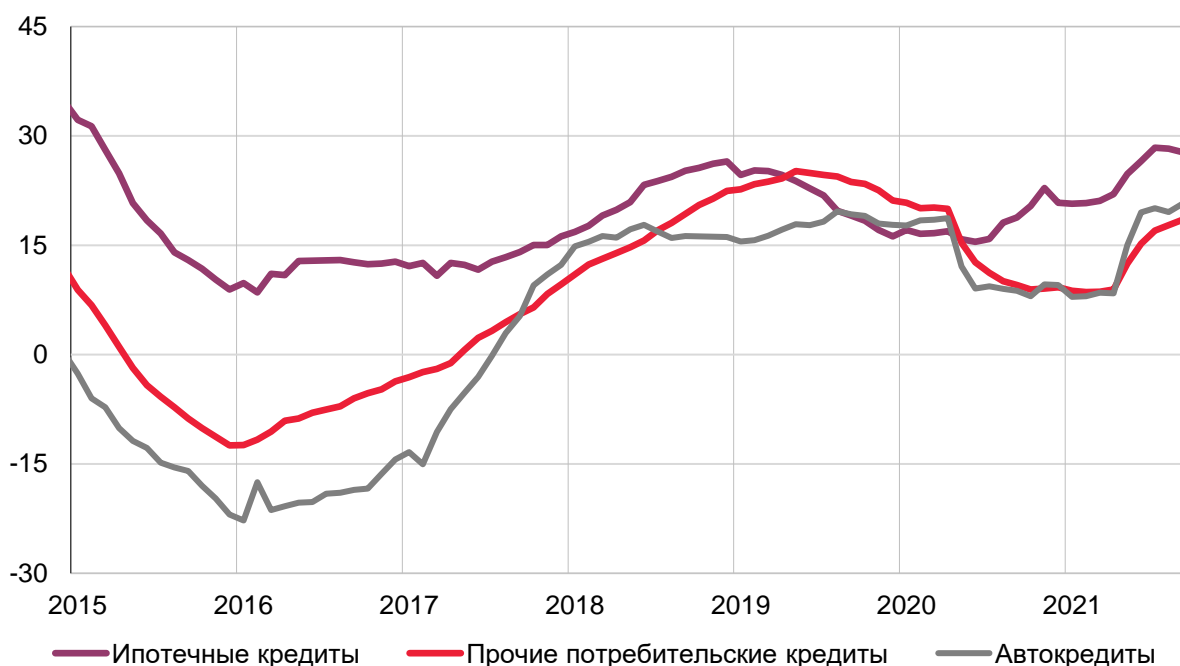
¹⁷ Ранее, в период до таргетирования инфляции, Банк России принимал меры контрциклического банковского регулирования через коэффициенты риска в нормативах достаточности капитала и пруденциальные резервы, в частности, в отношении потребительского кредитования. Де-факто они являются примером макропруденциальной политики, так как были направлены на ограничение системных рисков и применялись в отношении всех кредитных организаций.

Разнонаправленность динамики ДКП и макропруденциальной политики требовала анализа принятых мер монетарным блоком Банка России. Повышение требований к достаточности капитала потенциально могло повлиять на денежно-кредитные условия по 2 каналам:

- рост процентных ставок по кредитам;
- ужесточение неценовых факторов кредитования.

Увеличение объема капитала, связываемого при выдаче кредита, могло потребовать от банков повышения ставок для компенсации расходов на этот капитал. Отсутствие возможности выдавать кредиты по повышенным ставкам, в частности из-за конкуренции в банковском секторе, могло побудить банки ограничить выдачу кредитов, объем связываемого капитала для которых велик. Результатом воздействия по любому из каналов могло стать замедление кредитование.

Рисунок 18. Прирост розничных кредитов (% г/г)



Источник: отчетность кредитных организаций по форме 0409115.

Процентные ставки

Что касается процентных ставок, то воздействия на их динамику ужесточения макропруденциального регулирования не наблюдалось. Поэтому с точки зрения трансмиссии ДКП изменений не произошло — значит, корректировок в проведении ДКП в связи с изменением жесткости макропруденциального регулирования не потребовалось.

В этой связи встает вопрос о том, почему не произошло повышения процентных ставок по кредитам в ответ на введение новых мер макропруденциальной политики. Для ответа на него следует обратиться к схеме формирования ставок в банках. Практика ценообразования операций в банковском секторе¹⁸ выстроена так, что в процентных ставках по кредитам отдельно учитываются рентабельность и достаточность капитала.

¹⁸ Методика расчета чистой стоимости капитала может быть выведена из базовых подходов к оценке рисков и доходности инвестиций, а также является универсальной в подходах казначейских и финансово-плановых подразделений банков.

Формула для расчета компоненты достаточности капитала выглядит так:

$$\text{ЧИСТАЯ СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА} = \text{RW} \times \text{CAR}^{\text{TARGET}} \times (\text{ROE}^{\text{TARGET}} - \text{ROE}^{\text{RISK-FREE}})$$

где

- RW — коэффициент риска по активу с учетом макропруденциальных надбавок;
- $\text{CAR}^{\text{TARGET}}$ — целевая достаточность капитала;
- $\text{ROE}^{\text{TARGET}}$ — целевая рентабельность капитала по активу или по банку в целом;
- $\text{ROE}^{\text{RISK-FREE}}$ — внутренняя оценка безрисковой рентабельности капитала.

Изменение суммарных значений коэффициента риска (норматива достаточности капитала), а также корректировка банками оценок целевой и безрисковой рентабельности капитала и могут влиять на значение указанной компоненты и далее — на итоговый уровень процентной ставки по кредиту. Исходя из этой схемы ценообразования, макропруденциальные требования к достаточности капитала по розничным кредитам потенциально могли оказать повышательное давление на процентные ставки в 2018–2020 годах. Подобное повышение процентных ставок по кредитам потребовало бы адаптации ДКП, то есть корректировки прогнозной траектории ключевой ставки вниз так, чтобы инфляция на прогнозе соответствовала цели. Но изменения динамики процентных ставок по кредитам при этом де-факто не происходило, и ДКП напрямую не реагировала на проводимые макропруденциальные ужесточения.

Невосприимчивость процентных ставок по кредитам к принятым мерам макропруденциального воздействия может иметь ряд причин.

Так, процентная маржа по кредитам позволяла банкам поддерживать рентабельность капитала в пределах разумных отклонений от целевого уровня. Конкуренция за заемщиков при этом побуждала банки не повышать процентные ставки и принимать снижение рентабельности капитала ради сохранения доли рынка.

Кроме того, специфика применения самого инструмента макропруденциальных надбавок связана с такими факторами, как ожидания банков снижения макропруденциальных надбавок в перспективе и, соответственно, отсутствие острой необходимости корректировать текущие параметры операций; автоматическая отмена макропруденциальных надбавок по мере погашения основного долга для ипотечных кредитов из-за привязки дополнительных требований к капиталу к LTV.

Изменение структуры кредитного портфеля, при котором сокращается выдача кредитов в высокорисковых сегментах по повышенным ставкам и растут выдачи относительно низкорисковых кредитов при одновременном росте ставок по ним (Банк России, 2021b). В результате средняя ставка по вновь предоставляемым населению денежным средствам остается неизменной.

Наконец, экономия на затратах на капитал за счет распространения среди крупнейших банков подхода внутренних рейтингов с индивидуальным расчетом оценок коэффициентов риска для отдельных активов.

Неценовые объемы и условия кредитования

Теоретически устойчивость процентных ставок к изменениям требований макропруденциального регулирования может не отражать изменение оценок рисков банками и корректировок выдач кредитов относительно плановых показателей. Регулирование банками объемов выдач кредитов, помимо процентных ставок, может также осуществляться через неценовые требования к заемщикам — метрики дохода и персональных параметров, а также через предельные суммы кредитования. Поэтому влияние макропруденциальной политики на темпы выдач кредитов могло реализоваться также по этому каналу.

Банк России использовал различные подходы для оценки воздействия пруденциальной политики на темпы роста кредитования. Для этого применялись как прогнозные методы, так и анализ данных. В результате проведенных исследований были сделаны 2 основных вывода о влиянии новых макропруденциальных мер на кредитование:

- нельзя говорить о значимом влиянии надбавок к коэффициентам риска на темпы роста выдач новых потребительских кредитов;
- под влиянием надбавок банки стали изменять структуру кредитования в пользу кредитов, требующих меньше собственных средств (Банк России, 2021b), то есть с меньшими ПСК.

Основное возможное объяснение слабой восприимчивости динамики кредитования к ужесточению макропруденциальной политики может состоять в существенных запасах достаточности капитала, особенно у универсальных банков, которые позволяют на горизонте до 1 года не ограничивать планируемые темпы выдач кредитов без нарушения нормативов достаточности капитала с учетом макропруденциальных надбавок (Мирошниченко, 2021). Так, осуществляя прогноз основных показателей своей деятельности, банки при объявлении новых макропруденциальных мер могут сделать для себя вывод, что имеющегося запаса по достаточности капитала хватает для поддержания запланированной кредитной активности. Обычно в I квартале банки проводят аудит прибыли за прошедший период, что позволяет учесть ее как источник капитала и восстановить значения нормативов достаточности до исходных значений. Это обеспечивает возможность устойчивого роста кредитного портфеля.

Подводя итог, можно сказать, что детальный анализ выдач розничных кредитов по выборкам из отдельных банков свидетельствует о воздействии макропруденциального регулирования на темпы роста выдач кредитов с наиболее рискованными параметрами, а также об общем сдерживающем воздействии макропруденциального регулирования на банки, особенно активные в сегментах розничного кредитования, преимущественно потребительского (Пеникас, 2021). Было зафиксировано, таким образом, некоторое положительное влияние мер макропруденциальной политики на риски для финансовой стабильности через охлаждение отдельных наиболее уязвимых сегментов кредитования, то есть изменение структуры кредитного портфеля в сторону меньшей рискованности, а также через ограничение деятельности организаций с избыточной склонностью к риску.

В любом случае значительного влияния со стороны принятых макропруденциальных мер на общие макроэкономические показатели не наблюдалось, так что пересмотра траекторий ключевой ставки Банком России не потребовалось. Таким образом, несмотря на ужесточение макропруденциального регулирования, ДКП продолжала проводиться без специальных корректировок на него. Но стоит подчеркнуть, что при принятии решений по динамике ключевой ставки обязательно принимались во внимание как новые решения в области макропруденциального регулирования, так и текущие денежно-кредитные условия, то есть поступающие данные по условиям и объемам кредитования.

III. ВЫВОДЫ

С конца 2014 г., когда были имплементированы основные элементы режима таргетирования инфляции, Банк России при проведении ДКП продолжал сталкиваться с накоплением и реализацией финансовых рисков различного масштаба. В целом в эти годы Банк России придерживался отдельного целеполагания ДКП и мер пруденциального регулирования, то есть в обычных условиях ключевая ставка изменялась только в ответ на те факторы, которые влияли на инфляцию, а задача ограничения системных рисков решалась с помощью макропруденциальных инструментов. Если системные риски все же реализовывались, приоритетной целью Банка России было обеспечение финансовой стабильности. Представляется, что в перспективе такой подход будет оптимальным, но и не означает отсутствия необходимости совершенствования инструментария осуществления обеих политик.

Опыт Банка России говорит о том, что система операционных инструментов ДКП, выстроенная с учетом потенциальных рисков, характера шоков ликвидности, структуры финансового сектора, служит эффективной преградой для распространения финансовых рисков. Выбранная Банком России стратегия таргетирования инфляции не только способствует макроэкономической стабилизации, но и с отказом от валютных интервенций ведет к стабилизации ликвидности банковского сектора. А подход к управлению краткосрочными ставками денежного рынка, при котором центральный банк полагается на рыночную активность, активно использует все собственные инструменты, в том числе обязательные резервы, повышает устойчивость банковского сектора к рискам.

Еще один вывод состоит в необходимости иметь в запасе как можно более полный инструментарий по проведению различных видов политик, чтобы иметь возможность оперативно и с наименьшими затратами ограничить нежелательные последствия от реализации системных рисков. Прошлые кризисы продемонстрировали, что комбинация таких инструментов дает максимальный эффект.

Развитие подходов микропруденциальной и макропруденциальной политики банковской деятельности усилило возможности регуляторов по управлению финансовыми рисками с помощью системы нормативов. На фоне усложнения пруденциального регулирования банков Банк России при проведении ДКП сталкивался с новой задачей — оценкой влияния изменения регулирования банков на денежно-кредитные условия и необходимостью корректировки ключевой ставки.

Что касается существующего набора инструментов для проведения оптимальной политики, то опыт показывает достаточность инструментария ДКП. Прежде всего это относится к инструментам, связанным с осуществлением Банком России функции кредитора в последней инстанции. Что касается мер пруденциального характера, то их развитие далеко не завершено. Так, например, Банк России находится только в начале пути по разработке системы макропруденциальных лимитов, эффективность которых еще предстоит оценить — это очевидная задача на будущее. Потенциально налаживание такой системы способно повлиять на денежно-кредитные условия и на решения по ключевой ставке.

Достаточно важным является вопрос соотношения отдельных мер пруденциального регулирования между собой. Решения Банка России в рамках антикризисных пакетов, связанные с ослаблением требований к формированию резервов на возможные потери и отложенными переоценками для валютных курсов и цен активов, по своей сути являются завуалированным снижением требований к нормативам достаточности капитала. У этих решений может быть существенный недостаток: отсутствие четкой, прозрачной картины происходящего, возникновение своего рода двух финансовых состояний у банков — с учетом регулятивных послаблений и без них, если они становятся не временными, а де-факто постоянными (Тулин, 2020). Подобная ситуация, помимо привнесения некоторых трудностей в процесс принятия решений и регулятором, и экономическими агентами, может иметь и отложенные риски. Связаны они с неполной сопоставимостью данных при анализе длинных временных рядов, что может снизить действенность модельного аппарата¹⁹.

¹⁹ Частично эта проблема может быть устранена за счет ориентирования по графикам выхода из регулятивных послаблений, в котором Банк России прозрачно отражает период действия возможности отхода от стандартного банковского регулирования. В то же время оценка истинных значений пруденциальных нормативов и других банковских метрик в кризисные периоды, то есть эпизоды нелинейного изменения показателей, все еще остается задачей, для которой недостаточно информации только о действии или отсутствии действия регулятивных требований.

Сложность в регулировании системных рисков и поиске оптимальной стратегии для регулятора состоит также в том, что развитие инструментария и подстройка подходов замедленны к изменению ситуации на финансовом рынке. Естественной является ситуация, когда происходит бурный рост популярности какого-либо финансового продукта и только при выявлении признаков существенного накопления рисков и анализа их специфики следует реакция регулятора.

В такой же, если не в большей степени, указанный принцип применим для новых рыночных сегментов, связанных, например, с развитием новых технологий. Так, масштабное использование цифровых финансовых активов потенциально может генерировать риски для финансовой стабильности, которые в настоящий момент трудно оценить. В этой связи для регулятора требуется совершенствовать дальше деятельность по раннему выявлению таких рисков.

Другим важным направлением в деятельности Банка России является дальнейшее развитие модельного аналитического и прогнозного аппарата, помогающего оценивать взаимное влияние 2 политик на обозримом временном горизонте. Примером такой работы может быть оценка макроэкономических последствий от введения макропруденциальных лимитов.

ПРИЛОЖЕНИЕ 1

Приложение содержит материалы, дополняющие и раскрывающие детали взаимосвязей между ДКП и финансовой стабильностью. Для общего ознакомления с темой ДКП и финстабильности оптимально изучение представленных материалов.

История вопроса о денежно-кредитной политике и финансовой стабильности

Взгляды как академической науки, так и регуляторов на взаимосвязь ДКП и финансовой стабильности менялись с течением времени. Наиболее сильное влияние на их эволюцию оказали такие факторы, как развитие финансовых систем и глобализация мировой экономики. Последние кризисы привели к осознанию необходимости выработки более системных подходов к вопросам ДКП и финансовой стабильности.

С распространением подходов инфляционного таргетирования в экономиках с развитыми рынками и до начала 2000-х гг. ценовая стабильность виделась как необходимое и достаточное условие для финстабильности (Schwartz, 1995). Волатильность цен на потребительские и инвестиционные товары оценивалась как препятствие для построения бизнес-планов, в том числе инвестиционных, и функционирования финансового сектора как выполняющего посредническую функцию в экономике.

«Пузырь» dotcom, то есть завышенные цены на акции технологических и цифровых компаний, в начале 2000-х гг. в США привлек внимание регуляторов и исследователей, в частности, к возможности использования ДКП для ликвидации дисбалансов на рынках и минимизации потенциальных негативных последствий. В то же время кризис на финансовом рынке оказал умеренное влияние на реальный сектор (Saint Louis Fed, 2021), и проблематика негативного влияния рисков для финстабильности на экономику не вышла на первый план. Ультрамягкая ДКП Федеральной резервной системы, способствовавшая успешному восстановлению экономической активности, утвердила регуляторов, что нет необходимости отдельно учитывать финансовые риски, ведь эффекты от них могут устраняться мерами ДКП.

Мировой финансовый кризис 2007–2008 гг. показал, что сохранение мягких денежно-кредитных условий даже в условиях ценовой стабильности приводило к накоплению рисков для финансовой стабильности (Андреева & Шульгин, 2015). Меры ДКП после кризиса сами могут выступить фактором для формирования новых рисков для финансовой стабильности: формирование ипотечного «пузыря» и связанных с ним других системных рисков в определенной степени произошло в условиях сверхнизких процентных ставок, установленных для поддержки экономики после кризиса dotcom.

В то же время отсутствия ценовой стабильности для накопления рисков для финансовой стабильности в общих случаях недостаточно. Так, в российской экономике до мирового финансового кризиса 2007–2008 гг. наблюдалась относительно повышенная волатильность инфляции, при этом накопления рисков для финстабильности из-за отсутствия ценовой стабильности в терминах таргетирования инфляции не происходило²⁰.

Современный консенсус состоит в том, что **ценовая стабильность не обеспечивает финансовую стабильность, а отсутствие ценовой стабильности в терминах таргетирования инфляции необязательно риск для финансовой стабильности**. Нарушение ценовой стабильности может усиливать угрозы финстабильности — например, если оно произошло из-за движения капитала.

²⁰ Повышенная инфляция может приводить к росту долларизации, однако такой кейс не является универсальным и соотносится со специфическим внешним риском. Кроме того, долларизация может развиваться без макроэкономической нестабильности — например, в экономике с повышенной долей экспорта.

Реализация рисков для финстабильности может нарушать ценовую стабильность — например, ускорять инфляцию из-за изменения курса национальной валюты. Общая постоянная закономерность при этом не проявляется, и в зависимости от специфических условий в экономике риски для ценовой и финстабильности могут быть как не связаны, так и иметь разнонаправленные причинно-следственные связи.

Анализ влияния ДКП на экономику не может ограничиваться рассмотрением отдельно реального сектора или фрагментарной оценкой ее влияния на финансовые показатели, в основном монетарные. Так, ключевая ставка как недифференцированный инструмент может воздействовать на различные финансовые показатели. ДКП может влиять и на склонность к риску в финансовом секторе, ограничивая или усиливая риски для финансовой стабильности, не оказывая при этом воздействия непосредственно на устойчивость отдельных финансовых организаций в краткосрочной перспективе (Borio & Zhu, 2008). Кроме того, ДКП может косвенно влиять на финансовый сектор через поведение клиентов финансовых организаций²¹. Влияние ДКП на цены активов и кредитную активность может различаться: отдельные сегменты финансового рынка, например, рынок акций, могут быть менее подверженным влиянию ДКП, чем кредитование и долговой сегмент финансового рынка (Gali, 2014).

Асинхронность развития тенденций в реальной экономике и финансовом секторе оказывает влияние на результаты проведения ДКП и риски для финансовой стабильности. Замедление финансовых показателей может затруднять ускорение экономики, а ответная мягкая ДКП — усиливать волатильность финансовых показателей и формировать предпосылки для ускоренного возрастания цен финансовых активов и накопления дисбалансов в финансовом секторе.

Обычно влияние ДКП на финансовую стабильность при оценке монетарного воздействия на системные риски анализировалось без учета мер макропруденциального регулирования. Неэффективность регулятивных мер при этом априори не предполагается. Такой изолированный подход хорош тем, что позволяет проанализировать (не)целесообразность использования ДКП для обеспечения финансовой стабильности вне зависимости от внешних для ДКП условий.

Академические исследования

Академический анализ исходит из необходимости взаимодействия между ДКП и макропруденциальной политикой и строится вокруг оценки оптимальности мер по одновременному достижению ценовой стабильности и ограничению системных рисков. Подобный подход базируется на идее, что ДКП, влияющая на номинальные макроэкономические показатели, потенциально может внести положительный вклад в укрепление устойчивости финансового сектора.

Принцип разделения целей между ДКП и финансовой стабильностью применяется при оптимальной и эффективной макропруденциальной политике. То есть если существует возможность настроить макропруденциальную политику так, чтобы происходило действенное и точное регулирование финансовых дисбалансов, то отсутствует необходимость использовать ДКП для обеспечения финансовой стабильности (Van der Groot, 2020). В этом случае цель оптимального проведения ДКП будет заключаться в обеспечении ценовой стабильности в соответствии со стандартным режимом таргетирования инфляции (Caballero & Simsek, 2019).

При этом ДКП должна учитывать изменения финансовых условий в экономике, которые происходят из-за влияния макропруденциальной политики. Так, изменение нагрузки на капитал банков в краткосрочной перспективе может ограничивать кредитование и экономическую активность. Поэтому при проведении ДКП регулятору необходимо принимать во внимание действие макропруденциального регулирования: как оно влияет на экономическую активность и инфляцию.

²¹ Пример — влияние процентного канала трансмиссии ДКП на склонность реального сектора к сбережениям, что при прочих равных действует на динамику изменения баланса финансового сектора.

Макропруденциальное регулирование колебаний долговой нагрузки может позволить избежать состояния *zero lower bound*, когда ключевая ставка на околонулевом значении (Ferrero et al, 2018). В этом случае макропруденциальное регулирование будет ограничивать риски для финансовой стабильности, то есть даже при их реализации снижение выпуска в экономике будет не столь большим, как могло быть. С точки зрения ДКП это потребует меньшего снижения ключевой ставки. С другой стороны, применение такого контрциклического инструмента может способствовать восстановлению экономики, снимая в определенной степени нагрузку с ДКП и на повышательной фазе цикла. Этот эффект макропруденциального регулирования по сути благоприятная экстерналия для ДКП: даже при независимой макропруденциальной политике, то есть не учитывающей никаких целей ДКП, он может повышать ее эффективность.

При этом следует учитывать и обратную взаимосвязь, поэтому набор макропруденциальных мер, необходимых для влияния на экономику, также зависит от жесткости ДКП (Mendicino et al, 2020). Воздействие макропруденциальных мер может менять при *zero lower bound* (Chen et al, 2020). Так, ужесточение макропруденциальной политики в краткосрочной перспективе может оказывать негативное влияние на экономическую активность за счет сокращения активности в кредитовании. Если в это время ДКП находится вблизи *zero lower bound*, то поддержание экономики за счет снижения ключевой ставки окажется невозможным, и макропруденциальное регулирование будет приводить к отклонению инфляции вниз от цели.

Учет финансовой стабильности в ДКП может быть дополнительной мерой по ограничению системных рисков, в том числе при накоплении, если меры пруденциального регулирования неэффективны (Stein, 2019). В этом случае регулятор при проведении монетарной политики отступает от стандартного целеполагания и вносит свой вклад в ограничение рисков для финансовой стабильности, устанавливая ключевую ставку выше или ниже уровня, необходимого по стандартному таргетированию инфляции (Farhi & Werning, 2016). Макропруденциальная политика обычно направлена на сегменты финансовой системы, а ДКП может воздействовать на всех участников экономической деятельности (Stein, 2012). Поскольку ДКП влияет не только на ставки и темпы кредитования, но и на склонность к риску участников финансовой системы (Dell'Ariccia et al, 2014), то она способна уменьшать вероятность финансового кризиса на краткосрочном и среднесрочном горизонте (Boissay et al, 2021). ДКП и макропруденциальные меры могут быть дополняющими при значимом переносе кредитных спредов в предельные издержки и цены (Стырин & Хотулев, 2020). ДКП с учетом кредитного цикла может быть эффективной, если присутствуют десинхронизация и отклонение в кредитных ставках от динамики ключевой ставки — *financial frictions* (Andreev et al, 2020). Превентивная ДКП может эффективно дополнять макропруденциальную политику при наличии рисков для финансовой стабильности, которые связаны с неоптимальным распределением инвестиций и срочной распродажей, или *fire sales*, активов на финансовых рынках (Стырин & Тишин, 2021).

Взаимодействие ДКП и макропруденциального регулирования также может генерировать дополнительные эффекты для экономики - экспортера сырьевых товаров. Кроме того, ДКП, ограничивающая системные риски, при высокой волатильности цен на экспортируемый товар в теоретических симуляциях может оказаться эффективнее стандартного таргетирования инфляции (Козловцева et al, 2019).

1. Денежно-кредитная политика и внешние риски финстабильности

Внешние риски формируются вне национальной экономики в результате изменения внешней конъюнктуры: из-за переоценки общестрановых рисков, ребалансировки портфелей иностранными инвесторами из-за корректировки процентных ставок, в том числе под воздействием ДКП; изменения структуры обязательств организаций-резидентов; изменения режима функционирования финансовой инфраструктуры; регуляторных ограничений на трансграничные инвестиции или движение капитала.

Заметим, что изменения условий торговли не являются источником системного риска, поскольку изначально влияют на реальный, а не финансовый сектор. Внешний системный риск может проявляться из-за динамики трансграничных финансовых потоков, и для выделения эффектов, связанных со стандартными финансовыми операциями, необходимо анализировать финансовый счет платежного баланса. Трансграничные потоки капитала могут влиять на параметры национальной финансовой системы, в том числе на денежно-кредитные условия и цены активов.

1.1. Трансграничное движение капитала

Существенное изменение внешних условий приводит к необходимости корректировки ДКП. Ее подстройка сопровождается установлением нового равновесия с изменившимся уровнем валютного курса и сальдо счетов платежного баланса. Стандартно ДКП корректируется при изменении внешних условий таким образом, чтобы обеспечить достижение цели по инфляции.

Вместе с тем ДКП влияет и на ценовые оценки национальных активов внешним сектором. Экономическая активность, уровень процентных ставок и динамика инфляции — все это учитывается при оценке рисков и перспективах покупки национальных активов со стороны внешнего сектора. В результате ДКП воздействует на динамику трансграничных финансовых потоков и может применяться потенциально для ограничения рисков, связанных с внешними условиями. При волатильных трансграничных потоках капитала, таким образом, ДКП теоретически может быть использована для установления нового краткосрочного равновесия, которому соответствуют меньшие риски для финансовой стабильности.

При этом влияние ДКП может быть различным в зависимости от параметров режима управления курсом национальной валюты. Гибкое курсообразование может сглаживать влияние трансграничных финансовых потоков на операционные показатели для организаций реального сектора - экспортеров и усиливать для банков.

Меры макропруденциального регулирования также могут ограничивать негативные эффекты, связанные с внешними рисками, поэтому ДКП как минимум необходимо учитывать это потенциальное влияние. Контроль за движением капитала (стандартно учитываемый не как макропруденциальный инструмент, а как специфическая мера внешней экономической политики) потенциально также может дополнительно ограничивать внешние риски, однако в современной практике он не распространен²².

Одновременно трансграничное движение капитала может снижать действенность ДКП в сглаживании реального цикла²³. Поэтому для максимального устранения негативного внешнего влияния потенциально может использоваться комбинирование инструментов разных политик²⁴.

При анализе внешних рисков целесообразно разделить трансграничное движение капитала на приток и отток. Это следует делать, поскольку риски могут накапливаться при разной его динамике, при этом приток и отток капитала на финусловия и реальный цикл могут влиять асимметрично.

Трансграничный приток капитала может способствовать постепенному накоплению системных рисков из-за изменения денежно-кредитных условий и роста подверженности активов в финансовом секторе рыночному риску. Из-за увеличения внешнего долга финансовых организаций могут генерироваться дополнительные валютные риски²⁵. Привлечение, в свою очередь, трансграничных финансовых потоков может способствовать общему смягчению денежно-кредитных условий за счет иностранных заимствований по более низким процентным ставкам, попутно содействуя укреплению нацвалюты.

²² Подробнее см. Приложение, подраздел «Ограничения трансграничного движения капитала».

²³ Подробнее см. Приложение, подраздел «ДКП в условиях «трилеммы» и «дилеммы».

²⁴ Подробнее см. Приложение, подраздел «ДКП в рамках Integrated Policy Framework».

²⁵ Внешний долг нефинансовых организаций также может быть причиной кризиса, но нужен анализ рисков генерируемые финансовым сектором, то есть на которые может влиять финансовый регулятор.

Внутреннее кредитование может избыточно расширяться, если банки привлекают иностранное фондирование по пониженным процентным ставкам и могут снизить ставки по внутренним кредитам²⁶. Цены активов при этом могут существенно расти, формируя перегрев на внутреннем рынке.

Ужесточение ДКП может способствовать привлечению иностранного капитала за счет повышения привлекательности для иностранных инвесторов внутренних условий. В этом случае ДКП не сможет выступить ограничителем для внутреннего перегрева и системных рисков как раз из-за спровоцированного ею увеличения трансграничного притока капитала. Экономика, экспортирующая сырьевые ресурсы, в меньшей степени может сталкиваться с проблемой избыточного привлечения капитала при ужесточении ДКП, так как циклы в ценах сырьевых товаров и циклы жесткости ДКП при прочих равных синхронизированы: ужесточение ДКП требуется, когда снижение цен на сырье сопровождается разворотом потоков капитала.

Смягчение ДКП потенциально способствует уменьшению притока иностранного капитала, однако воздействие на внутренние показатели может быть неравномерным и варьироваться от сектора к сектору. Снижение процентных ставок способно способствовать ускоренному росту отдельных сегментов внутреннего рынка. Это может быть, например, ипотечно-жилищный рынок или рынок акций, являющийся относительно более рискованным инструментом сбережений.

Трансграничный приток капитала часто вызывает меньше опасений со стороны регуляторов, особенно в экономиках с формирующимися рынками, из-за предполагаемой возможности эффективно его контролировать через валютные интервенции. Вместе с тем в такие периоды происходит накопление внешних системных рисков, которые могут реализоваться позднее, обычно при смене притока на отток. Как указывалось выше, использование ДКП в этих условиях для обеспечения финансовой стабильности затруднено. Поэтому при наличии сильного трансграничного притока капитала оптимальным является сохранение цели ДКП по обеспечению ценовой стабильности, в то время как ограничение внешних системных рисков должно производиться за счет финансового регулирования.

Трансграничный отток капитала, как правило, сопровождается ослаблением курса национальной валюты и падением цен активов, что негативно отражается на показателях долговой нагрузки в экономике и показателях деятельности финансовых организаций. Также может стать затруднительным рефинансирование внешнего долга в целом, причем если отток капитала вызван сильным снижением склонности к риску на мировых рынках, то затруднительным безотносительно его объема.

Эффективность **ограничения оттока капитала через ужесточение ДКП** может зависеть от масштаба повышения ключевой ставки, причин и механизма изменения страновых оценок риска иностранными инвесторами. Так, повышение ключевой ставки, которое будет компенсировать для иностранных инвесторов рост премии за риск, может сделать внутренний рынок привлекательным для иностранного капитала. Но вместе с тем его привлекательность для иностранных инвесторов может вырасти недостаточно, если при принятии решения они будут рассматривать как фактор само ужесточение ДКП. В этом случае инвесторы будут ожидать, что вслед за повышением процентных ставок будет происходить замедление экономической активности. Также ожидания могут сдерживать иностранных инвесторов от покупок национальных активов из-за наличия потенциала снижения цен на них. Более того, даже в условиях относительно привлекательных процентных ставок может сложиться ситуация, когда участники рынка не могут с приемлемо точно переоценить страновой риск (например, из-за сильного влияния неэкономических факторов).

Смягчение ДКП в условиях трансграничного оттока капитала не применяется, как правило, поскольку такая политика противоречит целям и по инфляции, и по финстабильности.

²⁶ Влияние трансграничных потоков капитала на динамику кредитования в также теоретически рассматривается как возможный эффект из-за роста базы фондирования банков, но представляется, что увеличение обязательств банков не является необходимым для расширения баланса банковского сектора, и возникновение кредитного «перегрева» на внутреннем рынке не является прямым следствием притока иностранного капитала. Исключением может быть кредитование на внутреннем рынке в иностранной валюте — в этом случае банки могут увеличивать предложение кредитов.

Переход к смягчению ДКП может быть осуществлен после реализации системных рисков и достижения нового равновесия. Если одновременно оказываются сформированы ожидания роста цен активов, сопровождаемого снижением процентных ставок, то такая комбинация становится привлекательной для иностранного капитала.

Как уже указывалось выше, отток капитала часто вызывает реализацию внешних системных рисков, накопленных в предыдущие периоды, в том числе в период притока капитала. Эти риски могут воздействовать напрямую, например, через невозможность рефинансировать внешний долг, и опосредованно — за счет ослабления национальной валюты, а также в результате сопутствующего снижения цен активов на финрынках. Ужесточение ДКП, обычно сопровождающее эпизоды оттока капитала, иногда способно частично сгладить возникающие негативные эффекты, повышая привлекательность внутреннего рынка для иностранных инвесторов. При этом оптимальная реакция ДКП зависит от факторов, спровоцировавших отток капитала, и в том числе может потребовать фундаментальных изменений. Сюда можно отнести, например, отказ от режима управляемого валютного курса, если он проводился ранее. Компенсация негативных эффектов, возникающих при реализации внешних системных рисков, скорее будет более эффективной, если наряду с мерами ДКП задействовать иные инструменты, которыми располагает регулятор. К их числу можно отнести систему валютного рефинансирования и регулятивные послабления. Меры для сглаживания последствий оттока капитала могут варьироваться также в зависимости от того, преобладает в волатильности трансграничного движения капитала циклическая или структурная компонента.

Азиатский финансовый кризис

Азиатский финансовый кризис 1997–1998 гг. стал результатом формирования системы банковского регулирования, неадекватной реалиям финансового рынка. Триггером усиления волатильности на финрынках стал резкий отток иностранного капитала из экономики стран Юго-Восточной Азии. Далее кризис распространился на азиатские экономики, а также неазиатские экономики с формирующимися рынками, включая российскую. Основы кризиса в этих экономиках были заложены масштабным притоком иностранного капитала в середине 1990-х годов. Результатом стали ослабление многих национальных валют, высокая инфляция и потери в реальном секторе.

Хронологически кризис начался в Таиланде в 1997 г., когда на фоне оттока капитала из-за нехватки у государства иностранных активов для поддержания фиксированной привязки к доллару США началось ослабление тайского бата. Дальнейшее усиление оттока иностранного капитала вызвало ускоренное падение курса бата, что привело к затруднениям в обслуживании внешнего долга экономическими агентами. На этом фоне отток капитала стал распространяться и на другие экономики региона, отражая переоценку рисков иностранными инвесторами.

В результате снижения курсов национальных валют значение показателя отношения внешнего долга к ВВП в отдельных экономиках увеличилось почти в два раза. Наличие большой доли краткосрочных обязательств в структуре внешней задолженности создало риски для стабильности ее обслуживания: в отдельных экономиках (например, в Индонезии) объем краткосрочного внешнего долга составлял более 100% от международных резервов. Увеличение экспорта в условиях ослабления национальной валюты только частично нивелировало проблемы, связанные с повышением внешней долговой нагрузки.

Негативные эффекты затронули банковский сектор, в том числе из-за ухудшения качества кредитов. В среднем объем банковских кредитов в нацвалюте составлял около 70% ВВП стран, пораженных кризисом. Это стало результатом того, что рост экономик региона сопровождался кредитным бумом с темпами годового прироста кредита свыше 50%, вызвав накопление внутренних рисков. Проблемы в азиатских экономиках усугублялись недостатками корпоративного управления, а также неадекватностью банковского регулирования и надзора в период развития банковского сектора.

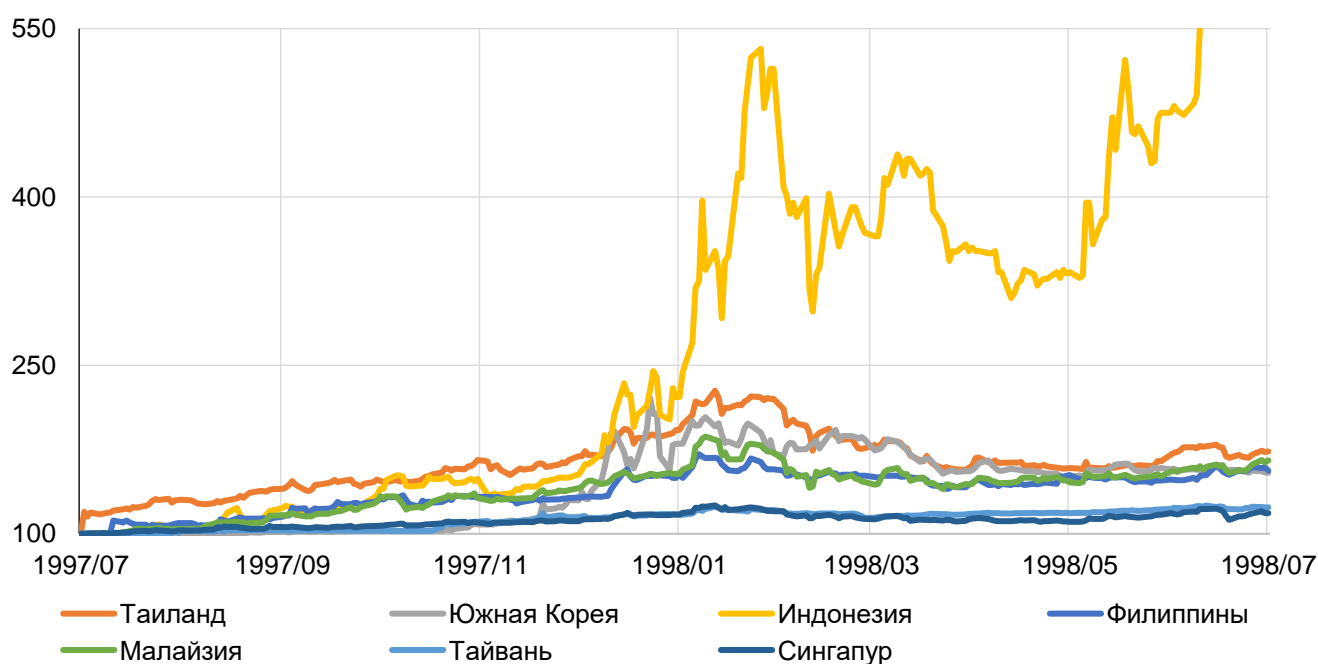
Концепция банковского регулирования в соответствии с принципами Базеля I предполагала установление слишком низких коэффициентов риска по краткосрочным требованиям банков в отношении других банков и финансовых организаций.

Накопление внешнего долга было спровоцировано в том числе неразвитостью национального финансового рынка. Так, например, практически отсутствовал рынок облигаций в национальной валюте. В результате диспропорции в платежном балансе привели к накоплению внешних рисков, несмотря на позитивные устойчивые показатели экономического роста.

Темпы годового прироста валового выпуска в экономике стран Юго-Восточной Азии составляли 5–10%, росли цены активов — в частности, сформировался перегрев на рынке недвижимости, и этот процесс де-факто поддерживался внешним финансированием. Однако этот рост оказался неустойчивым — не в последнюю очередь в связи с низкой производительностью труда и недостаточной эффективностью инвестиционных проектов крупнейших нефинансовых организаций, привлекавших иностранное финансирование. В результате ограничение иностранного финансирования привело к ухудшению финансовых показателей и способствовало возникновению потерь в реальном секторе.

В целях поддержания национальных валют и ограничения инфляции ДКП в азиатских экономиках в период кризиса 1997–1998 гг. ужесточалась. Но ее жесткость могла быть оценена как недостаточная (Corsetti et al, 1998), так как трансграничный отток капитала был связан с существенной переоценкой рисков иностранными инвесторами, поэтому производившееся повышение ключевых ставок для привлечения иностранного капитала оказывалось неэффективным.

Рисунок 19. Динамика курсов валют (июль 1997 г. = 100%)



Источник: Bloomberg.

1.2. ДКП в условиях «трилеммы» и «дилеммы»

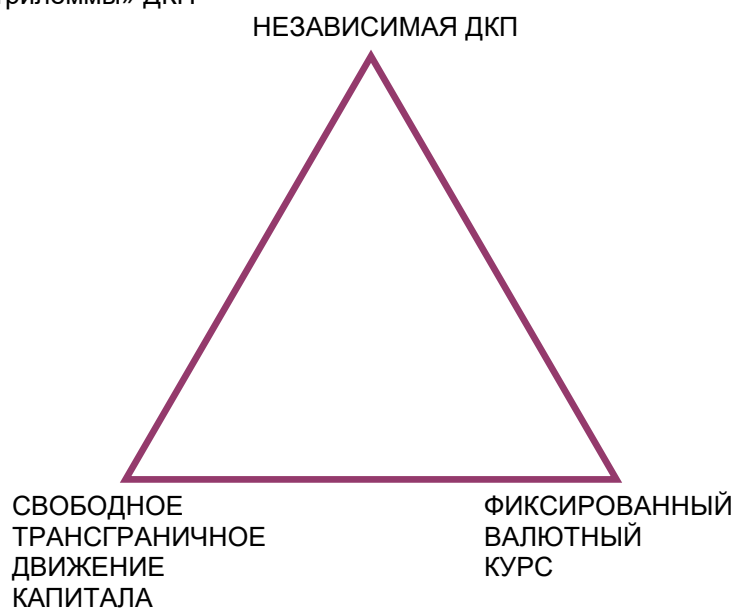
Малая экономика при проведении ДКП сталкивается с необходимостью выбора 2 из 3 управляющих параметров (Fleming, 1962):

- независимая ДКП;
- свободное трансграничное движение капитала;
- фиксированный валютный курс.

«Трилемма» ДКП означает, что при поддержании свободного трансграничного движения капитала для проведения независимой ДКП необходимо свободное формирование национального валютного курса (Mundell, 1963).

Глобальные финансовые потоки для экономик с формирующимися рынками могут приводить к трансформации указанной проблемы. В результате регуляторы могут сталкиваться с проблемой уже не «трилеммы», а «дилеммы» ДКП, когда проведение независимой ДКП в условиях «дилеммы» возможно только при управлении трансграничными потоками капитала (Rey, 2015). Возникновение «дилеммы» ДКП объясняется тем, что внешние финансовые условия влияют на внутренние условия, в том числе динамику кредитования и долговую нагрузку, а также столь сильно цены активов, что плавающий валютный курс является недостаточным стабилизатором. Поэтому подобное влияние влечет необходимость сглаживания дисбалансов посредством ДКП.

Рисунок 20. Схема «трилеммы» ДКП



ДКП в такой концепции «дилеммы» рассматривается как инструмент для сглаживания дисбалансов, вызванных динамикой внешних финансовых показателей, то есть де-факто предполагает использование ДКП для обеспечения финансовой стабильности. В отличие от этой концепции в «трилемме» Манделла-Флеминга предполагается возможным с помощью независимой ДКП сглаживать колебания реального цикла и инфляции, но перед ней не ставится дополнительная задача по обеспечению финансовой стабильности.

Концепция «дилеммы» ДКП предполагает управление потоками иностранного капитала либо через прямой контроль, либо через макропруденциальную политику. При этом учитывается ограниченность действенности такого управления: меры контроля капитала обладают низкой эффективностью в условиях глобального цифрового рынка, а макропруденциальные меры направлены на повышение устойчивости финорганизаций, но недостаточно эффективны для сглаживания динамики показателей, связанных с внешней финансовой деятельностью.

1.3. Ограничения трансграничного движения капитала

При активном контроле внешних операций ДКП потенциально может более эффективно достигать цели по ценовой стабильности, так как будут дополнительно сглаживаться шоки, генерируемые во внешнем секторе. Теоретически контроль над трансграничным движением капитала устраняет проблему «дилеммы», то есть создает ситуацию, при которой внешние риски для финансовой стабильности при принятии решений по ДКП можно не учитывать.

Применение мер ограничения трансграничного движения капитала возможно при наличии сформированной эффективной банковской пруденциальной политики, а отсутствие действенного банковского надзора может приводить к дополнительному формированию риска в банковском секторе из-за обхода банками ограничительных мер (International Monetary Fund, 2000). Несовершенство регистрации и статистического учета операций, в том числе прямых иностранных инвестиций и трансграничного кредита, может приводить к переоценке регулятором эффективности реализуемых мер контроля международного движения капитала (Bank of International Settlements, 2017). Поэтому реализацию мер контроля трансграничного движения капитала следует проводить последовательно и повсеместно, исключая возможности для возникновения сегментов, сохраняющих подверженность внешнему риску, например, офшорных валютных и валютно-денежных рынков. Если не следовать этому правилу, то внешние рынки, подобные офшорным валютным рынкам, при введении регуляторных ограничений ограниченного действия могут обеспечивать повышенную доходность благодаря наличию возможностей для арбитража, что будет формировать мощные стимулы для обхода барьеров.

На практике современные центральные банки и другие финансовые регуляторы либо не используют меры контроля над трансграничным движением капитала, либо применяют их нерегулярно и в ограниченном объеме. Происходит это потому, что их использование угрожает такому аспекту устойчивости платежного баланса, как возможность привлечения иностранного капитала после завершения периода его оттока. Например, введенное ограничение на вывод капитала из страны впоследствии может привести к полному отказу инвесторов от вложений в ее экономику. Кроме того, по мере технологического развития на практике контроль за движением капитала может быть обойден с большой эффективностью. Исключением здесь можно назвать введение контроля над движением капитала для поддержания финстабильности — этим характеризовался опыт Банка России в 2022 году²⁷.

1.4. ДКП в рамках Integrated Policy Framework

Международный валютный фонд в 2020 г. представил новую аналитическую концепцию интегрированной макрополитики — Integrated Policy Framework (IPF). IPF предполагает использовать широкий набор инструментов для сглаживания неблагоприятного воздействия внешних факторов с учетом глобальных изменений в мировой экономике. IPF строится на нескольких предпосылках об экономике (Basu et al, 2020):

- Развитие финансовых рынков не сделало их более совершенными. Страны с формирующимися рынками подвержены повышенной волатильности трансграничных потоков капитала, а, следовательно, их более сильному влиянию на финансовый и реальный секторы.
- Внешние контракты заключаются преимущественно в долларах США, что может ограничивать преимущества плавающего курса — явление «доминирующей практики ценообразования».
- Заимствования на международных рынках капитала увеличивают валютное несоответствие активов и пассивов балансов организаций в мировых экономиках.

²⁷ Подробнее см. подраздел «Геополитический кризис 2022 года».

Исходя из этого авторами предлагается расширенный набор инструментов по сравнению с набором из модели Манделла-Флеминга.

IPF использует более системный аналитический подход, который помогает определить условия для использования и координации мер ДКП, макропруденциальных мер, валютных интервенций и ограничений на движение капитала для эффективного достижения целей макроэкономической и финансовой стабильности (Boz et al, 2020). Проведение IPF предполагает, что это улучшит коммуникацию и будет способствовать повышению доверия экономических агентов к политике регулятора (Adrian et al, 2020).

Рисунок 21. Схема IPF



Рекомендации IPF резюмируются следующим образом:

- IPF — не предлагает унифицированных решений, оптимальная политика зависит от характеристик конкретной экономики и природы возникающего шока. Комбинация инструментов политики для экономики с недостаточно развитым финансовым рынком и большим внешним долгом в иностранной валюте, например, будет отличаться от комбинации для экономики с глубоким и ликвидным финрынком или небольшим объемом внешнего долга в иностранной валюте.
- IPF не используется для обоснования поддержки целевого курса национальной валюты.
- Экономика с плавающим курсом, глубокими валютными рынками и бесперебойным доступом к рынкам капитала наиболее эффективно может подстраиваться к внешним шокам за счет автоматической стабилизации через гибкую подстройку валютного курса.
- Уязвимости — неглубокий финансовый рынок, высокая долларизация, плохо заякоренные инфляционные ожидания, и другие — могут ограничивать эффективность подстройки экономики через плавающий валютный курс, так что может потребоваться использование целого набора инструментов с определенной иерархией их использования в зависимости от специфичных для каждой страны экономических условий и шоков, которым она подвержена.

- Негативное воздействие волатильности на финрынках при существенном несоответствии срочности и/или валютной структуры активов и пассивов в балансах системно значимых организаций может быть ограничено за счет мер по контролю за движением капитала, валютных интервенций и макропруденциальной политики. Применение этих инструментов может усилить эффективность ДКП, что в результате позволяет достигать ценовой и финансовой стабильности при меньшей волатильности валового выпуска. Формирование резервов капитала и ликвидности в периоды роста также способствует более гладкому прохождению периодов кризиса.
- Против явления «внезапной остановки» притока капитала могут использоваться превентивные меры по его ограничению, что позволит снизить риски для финансовой стабильности. Меры по ограничению трансграничного движения капитала могут компенсировать неактивное макропруденциальное регулирование.
- Стабилизационные преимущества IPF при этом должны соизмеряться с оценкой потерь от более медленного развития финансового рынка, возможными сложностями в коммуникации при объяснении мотивов принятия соответствующего решения, а также с другими побочными негативными последствиями.

Теоретически регулярное обращение к вышеперечисленным инструментам должно приводить к развитию и устойчивости в долгосрочной перспективе тех сегментов финансовых рынков и институтов в экономике, на коррекцию которых меры изначально были направлены. При этом сочетание различных инструментов макроэкономической политики помогает и повышению эффективности при достижении целей ценовой и финансовой стабильности.

Де-факто IPF предлагает сочетание таргетирования инфляции с дополнительными инструментами стабилизационной макрополитики, которые в настоящее время используются в современных мировых экономиках.

Не надо забывать, что снижение подверженности экономики внешним рискам может быть достигнуто и через фундаментальное улучшение макропоказателей благодаря применению мер фискальной политики или иным административными решениями. Так, после 2009 г. в экономиках с формирующимися рынками существенно снизилась уязвимость госдолга к оттокам капитала за счет роста резервов в иностранных валютах, повышения гибкости курсообразования национальной валюты и снижения объемов внешних заимствований. Для сглаживания влияния волатильности трансграничных потоков капитала без цели управления валютным курсом или ожиданиями международных инвесторов могут использоваться адаптированные механизмы аккумуляции и расходования суверенных фондов.

2. Денежно-кредитная политика и внутренние риски финстабильности

ДКП потенциально способна ограничивать не только внешние, но и внутренние системные риски, то есть риски, источник которых расположен внутри национальной финансовой системы. При этом ее использование для этой цели не должно входить в противоречие с достижением цели по инфляции. То есть встает вопрос о выборе оптимальной стратегии при проведении ДКП, принимая во внимание следующие обстоятельства:

- Проводится ли политика в условиях формирования внутренних системных рисков?
- Возможно ли взаимное влияние ДКП и пруденциального регулирования?

В зависимости от ответов на эти вопросы выделяются 3 режима ДКП с (не)учетом финансовой стабильности при принятии решений:

- ДКП не используется для сдерживания рисков финансовой стабильности.
- ДКП учитывает риски финансовой стабильности дискреционно.
- ДКП учитывает риски финансовой стабильности на постоянной основе.

В общих случаях формирование внутренних системных рисков может быть связано с принятием решений национальными финансовыми организациями. Разграничение между внутренними и внешними системными рисками при этом может быть не совсем четким. Например, рост валютных обязательств банков может быть внутренним риском, а обеспечивающий валютное фондирование банков приток иностранного капитала будет корреспондировать с внешними рисками.

2.1. Без учета: Jackson Hole Consensus

При проведении ДКП не учитывает риски для финансовой стабильности, ограничение накопления системных рисков и поддержание финансовой стабильности при реализации системных рисков — прерогатива макропруденциальной политики. ДКП ориентируется на управление ликвидностью банковского сектора и корректировку денежно-кредитных условий в монетарных целях, то есть для обеспечения целевых показателей по экономической активности или инфляции.

Подход ДКП, не учитывающий риски для финансовой стабильности, был сформирован как консенсус центральных банков на симпозиумах в Джексон-Хоул и получил название Jackson Hole Consensus, или подход Clean Up The Mess (Stevenson, 2002) от политики Федеральной Резервной Системы, связанной в значительной мере с Аланом Гринспеном, председателем в том числе после кризиса dotcom. Такая политика является классическим вариантом ДКП, когда ее меры не используются для обеспечения финансовой стабильности. На этапе накопления системных рисков ДКП придерживается основной цели по инфляции или экономической активности, а при реализации кризисных явлений вступает в антикризисную фазу clean. Реализация фазы clean предполагает снижение процентных ставок для поддержания кредитования и совокупного спроса. Поддержка функционирования финансовых рынков может осуществляться через предоставление дополнительной банковской ликвидности.

ЖНС исходит из того, что реальные возможности центрального банка повлиять на завышенные ожидания и чрезмерный рост цен на финансовых рынках ограничены. Так, «пузыри» на рынках обнаружить сложно, даже если тщательно отслеживать динамику относительных цен различных активов в экономике. Кроме того, не всегда центральный банк обладает большей информацией, чем рынки (Mishkin, 2007). Если центральный банк обнаруживает «пузырь», то с большой долей вероятности он уже идентифицирован и участниками рынка и в ближайшее время «лопнет». Таким образом, обнаруживаемые центральным банком «пузыри», скорее всего, уже приблизились к максимальным размерам, и продолжение «перегрева» рыночных сегментов вряд ли продолжится на длительном временном периоде (Mishkin, 2011).

Повышение процентных ставок для противодействия «пузырям» обладает также неоднозначным эффектом, поскольку участники рынка могут ожидать существенно больших доходностей от вложений в соответствующие сегменты рынка, так что изменение процентных ставок на несколько процентных пунктов вряд ли существенно изменит сложившиеся на рынке тенденции. Кроме того, поддержание финансовой стабильности может быть обеспечено не путем влияния ДКП на формирование «пузырей» на рынках, а за счет поддержания устойчивости банковского сектора макропруденциальными мерами даже в сверхмягких денежно-кредитных условиях.

Аргументом за использования ДКП для финансовой стабильности является то, что финсектор, обладая знаниями о склонности к такому режиму центробанком, может принимать на себя повышенные риски с ростом финансовых показателей, надеясь на то, что впоследствии монетарные власти помогут им справиться с последствиями кризиса, в том числе за счет существенного смягчения денежно-кредитных условий (Keister, 2010). Таким образом, может формироваться риск недобросовестного поведения в финансовом секторе, выражающийся в повышенной склонности финансовых организаций к принятию на себя рисков, в том числе через игнорирование направленности ДКП и уровня процентных ставок, а также динамики финансовых показателей.

Элементы стратегии Clean Up The Mess использовались центральными банками после финансового кризиса для восстановления работы рынков, когда некоторые элементы трансмиссионного механизма ДКП могут функционировать ограниченно. Так, Европейский центральный банк трактовал меры, принятые после острой фазы мирового финансового кризиса 2007–2008 г. (низкие процентные ставки, долгосрочное финансирование банковского сектора, программа покупки активов) как поддерживающие трансмиссию ДКП (Европейский центральный банк, 2010).

2.2. Дискреционный учет: *Leaning Against Wind*

В рамках этого режима при проведении ДКП финансовая стабильность учитывается на дискреционной основе: когда накопление системных рисков становится очевидным или реализация системных рисков уже произошла.

Подход *Leaning Against Wind* (LAW) к проведению ДКП рассматривался как основная альтернатива стандартному подходу в течение долгого времени. Он предполагает, что ДКП в период формирования системных рисков проводится в стандартном режиме, то есть остается направленной на достижение цели по ценовой стабильности. По мере того как становится очевидно, что риски в финансовом секторе являются системными, ДКП переходит в режим *lean*, предполагающий повышение процентных ставок и принятие иных мер, направленных на ужесточение денежно-кредитных условий для сдерживания и возможной ликвидации возникшего на финансовых рынках «пузыря». Использование подхода LAW предполагает при необходимости не только существенное ужесточение ДКП, но и допускает возможность нарушения цели по инфляции или экономической активности для поддержания финансовой стабильности. Кроме того, элементом стратегии LAW может являться расширение горизонта, в течение которого предполагается достижение цели по инфляции, отражающее последствия борьбы с «перегревами» на рынке (King, 2004).

Использовать ДКП для ограничения системных рисков может быть целесообразно при замещении макропруденциальных инструментов, отсутствующих у регулятора или которые могут быть оценены как неэффективные (Svensson, 2016). Подход LAW может быть эффективным, если в экономике присутствуют дисбалансы, малочувствительные к воздействию макропруденциальной политики, например, завышенные цены активов в отдельных сегментах рынка. Макропруденциальная политика в том числе не воздействует непосредственно на ценообразование активов, например, на стоимость недвижимости или котировки ценных бумаг. Кроме того, учитывается, что макропруденциальные меры имеют относительно небольшую историю использования в борьбе против системных рисков и их применение сопряжено с неопределенностью последствий в воздействии на банковские балансы. По описанным соображениям в случае формирования «пузырей» одновременно в нескольких сегментах финансового рынка привлечение инструментария ДКП для их коррекции эффективно (Jellen, 2014).

Использование ДКП для экономики с «перегревом» в финансовом секторе и отдельных сегментах реального сектора в рамках LAW при этом сопряжено с риском ее чрезмерного ужесточения. Так, необходимое для сглаживания финансовых показателей ужесточение ДКП может требовать существенного повышения ключевой ставки, что само по себе будет создавать негативные эффекты для реального сектора. Кроме того, ужесточение ДКП может приводить к интенсивной ликвидации «пузыря», сразу переводя ситуацию в финансовом секторе в острую фазу кризиса. Это ограничит возможности для организаций как финансового, так и реального секторов захеджировать свои риски и в целом подготовиться к кризисной ситуации и стратегически, и операционно. Из-за проведения политики LAW в результате экономика может понести дополнительные потери.

Обобщая, можно отметить, что критика режима LAW касается главным образом возможности центрального банка эффективно воздействовать на «пузыри» на финансовых рынках. Макропруденциальная политика при этом обладает важным недоступным ДКП свойством, корректируя «провалы» рынка в части оценок риска и дополняя рамочное микропруденциальное регулирование.

Финансовый сектор может функционировать, просто выполняя базовые регуляторные предписания центрального банка, но из-за специфики взаимодействия организаций, а также недостаточной оценки рисков, особенно в периоды экономического бума, все равно могут возникать и накапливаться риски для финансовой стабильности с последующим негативным эффектом для реального сектора.

ДКП в этом случае потенциально может способствовать ограничению роста «пузырей» в финансовом секторе, однако она не повышает устойчивость финансовой системы в целом. В результате, если мер ДКП для поддержания финстабильности оказалось недостаточно, то банковский сектор оказывается слишком уязвимым перед возможной последующей реализацией системных рисков. Более того, ужесточение ДКП для ограничений системных рисков может угнетающе воздействовать и на реальный сектор экономики, и на те сегменты финансового рынка, где выраженные дисбалансы отсутствуют (Bean, 2016).

2.3. Систематический учет: Financial Stability Oriented Monetary Policy

ДКП с функцией реакции, включающей показатель финансовой стабильности, учитывает колебания финансовых индикаторов аналогично инфляции и экономической активности, то есть непрерывно, при каждом принятии решения. Режимы Financial Stability-Oriented Monetary Policy (FSOMP, Borio, 2016) и Integrated Inflation Targeting (ИТ, Agenor & da Silva, 2019) представляют собой новые разработки по проведению ДКП, де-факто еще не апробированные регуляторами в мировых экономиках. ДКП в режиме FSOMP таргетирует дополнительно финансовые показатели, в том числе долговую нагрузку реального сектора и цены акций, а ДКП в рамках ИТ учитывает динамику кредитных агрегатов как риск для финансовой стабильности.

Режим ДКП с непрерывным учетом финансовой стабильности основано на гипотезе, что применение комбинированной цели эффективнее, чем разделение целей по ценовой стабильности и финансовой стабильности. Подтверждение данной гипотезы пока остается в рамках модельных симуляций. Кроме того, даже на практике может потребоваться продолжительный временной промежуток для получения результатов от нового режима ДКП, так как кризисные эпизоды реализуются с частотой в 10–15 лет.

Аргументы за использование FSOMP или ИТ — поддержание финстабильности является более важной задачей для регулятора, так как ценовая стабильность и вообще эффективное функционирование реального сектора в современной экономике невозможны без бесперебойно работающей финансовой системы. Инструментов же макропруденциальной политики недостаточно для купирования системных рисков, главным образом для сглаживания перегревов на финансовых рынках, поэтому требуется систематический учет финансовых показателей при принятии решения по ставке. Последствия банковских кризисов значительно более разрушительны, чем рецессии из-за производственных или торговых причин. Поэтому авторы FSOMP и ИТ предполагают, что центральные банки должны стремиться избегать их любой ценой, используя весь возможный для этого инструментарий.

Реализация FSOMP или ИТ при этом не рассматривает вопрос о координации ДКП и пруденциального регулирования банков. Возвращаясь к обсуждению проблематике наличия и ограничения системных рисков²⁸, гипотетически возможно достижение почти безусловной постоянной финансовой стабильности, если в финансовом секторе со значительным запасом будут резервироваться создающие риски требования²⁹. Кроме того, из предполагаемых реализаций неочевидно, насколько используется макропруденциальная политика.

²⁸ Подробнее см. раздел «Финансовая стабильность».

²⁹ Конечно, весьма вероятно, что это приведет к искажениям. Однако нельзя также не предположить, что продолжительное избыточное ужесточение ДКП для ограничения системных рисков может привести к искажениям в финансовом секторе или у домохозяйств и фирм.

ПРИЛОЖЕНИЕ 2

Мировая практика

Кейсы из практики мировых центральных банков иллюстрируют, как могут приниматься решения по ДКП относительно рисков для финансовой стабильности, а также разнообразие взаимосвязей и последствий. Также кейсы из мировой практики сопровождаются ссылками на детализированные аналитические материалы.

Федеральная резервная система и пример Clean Up The Mess

Длительный период низких ставок в экономике США привел к накоплению на балансах финансовых организаций большого объема низкодоходных активов с фиксированной доходностью, государственных и корпоративных облигаций, в частности. Федеральную резервную систему (ФРС) из-за растущей инфляции перешла к циклу повышения ставок — всего за 1 год целевая верхняя граница ставки выросла на 4,5 процентного пункта.

Следствием роста ставок в экономике стала переоценка активов с фиксированной доходностью. Это привело к реализации процентного риска для тех банков и других финансовых организаций, которые своевременно не захеджировались от него. Кроме того, снижающийся аппетит к рискам повысил чувствительность рынка финансовых инструментов к распродажам активов.

Подобная ситуация — уход инвесторов от рисков плюс ужесточение ДКП — отозвалась в марте 2023 г. в финсекторе Соединенных Штатов банкротством Silicon Valley Bank — банка из топ-20, с активами более \$200 млрд. Проблемы в банке возникли с началом оттока депозитов. Для их возврата кредиторам банк был вынужден экстренно продать пакет облигаций, зафиксировав убыток по ним. Информация о финансовых проблемах в банке распространилась среди клиентов, в основном технологических стартапов, что привело к практически одномоментному изъятию ими своих сбережений, которые в основной массе были не застрахованы. В результате банк оказался неплатежеспособным, и 10 марта его деятельность была остановлена регулятором. Буквально в течение нескольких дней аналогичные проблемы коснулись также и Signature Bank — банка с активами более \$100 млрд.

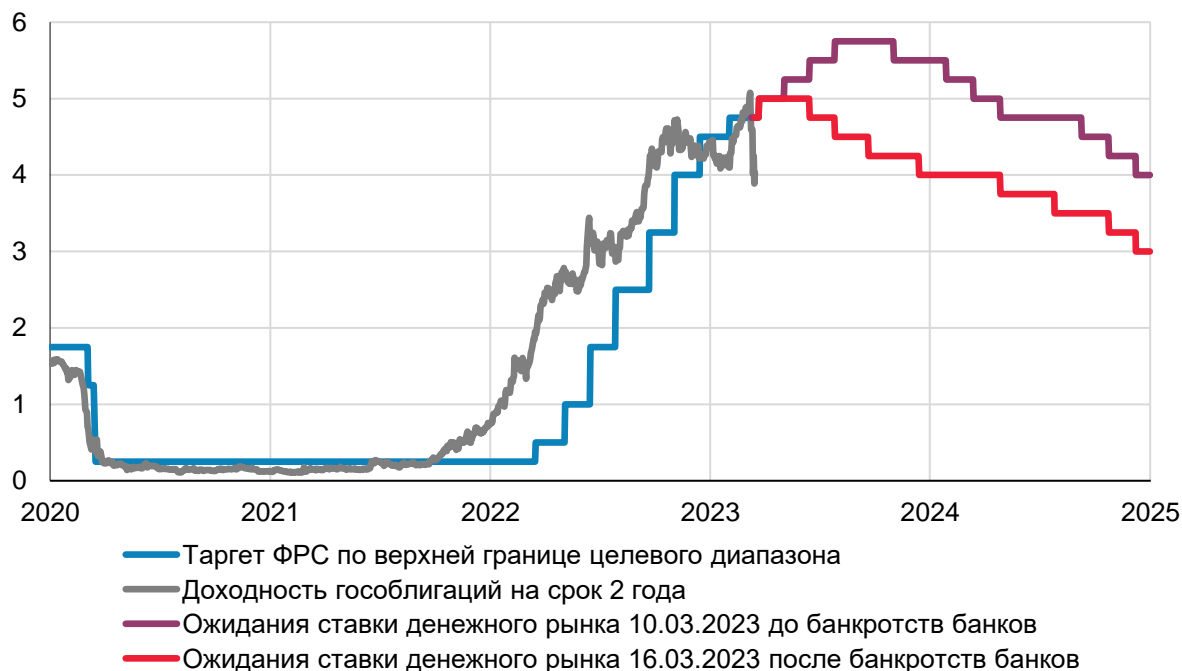
В течение нескольких дней со стороны **фискальных и монетарных институтов Соединенных Штатов были объявлены экстраординарные меры поддержки финансовой системы** (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2023) против рисков «заражения» банков и ограничения негативных ожиданий вкладчиков:

- Федеральная корпорация по страхованию вкладов сообщила о запуске программы по компенсации депозитов вкладчикам, имевшим средства в обанкротившихся банках.
- Федеральная резервная система объявила о поддержке ликвидностью для механизма компенсации через срочные процентные операции и о расширении кредитования банков через дисконтное окно.
- Казначейство объявило о предоставлении гарантий для операций поддержки ликвидности в рамках дисконтного окна.

Подобная координация мер экономической политики на момент написания аналитической записки позволила поддержать финансовую стабильность без корректировки жесткости ДКП. Поэтому действия ФРС в данном кейсе могут служить примером реализации принципа разделения целеполагания между инструментами для обеспечения ценовой стабильности и антикризисного обеспечения финансового сектора ликвидностью. Оценка результатов политики может быть произведена позднее.

Рыночные ожидания по более низкой траектории ставок, проявившиеся сразу после объявления пакета мер поддержки банков, могут быть связаны и со снижением доходностей гособлигаций из-за роста спроса на надежные активы, то есть безотносительно прогнозируемых действий ФРС.

Рисунок 22. Ставки и рыночные ожидания (% годовых) в Соединенных Штатах



Источник: *Investing.com*.

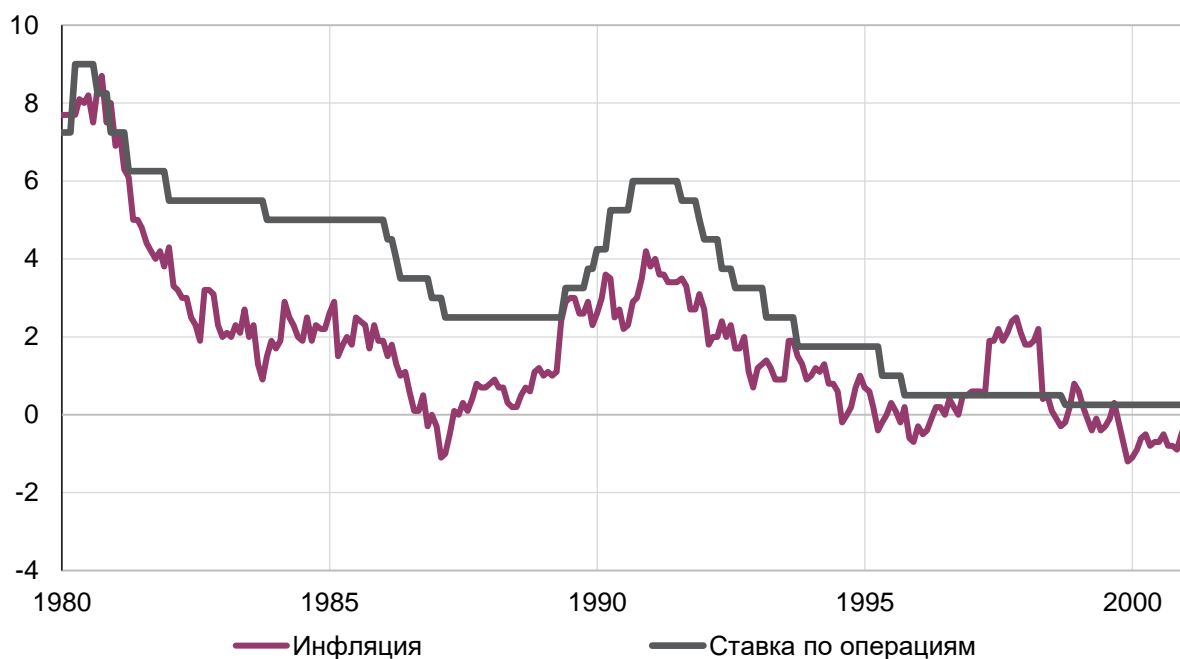
Банк Японии и внеплановая реализация *Leaning Against Wind*

Примеры проведения ДКП в режиме LAW мировыми центральными банками ограничены. **Одним из первых опытов влияния на системные риски посредством ДКП является ужесточение ДКП Банком Японии (БЯ) в конце 1980-х – начале 1990-х годов.** Изначально это ужесточение не имело непосредственной целью обеспечение финансовой стабильности, однако его реализация привела к ликвидации «пузыря» на рынке недвижимости.

«Пузырь» на этом рынке сформировался в период продолжительного периода низких процентных ставок (Jinushi et al, 2000). Для ограничения ускоряющейся инфляции БЯ решил повысить процентную ставку ДКП на 4 процентных пункта. В результате это решение непреднамеренно послужило триггером для ликвидации имевшегося «пузыря» в ценах на недвижимость. В свою очередь это привело к масштабному финансовому кризису.

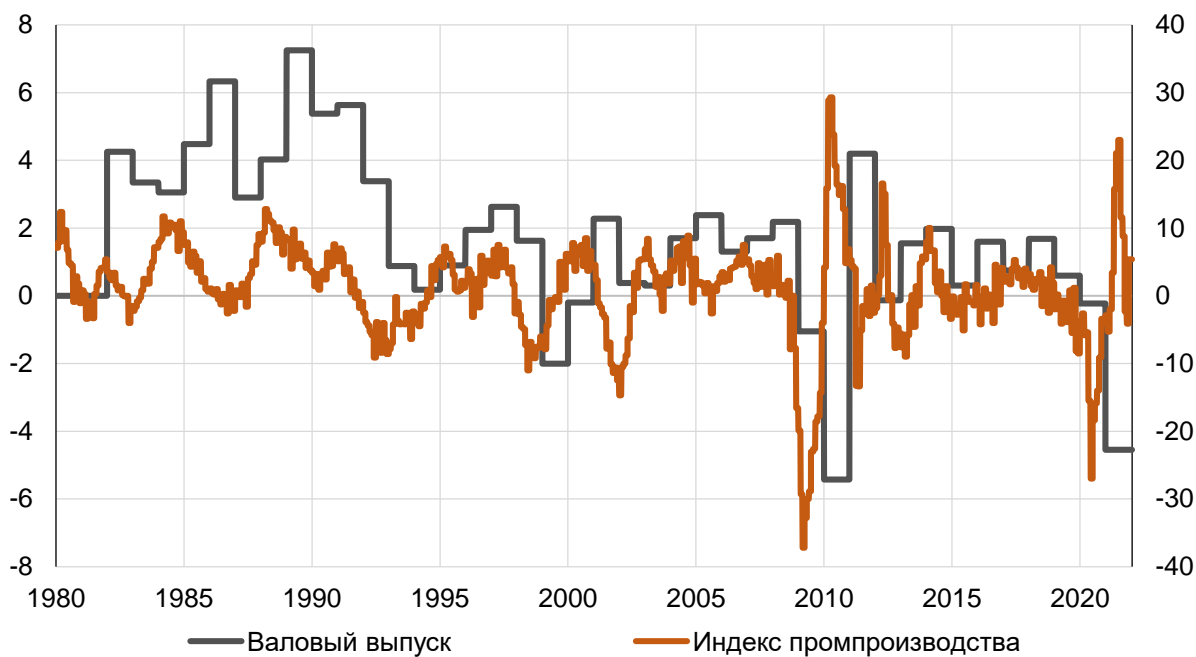
Далее негативная реакция распространилась и на реальный сектор, вызвав в экономике Японии постепенно рецессионные процессы и сформировав предпосылки для дефляции. Негативные эффекты от случившегося продолжительное время оказывали влияние на экономику Японии.

Рисунок 23. Ставка ДКП (% годовых) и инфляция (% г/г) в Японии



Источник: Bloomberg.

Рисунок 24. Валовой выпуск (% г/г) и индекс промпроизводства (пунктов на пр. оси) в Японии



Источник: Bloomberg.

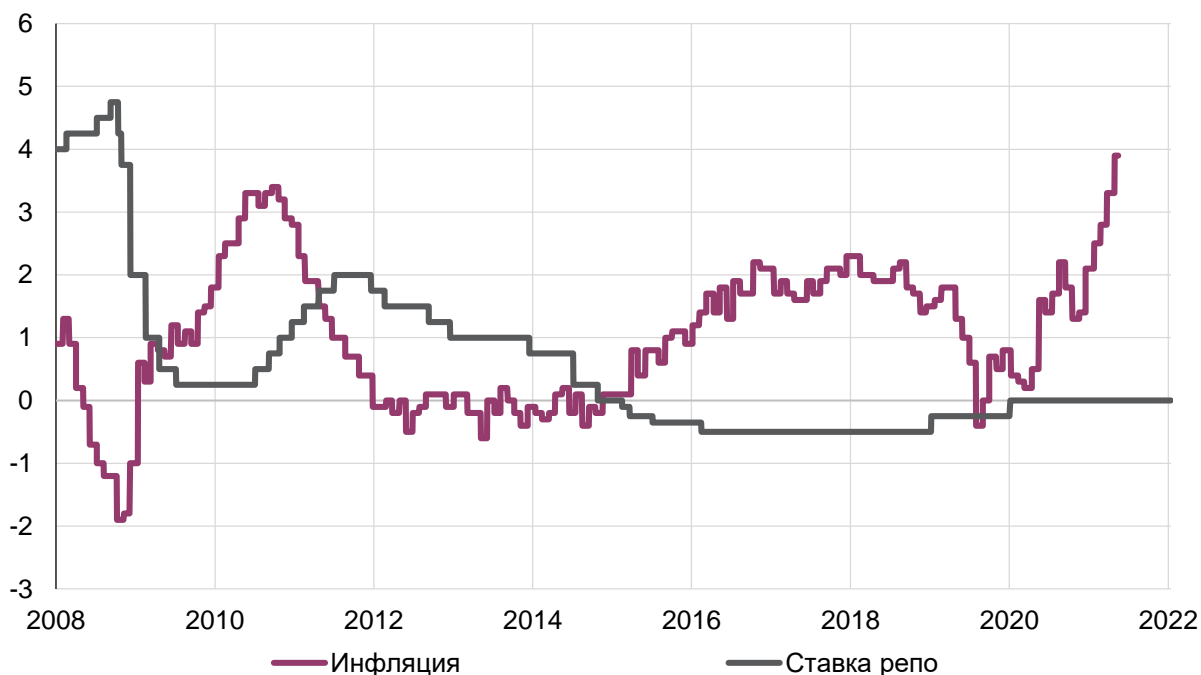
Национальный банк Швеции и плановое проведение *Leaning Against Wind*

Стратегия LAW среди экономик с развитыми финансовыми рынками проводилась наиболее активно Национальным банком Швеции (НБШ) в 2010–2012 годах. Данный опыт является важным для анализа сравнительной эффективности 2 режимов ДКП: стандартного таргетирования инфляции и таргетирования инфляция с дополнительной целью поддержания финансовой стабильности.

НБШ в ответ на последствия мирового финансового кризиса 2007–2008 гг. снизил в 2009 г. процентную ставку ДКП — ставку репо — на 2 п.п., до 0,25%, и поддерживал до середины 2010 года. Рост ипотечного кредитования на фоне низких процентных ставок составил более чем 10% в год, а рост цен на жилую недвижимость составил более 15% в год, что стало рассматриваться НБШ как риски для финстабильности.

Политика их ограничения была реализована в парадигме LAW через повышение ставки репо на 1,75% ко 2-й половине 2011 г. и поддержание ее в диапазоне 1,25–2% в 2012–2013 годах. Целью НБШ было ограничение роста кредитования и долговой нагрузки физических лиц. При этом решение НБШ повысить ставку репо противоречило задаче достижения цели по инфляции — в 2010 г. годовая инфляция составляла 1–1,5% при целевом значении 2%.

Рисунок 25. Ставка рефинансирования банков (% годовых) и инфляция (% г/г) в Швеции



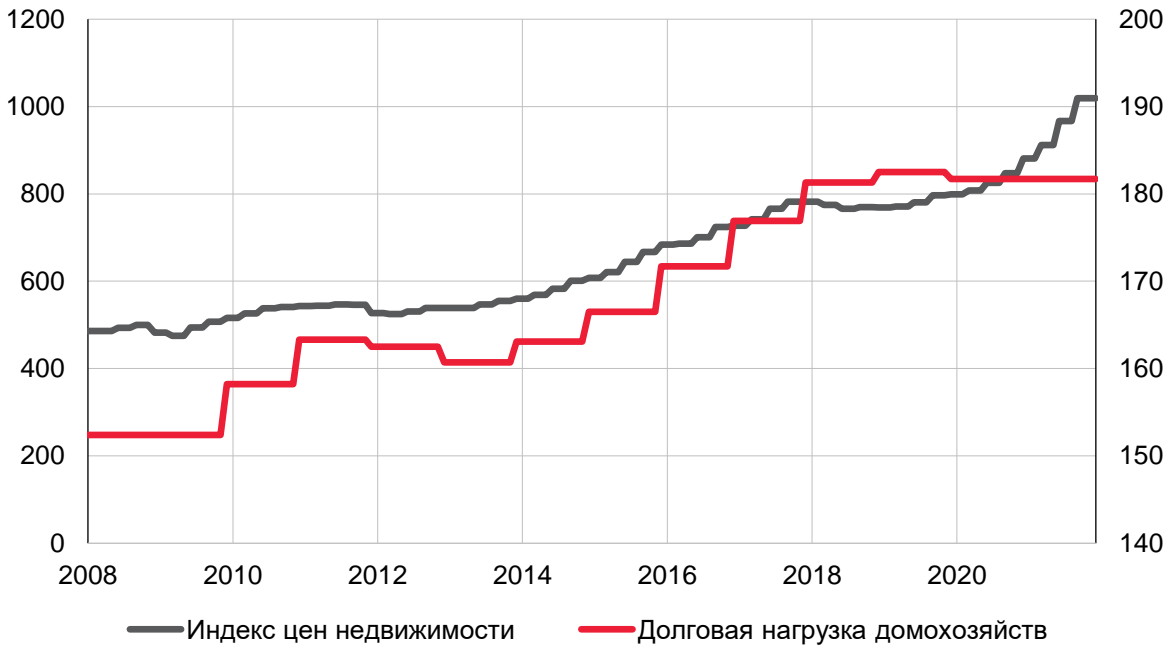
Источник: Bloomberg.

Критика такого подхода к LAW от экс-зампреда НБШ Ларса Е.О. Свенссона связана с результатами реализации этого режима ДКП в 2011–2012 годах. Ужесточение ДКП Национальным банком Швеции существенно не повлияло на долговую нагрузку населения и не привело к замедлению роста цен на недвижимость. Так, долговая нагрузка физлиц в Швеции к 2014 г. сохранилась вблизи уровня 2010 г., а цены на недвижимость продолжили рост по ранее сформировавшейся траектории.

Жесткая ДКП в 2010–2014 гг. привела к дальнейшему снижению инфляции с ее переходом в дефляционную зону, а также к замедлению экономической активности. В свою очередь это ограничило рост реальных доходов населения. В итоге долг и долговая нагрузка физических лиц в Швеции, с поправкой на инфляцию, не снизились, несмотря на проводившуюся в 2010–2014 гг. жесткую ДКП.

Причиной этого стало неравномерное влияние повышения процентных ставок на темпы роста розничного кредитования и инфляцию (Svensson, 2013). Результатом LAW в шведской экономике стали чистые потери для реального сектора без падения метрик финансовой стабильности. Кроме того, в 2012 г. НБШ был вынужден отказаться от LAW с повышенной жесткостью ДКП из-за дефляционных процессов в национальной экономике. В то же время расчеты Свенссона показывают, что при сохранении НБШ в 2010–2014 гг. низких процентных ставок долговая нагрузка физлиц могла бы сократиться за счет более высокой экономической активности (Svensson, 2014).

Рисунок 26. Индекс стоимости жилья (пунктов) и долг домохозяйств (%/доход на пр. оси) в Швеции



Источник: НБШ.

Норвежский банк и элементы *Leaning Against Wind*

Подход Норвежского банка (НБ) к проведению ДКП предполагает учет финансовой стабильности. В рамках его стратегии допускается возможность установления ключевой ставки выше или ниже уровня, требуемого для достижения цели по инфляции в краткосрочной перспективе, если присутствуют риски формирования финансовых дисбалансов (Norges Bank, 2022). Отклонение от макроэкономических показателей, соответствующих траектории целевой инфляции, рассматривается как необходимые издержки для снижения рисков финансовой стабильности. Информация о факторах, учитываемых при принятии решений по ДКП, регулярно публикуется Норвежским банком в ежеквартальном выпуске «Доклада о ДКП с оценкой финансовой стабильности».

В 2012 г. НБ опубликовал критерий эффективности ДКП как функцию потерь:

$$L(\pi_t - \pi^*, y^t - y^*_t, i^t - i^{t-1}, i_t - i^*_t)$$

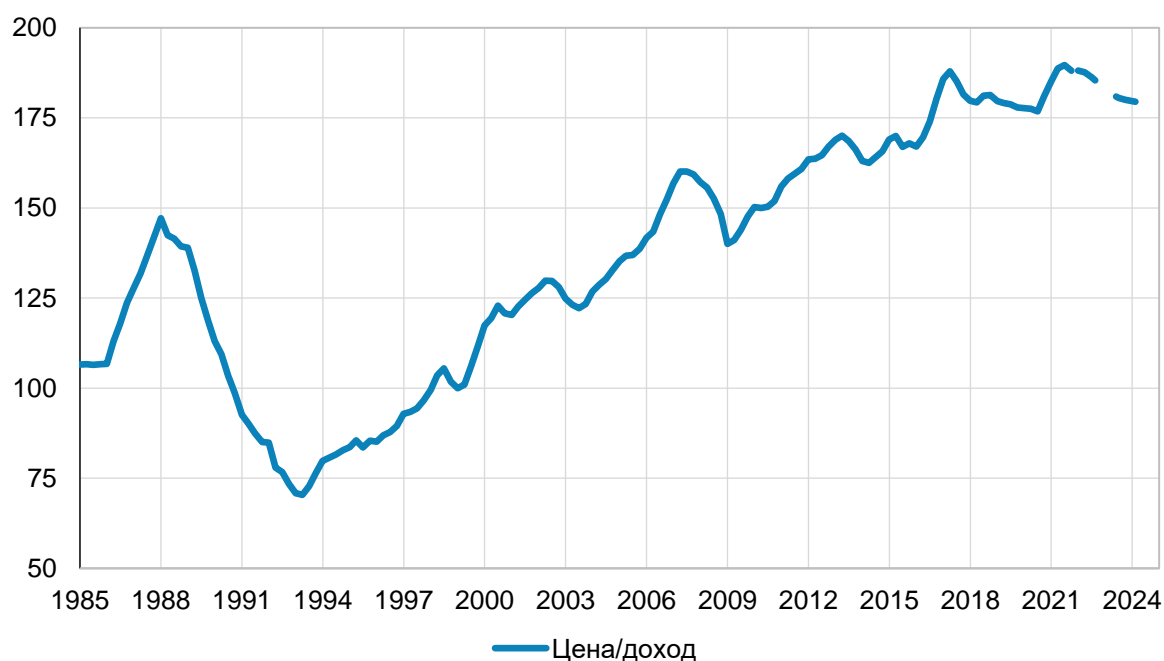
где π_t — уровень инфляции; π^* — целевой уровень инфляции; y^t — темп роста валового выпуска; y^*_t — оценка потенциального темпа роста валового выпуска; i^t и i^{t-1} — уровни ключевой ставки; i^*_t — оценка нейтрального уровня ключевой ставки в месяц t .

Компонента $i_t - i_t^*$ в соответствии с подходом НБ может определять учет фактора финстабильности при принятии решения по ДКП: предполагается, что ключевая ставка в зависимости от отклонения от нейтрального значения может оказывать влияние на формирование или ограничение финансовых дисбалансов.

В период 2012–2014 гг. НБ ужесточал ДКП, отмечая факторы волатильности на внешних финансовых рынках (Norges Bank, 2012). Повышение ключевой ставки предполагало поддержание привлекательности внутреннего рынка для ограничения реализации внешних рисков. При этом инфляция в экономике Норвегии в 2013–2014 гг. сохранялась вблизи целевого уровня, а учет фактора финансовой стабильности был преимущественно коммуникационным.

С I квартала 2021 г. Норвежский банк отмечал рост как фактор возможного повышения ключевой ставки цен на недвижимость (Norges Bank, 2021). Повышение ключевой ставки произошло в начале III квартала 2021 г. (с 0 до 0,25%) и сопровождалось комментарием о необходимости поддержания повышенного уровня ключевой ставки для ограничения финансовых дисбалансов. сообщал, что дополнительно к стандартным макроэкономическим факторам риск для финансовой стабильности также будет учитываться при возвращении ключевой ставки к нейтральному уровню.

Рисунок 27. Индекс доступности жилья для домохозяйств (цена/доход) в Норвегии



Примечание. Пунктиром отмечен прогноз, опубликованный в 2021 году.

Источник: НБ.

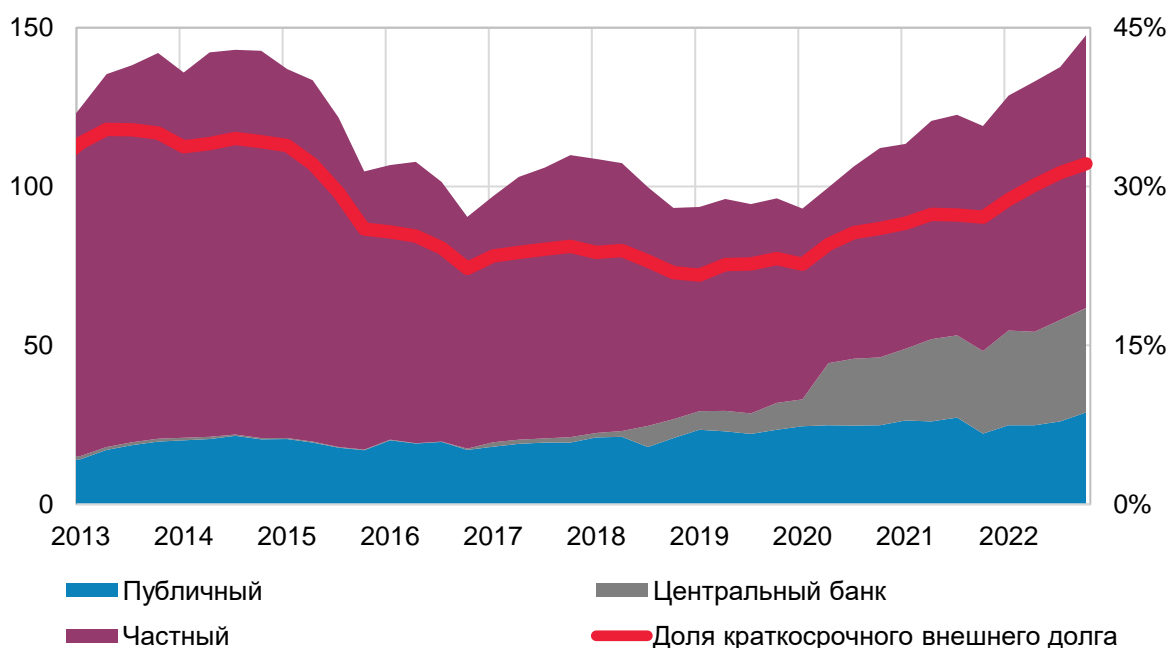
Такой подход НБ не следует рассматривать как режим с автоматическим обеспечением финансовой стабильности через ДКП как FSOMP или ИТ, несмотря на заявленное включение компоненты финансовой стабильности в оптимизируемую функцию монетарной политики. Практика проведения НБ ДКП может быть определена скорее как ограниченное использование подхода LAW с преобладанием коммуникационной компоненты, так как ДКП не использовалась для целей финансовой стабильности с материальным отклонением от исходной цели по инфляции. Ужесточение ДКП производилось НБ преимущественно для стандартных макроэкономических целей, а фактор финансовой стабильности использовался лишь как дополнительный аргумент. Вместе с тем такая конструкция является примером регулятора, который при принятии решений по ДКП анализирует риски для финстабильности и проводит соответствующую коммуникацию.

Центральный банк Турецкой Республики и реверсивный *Leaning Against Wind*

Центральный банк Турецкой Республики (ЦБТР) с 2013 г. сталкивался с развитием явлений в экономике, которые могли характеризоваться как угрожающие финансовой стабильности. При этом реакция ДКП на внутренние и внешние изменения была нестандартной, когда ЦБТР проводил смягчение ДКП, несмотря на накопление системных рисков с их последующей частичной реализацией.

В 2013 г. турецкая экономика столкнулась с замедлением притока по финансовому счету платежного баланса в части как прямых, так и портфельных инвестиций, но при этом отток по текущему счету платежного баланса сохранялся на прежнем уровне. Этот отток в итоге покрывался за счет роста внешнего долга, который накапливали и бюджет, и банки, и нефинансовые организации.

Рисунок 28. Краткосрочный внешний долг (млрд \$) и доля в совокупном внешнем долге (%) в Турции



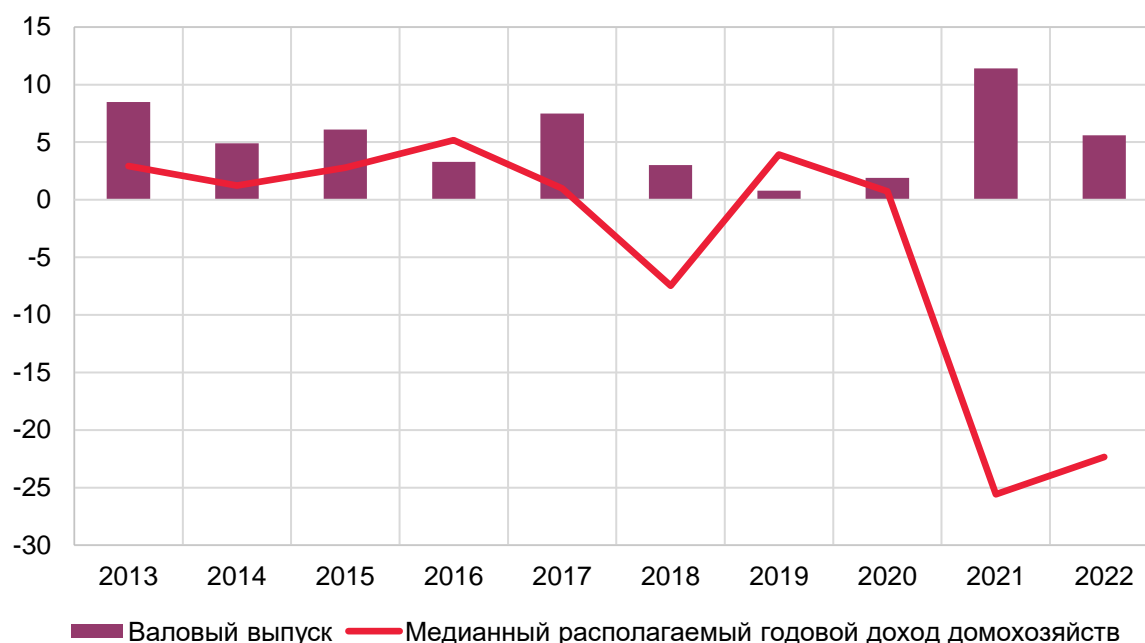
Источник: ЦБТР.

Прирост внешнего долга приходился в значительной степени на краткосрочные обязательства, что создавало риски рефинансирования, то есть фактически риск валютной ликвидности для субъектов турецкой экономики. Этот риск не мог быть компенсирован без значительной подстройки на финансовых рынках и в банковском секторе — как, например, центральный банк в кризис может поддержать ликвидность финансовых организаций в национальной валюте почти без заметного воздействия на денежно-кредитные условия. Ситуация усугублялась тем, что с 2016 г. в экономике Турции начался кредитный бум, в том числе затрагивающий рынки строительства и недвижимости. Большую долю в задолженности компаний составляли валютные кредиты. Таким образом, турецкая экономика оказалась подвержена валютному риску и риску ликвидности со стороны финансового сектора, и значительному валютному риску со стороны реального сектора.

Проблема накопленных системных рисков в экономике Турции стала заметна в 2016–2018 гг., после замедления притока капитала на формирующиеся рынки, с одной стороны, и послаблений в финансовом регулировании внутри страны, с другой. Следствием нараставших экономических дисбалансов было постепенное снижение курса лиры к валютам внешних расчетов, а также ускорение инфляции. Дальнейшее развитие события в экономике Турции можно охарактеризовать как частичную реализацию системных рисков, главным образом внешних.

Несмотря на то, что технически нарушений в работе финансовой системы не происходило, изменения в функционировании банковской системы и динамика финансовых показателей оказали влияние на реальный сектор, прежде всего благосостояние домохозяйств. Ослабление турецкой лиры привело к увеличению долговой нагрузки по валютным обязательствам, причем связанные с этим риски, возможно, еще не реализовались в полной мере. Так, в банковской сфере этому способствовало введение семейства депозитов с защитой от курсовых колебаний, позволившие учитывать часть фактически валютных депозитов населения в лировом эквиваленте. Ценой повышенных расходов банков и бюджета в будущем это позволило как временно снизить риск валютной ликвидности, так и сделать более «красивой» банковскую отчетность в настоящем. Повышение инфляции из-за курсовой переоценки также негативно повлияло на реальные доходы населения³⁰ и привело к обесценению сбережений. Таким образом, произошедшие изменения в экономике можно рассматривать как накопление как внешних, так и внутренних рисков для финансовой стабильности с их частичной реализацией.

Рисунок 29. Валовой выпуск и доход (% г/г в ценах 2015 г.) в Турции



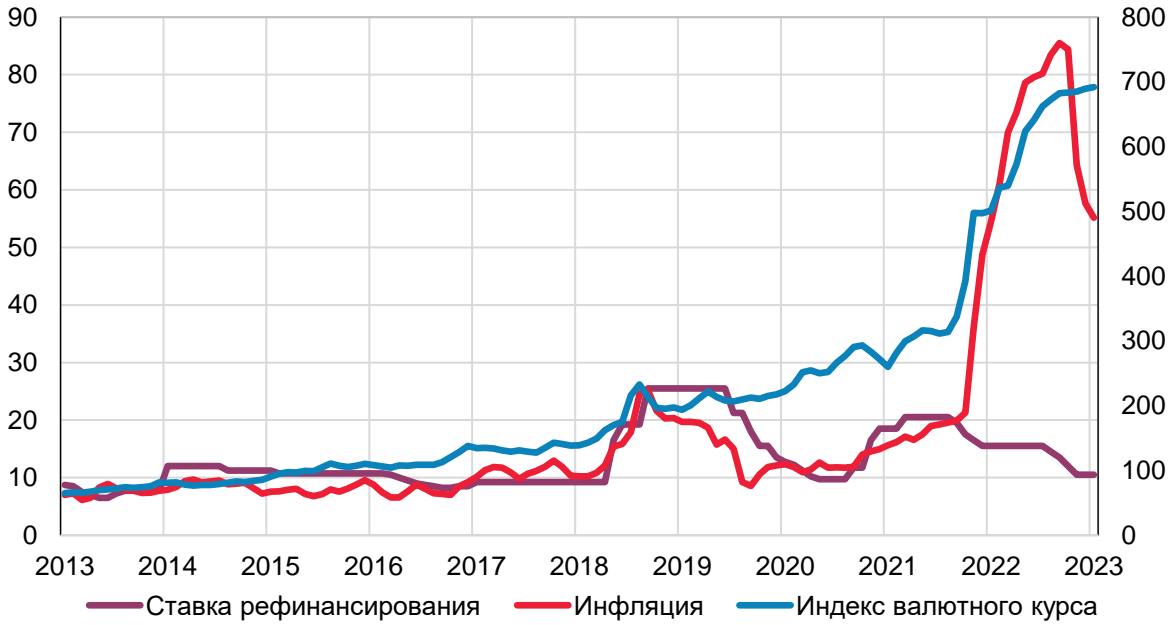
Источники: Международный валютный фонд, TURKSTAT, Reuters.

Переход к равновесию в изменившихся условиях — менее интенсивном трансграничном притоке капитала и более слабом курсе национальной валюты — мог произойти при более высокой процентной ставке. Для этого ЦБТР должен был провести ужесточение ДКП, чтобы стабилизировать ситуацию, и закрепить ожидания участников рынка относительно неких конкретных показателей по инфляции и по траектории процентных ставок. Вместо этого ЦБТР сохранял процентные ставки на пониженном уровне, что было объявлено как реакция на происходящие негативные явления в экономике в следующей логике: более мягкая ДКП должна стимулировать внутренний спрос и инвестиций, что приведет к возобновлению притока капитала и стабилизирует инфляцию и курс вблизи докризисных уровней. Данная логика не сработала, даже несмотря на смену нескольких руководителей ЦБТР.

³⁰ Статистика по располагаемым доходам домохозяйств за 2022 г. еще недоступна, однако с учетом неофициальных обследований и официальных данных по инфляции можно оценить масштаб изменений реальных располагаемых доходов домохозяйств в Турции.

К настоящему времени экономика Турции столкнулась с существенно возросшими ценами и значительным ослаблением национальной валюты. Причем ситуация ухудшилась со второй половины 2021 г., когда у ЦБТР закончились валютные резервы и были во многом исчерпаны источники их пополнения, что ограничило возможности ЦБТР по воздействию на динамику курса через интервенции на валютном рынке.

Рисунок 30. Ставка (% годовых), инфляция (% г/г) и курс к доллару США (2017 г.=100%) в Турции

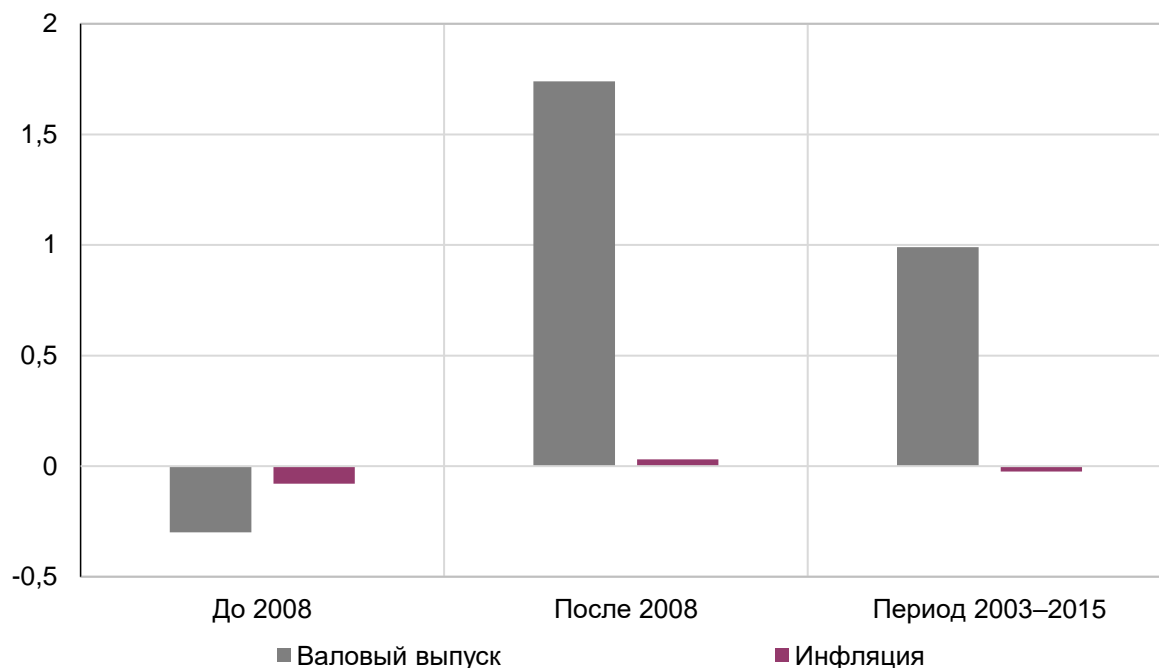


Источники: ЦБТР, FRED.

Более эффективным решением в тех условиях, в которых существовала экономика Турции начиная с 2013 г., стало бы ужесточение ДКП с обязательной прозрачной коммуникацией прогноза инфляции, режима валютного курса и траектории процентных ставок. Период замедления экономической активности в этих условиях был бы непродолжительным и мог бы смениться восстановлением при сохранении макростабильности и отсутствии реализации рисков для финансовой стабильности. Этого не было проведено, и сейчас кейс ЦБТР представляет собой пример неоптимальной политики LAW, когда реакция ДКП способствовала одновременно ухудшению ситуации с ценовой стабильностью и накоплению рисков для финансовой стабильности с их частичной реализацией.

Соединенные Штаты и симуляция *Financial Stability-Oriented Monetary Policy*

Тестирование модели FSOMP проводилось для реального и финансового секторов Соединенных Штатов в период с 2003 по 2015 гг. (Borio, 2016). Анализ модели FSOMP показывает, что для Соединенных Штатов сглаживание финансовых показателей на горизонте 2000–2008 гг. в США требовало сохранения повышенной реальной ставки ДКП, при этом можно было бы добиться выигрыша в валовом выпуске на 12% за весь период при практически неизменной инфляции.

Рисунок 31. Отклонение в год выпуска (%) и инфляции (п.п.) для Соединенных Штатов

Источник: Borio (2016).

Оценки из авторской работы построены на модели, которая определенно описывает динамику макропоказателей и финансовых индикаторов в Соединенных Штатах. Кризис в банковском секторе Соединенных Штатов в 2007–2008 гг. действительно был в значительной степени вызван сверхмягкими денежно-кредитными условиями, и корректировка ДКП в сторону ужесточения для недопущения развития ипотечного перегрева потенциально могла бы быть эффективной.

Вместе с тем есть ряд дополнительных наблюдений, которые целесообразно отметить при анализе систематического подхода в ДКП к обеспечению финансовой стабильности. Так, ипотечный бум в 2000-е гг. в Соединенных Штатах был вызван, помимо низких процентных ставок, послаблениями в части регулирования инвестиционных банков, а спилловер финансового кризиса в реальный сектор — неэффективной пруденциальной политикой. Корректировка траектории показателей финрынка Соединенных Штатов за счет ДКП при этом могла не реализоваться, поскольку «перегрев» распространился также на рынок акций, малочувствительный к повышению процентных ставок. Кроме того, ужесточение денежно-кредитных условий в 2000-е гг., по модельным оценкам, привело бы к 2-летней стагнации в экономике США, что могло привести к продолжительным негативным искажениям в инвестиционном и потребительском поведении. Ситуация могла ухудшиться, если бы сглаживание динамики финансовых показателей происходило не по модельным оценкам, то есть ограничение системных рисков вышло бы из-под контроля. Также не учитывается возможное изменение инфляционных ожиданий из-за реализации менее прозрачного режима ДКП.

Оптимальная координация мер для ограничения «перегрева» в финансовом секторе и поддержания экономической активности возможна при использовании ДКП, пруденциального регулирования и фискального стимула. Повышенные процентные ставки могли быть компенсированы за счет госрасходов, при этом без искажений в отдельных сегментах финансового рынка, которые возникают при сверхмягкой ДКП. Основной проблемой в такой схеме является оперативная подстройка фискальной политики, которая при этом может быть ограничена в экспансии, например, из-за накопленной нагрузки по государственному долгу. Кроме того, координация мер экономической политики непосредственно может быть затруднительной, так как монетарные и фискальные институты в современных экономиках обычно независимы друг от друга.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Adrian T., Erceg J.C., Linde J., Zabczyk P., Zhou J. A Conceptual Model for Integrated Policy Framework // International Monetary Fund. Working Papers. - Working Paper № 20/122. - 2020.
2. Agenor P.-R., da Silva L. A P. Integrated inflation targeting – Another perspective from the developing world // Bank of International Settlements. BIS Other. – 2019.
3. Andreev M., Peiris U., Shirobokov A., Tsomokos D. Commodity Cycles and Financial Instability in Emerging Economies // National Research University Higher School of Economics. Series WP9 «Research of economics and finance». – Working paper WP9/2020/02. – 2020.
4. Arbogast I., Wen Y. Not All Bursting Market Bubbles Have the Same Recessionary Effect // Federal Reserve Bank of Saint Louis. On the Economy Blog. – 2021. – February.
5. Ariyoshi A., Canales J.I., Habermeier K., Kirilenko A., Laurens B., Otker-Robe I. Capital Controls: Country Experiences with Use and Liberalization // International Monetary Fund. – 2000. – Occasional Paper no. 190.
6. Basel Committee on Banking Supervision. Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems // Bank for International Settlements. – 2010.
7. Basu S., Boz E., Gopinath G., Roch F., Unsal F. A Conceptual Model for Integrated Policy Framework // International Monetary Fund. Working Papers. – 2020. – Working Paper № 20/21.
8. Bean C. Livin with Low for Long // The Economic Journal. – 2016. – Vol. 126, № 592.
9. Boissay F., Collard F., Galí J., Manea C. Monetary Policy and Endogenous Financial Crises // National Bureau of Economic Research. Working Papers. – 2021. – Working Paper 29602.
10. Borio C., Zhu H. Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism? // Bank for International Settlements. BIS Working Papers. – 2008.
11. Boz E., Casas C., Diez F.J., Gopinath G., Gourinchas P.-O., Plagborg-Moller M. Dominant Currency Paradigm // American Economic Review. – 2020. – Vol. 110, № 3.
12. Caballero R.J. Prudential Monetary Policy // National Bureau of Economic Research. Working Papers. – 2019. – Working Paper 25977.
13. Chen J., Finocchiaro C., Linde J., Walentin K. The costs of macroprudential deleveraging in a liquidity trap // Center for Economic and Policy Research. Discussion Papers. – 2020. – CEPR Discussion Paper № DP14564.
14. Clement P. The Term 'Macroprudential': Origins and Evolution // Bank for International Settlements. BIS Quarterly Review – 2010. March.
15. Corsetti G., Pesenti P., Roubini N. What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I: A Macroeconomic Overview // National Bureau of Economic Research. Working Papers. – 1998. – Working Paper 6833.
16. Dell’Ariccia G., Laeven L., Marquez R. Real interest rates, leverage, and bank risk-taking // Journal of Economic Theory. – 2014. – Vol. 149, issue C.
17. Farhi E., Werning I. A Theory of Macroprudential Policies in the Presence of Nominal Rigidities // Econometrica. – 2016. – 84 (5).
18. Board of Governors of the Federal Reserve System. Joint Statement by Treasury, Federal Reserve and FDIC // Сайт Федеральной резервной системы <https://federalreserve.gov>. Press Releases. – 2022. March, 12.
19. Ferrero A., Harrison R., Nelson B. House price dynamics, optimal LTV limits and the liquidity trap // Bank of England. Publications. – 2018. – Staff Working Paper № 969.
20. Fleming J.M. Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates // International Monetary Fund Staff Papers. – 1962. – Vol. 9, № 3.
21. Gali J., Gambetti L. The Effects of Monetary Policy on Stock Market Bubbles: Some Evidence // American Economic Journal: Macroeconomics. – 2015. – Vol. 7, № 1, January.

22. International Monetary Fund. Toward an Integrated Policy Framework // International Monetary Fund. – 2020. – Policy Paper № 2020/046.
23. Jellen J. // International Monetary Fund. Inaugural Michel Camdessus Central Banking Lecture. – 2014.
24. Jinushi T., Kuroki Y., Miyao R. Monetary Policy in Japan Since the Late 1980s: Delayed Policy Actions and Some Explanations // Institute for International Economics. Japan's financial crisis and its parallels to US experience. – 2000. – Chapter 6.
25. Juselius M., Borio C., Disyatat P., Drehmann M. Towards a Financial Stability – Oriented Monetary Policy Framework? // Bank for International Settlements. BIS Working Papers. – 2016.
26. Keister T. Bailouts and Financial Fragility // The Review of Economic Studies. – 2016. – Vol. 83, № 2.
27. King M. // Bank of England. Lord Mayor's Banquet for Bankers and Merchants of the City of London at the Mansion House. Speech. – 2004.
28. Mendicino C., Nikolov K., Suarez J., Supera D. Bank capital in the short and in the long run // Journal of Monetary Economics. – 2020. – Vol. 115(C).
29. Mishkin F. Housing and the Monetary Mechanism // National Bureau of Economic Research. Working Papers. – 2007. – Working Paper 13518.
30. Mishkin F. Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis // National Bureau of Economic Research. Working Papers. – 2011. – Working Paper 16755.
31. Mundell R.A. Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates // The Canadian Journal of Economics and Political Science. – 1963. – № 4 (Nov.).
32. Stevenson R. To Greenspan, 90's Bubble Was Beyond Reach of Fed // The New York Times. – 2002. Aug. 31.
33. Norges Bank. Norges Bank Key Policy Rate Decision // Сайт Норвежского банка <https://norges-bank.no>. – 2012. May.
34. Norges Bank. Norges Bank Key Policy Rate Decision // Сайт Норвежского банка <https://norges-bank.no>. – 2021. March.
35. Norges Bank. Norges Bank's monetary policy strategy statement // Сайт Норвежского банка <https://norges-bank.no>. – 2021.
36. Rey H. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence // National Bureau of Economic Research. Working Papers. – 2015. – Working Paper 21162.
37. Schwartz A.J. Why Financial Stability Depends on Price Stability // Economic Affairs. – 1995 – Volume 15, Issue 4.
38. Stein J. Can Policy Tame the Credit Cycle? // European Central Bank. Fourth Macprudential and Research Conference. Keynote Speech. – 2019.
39. Stein J. Monetary Policy as Financial Stability Regulation // The Quarterly Journal of Economics. – 2012. – Volume 127, Issue 1.
40. Svensson L.E.O. «Leaning Against the Wind» Leads to a Higher (Not Lower) Household Debt-to-GDP Ratio // Сайт Ларса Е.О. Свенссона <https://larseosvensson.se>. Research. – 2013.
41. Svensson L.E.O. Cost-Benefit Analysis of Leaning Against the Wind: Are Costs Larger Also with Less Effective Macprudential Policy? // International Monetary Fund. Working Papers. – 2020. – WP/16/3
42. Svensson L.E.O. Inflation Targeting and «Leaning against the Wind» // International Journal of Central Banking. – 2014. – Volume 10, Issue 2.
43. Tissot B., Tunc B. Assessing International Capital Flows after the Great Financial Crisis of 2007–09 // Bank for International Settlements. IFC Bulletin. – 2017. – No 42.
44. Trichet J.-C. The ECB's response to the recent tensions in financial markets // European Central Bank. Economic Conference of the Oesterreichische Nationalbank. Speech. – 2010.
45. Van der Ghote A. Interactions and Coordination between Monetary and Macprudential Policies // American Economic Journal: Macroeconomics. – 2021. – Vol. 13, № 1, Jan.
46. Асриев М.В. Применение контрциклического буфера капитала и проведение денежно-кредитной политики // Деньги и Кредит. – 2017. № 6.

47. Андреева М., Шульгин С. Финансовая стабильность и денежно-кредитная политика // Сайт Банка России <https://cbr.ru>. Исследования. – 2015.
48. Банк России. О сделках «валютный своп» по продаже долларов США за рубли с их последующей покупкой // Сайт Банка России <https://cbr.ru>. Денежно-кредитная политика. Решения по денежно-кредитной политике. – 2014. 16 октября.
49. Банк России. О сделках РЕПО в иностранной валюте // Сайт Банка России <https://cbr.ru>. Денежно-кредитная политика. Решения по денежно-кредитной политике. Другие пресс-релизы по денежно-кредитной политике. – 2014. 16 октября.
50. Банк России. О кредитах в иностранной валюте, обеспеченных залогом прав требования по кредитам в иностранной валюте // Сайт Банка России <https://cbr.ru>. Денежно-кредитная политика. Решения по денежно-кредитной политике. – 2014. 24 декабря.
51. Банк России. Меры Банка России по ограничению последствий введения санкций США и ЕС в отношении российских кредитных организаций и компаний в 2014–2015 гг. // Сайт Банка России <https://cbr.ru>. Финансовая стабильность. Антикризисная политика. – 2015а.
52. Банк России. Банк России проведет аукцион репо «тонкой настройки» и аукцион репо на срок 1 неделя // Сайт Банка России <https://cbr.ru>. Денежно-кредитная политика. Решения по денежно-кредитной политике. – 2022а. – 28 февраля.
53. Банк России. Банк России смягчает требования к обязательным резервам кредитных организаций // Сайт Банка России <https://cbr.ru>. Денежно-кредитная политика. Решения по денежно-кредитной политике. – 2022b. – 2 марта.
54. Банк России. Статистические показатели банковского сектора Российской Федерации // Сайт Банка России <https://cbr.ru>. Статистика. Банковский сектор. – 2022с. – апрель.
55. Банк России. Меры Банка России по стабилизации ситуации на финансовом рынке в условиях реализации санкционных рисков // Сайт Банка России <https://cbr.ru>. Меры защиты финансового рынка. – 2022d. – 10 марта.
56. Банк России. Операционная процедура Банка России // Сайт Банка России <https://cbr.ru>. Денежно-кредитная политика. Обзор денежно-кредитной политики Банка России. Аналитическая записка. – 2022е.
57. Банк России. Банк России проведет аукцион репо на срок 1 неделя // Сайт Банка России <https://cbr.ru>. Денежно-кредитная политика. Решения по денежно-кредитной политике. – 2022f. – 4 апреля.
58. Банк России. Банк России проведет недельный депозитный аукцион // Сайт Банка России <https://cbr.ru>. Денежно-кредитная политика. Решения по денежно-кредитной политике. – 2022g. – 16 мая.
59. Банк России. Банк России повышает с мая нормативы обязательных резервов для банков по обязательствам в иностранной валюте // Сайт Банка России <https://cbr.ru>. Денежно-кредитная политика. Решения по денежно-кредитной политике. – 2022h. – 29 апреля.
60. Банк России. Банк России повышает с августа нормативы обязательных резервов // Сайт Банка России <https://cbr.ru>. Денежно-кредитная политика. Решения по денежно-кредитной политике. – 2022i. – 25 июля.
61. Банк России. Меры Банка России по поддержке граждан и кредиторов. // Сайт Банка России <https://cbr.ru>. Денежно-кредитная политика. Решения по денежно-кредитной политике. – 2022j. – 2 марта.
62. Банк России. Оценка эффективности макропруденциальных мер Банка России в сегменте необеспеченного потребительского кредитования // Сайт Банка России <https://cbr.ru>. Аналитика. – 2021b. – декабрь.
63. Банк России. О величине национальной антициклической надбавки Российской Федерации и надбавках к коэффициентам риска для целей расчета кредитными организациями нормативов достаточности капитала // Сайт Банка России <https://cbr.ru>. Финансовая стабильность. Решения. – 2017–2019.
64. Банк России. Макропруденциальная политика Банка России: концепция проведения и планируемые решения // Банк России. Аналитика. – 2022k. – сентябрь.

65. Козловцева И., Пономаренко А., Синяков А., Татаринцев С. Контрциклическая политика и финансовая стабильность в малой открытой экономике страны-экспортера природных ресурсов. // Банк России. Серия докладов об экономических исследованиях. 2019. – № 42.

66. Мирошниченко Д.В. Воздействие макропруденциальной политики ЦБ РФ на рискованность портфеля потребительских кредитов банков // Деньги и Кредит. – 2021. – № 3.

67. Пеникас Г.И. Оценка эффективности макропруденциальной политики Банка России по ограничению необеспеченного потребительского кредитования модифицированным методом разность разностей // Банк России. Доклады об экономических исследованиях. – 2021.

68. Стырин К., Тишин А. Упреждающая монетарная и макропруденциальная политика для нейтрализации ожидаемых шоков для финансовой стабильности. // Банк России. Доклады об экономических исследованиях. – 2021.

69. Стырин К., Хотулев И. Оптимальная денежно-кредитная и макропруденциальная политика в экономике, экспортирующей сырьевые товары // Банк России. Серия докладов об экономических исследованиях. – 2019. – № 52.

70. Сухов М.И. Санация не является для нас чем-то недопустимым // Газета.Ru. Интервью. – 2014. – 12 февраля.

71. Тулин Д.В. Первый зампред ЦБ РФ: постоянные регуляторные послабления – это жульничество с подкруткой весов // Интерфакс. Интервью. – 2020. – 15 декабря.