



Банк России

Центральный банк Российской Федерации

**РОЛЬ МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОЙ
ПОЛИТИКИ В УСЛОВИЯХ
КОРРЕЛЯЦИИ СЫРЬЕВЫХ
ЦИКЛОВ С ПОТОКАМИ
КАПИТАЛА И ФИНАНСОВЫМ
ЦИКЛОМ**

**Аналитическая записка
Департамента
финансовой стабильности
Банка России**

Август 2017

МОСКВА

Адрес: 107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Сайт: www.cbr.ru

Комментарии и предложения по опубликованному материалу просим направлять на адрес электронной почты: enb2@cbr.ru

Все права защищены. Содержание настоящей записки выражает личную позицию авторов и может не совпадать с официальной позицией Банка России. Банк России не несет ответственности за содержание записки. Любое воспроизведение представленных материалов допускается только с разрешения авторов.

Содержание

ВВЕДЕНИЕ	3
I. ЧТО ЯВЛЯЕТСЯ ИСТОЧНИКОМ РИСКОВ?	6
II. РЕКОМЕНДАЦИИ МЕЖДУНАРОДНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ	11
III. ОПЫТ ПРИМЕНЕНИЯ МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНЫХ МЕР ОТДЕЛЬНЫМИ СТРАНАМИ.....	14
IV. ВОЗМОЖНЫЕ МЕРЫ ДЛЯ РЕАЛИЗАЦИИ В РОССИИ.....	19
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ.....	21

ВВЕДЕНИЕ

Макропруденциальная политика – это использование пруденциальных инструментов для снижения системного риска в финансовом секторе, в частности ограничения формирования «пузырей» на финансовых и кредитных рынках. В конечном итоге ее целью является стабилизация экономических колебаний, поскольку формирование «пузырей» часто ведет к перегреву экономики, а этапы «схлопывания пузырей» и последующего делевереджа сопровождаются экономическим спадом и длительным периодом пониженных темпов роста. Более равномерное и сбалансированное финансовое развитие ведет к более равномерному и сбалансированному экономическому развитию и росту благосостояния населения.

Многие страны с развивающимися рынками уже достаточно давно используют макропруденциальные меры в своей политике. После глобального кризиса 2007–2008 годов их активно стали применять и страны с развитыми рынками. К таким мерам относится антициклическая надбавка к нормативам достаточности капитала, являющаяся частью Базеля III. Широко используются и меры по регулированию рынка ипотеки и других видов потребительских кредитов, где высока вероятность возникновения «пузырей».

Для стран с формирующимися рынками и в целом для стран с нерезервными валютами актуальным является также вопрос ограничения валютных рисков для финансовой системы и экономики, в том числе рисков, связанных с трансграничными потоками капитала. Проблема в том, что и потоки капитала, и стимулы для финансовых и нефинансовых компаний брать на себя валютные риски обычно коррелированы с бизнес-циклом, а в случае стран, специализирующихся на экспорте сырья, – и с сырьевым циклом.

В условиях роста сырьевых цен и экономического подъема страна становится привлекательной для притока иностранного капита-

ла. Снижаются премии за риск и процентные ставки, укрепляется валютный курс. В этих условиях у заемщиков (и банков, и нефинансовых компаний) растут стимулы к привлечению валютных кредитов. Они недооценивают риски таких кредитов и не осознают, что разница в процентных ставках по кредитам в национальной и иностранной валюте отражает в том числе и валютный риск. В результате растет и внешнее, и внутреннее валютное кредитование. Краткосрочный эффект может быть положительным: ускоряется экономический рост, повышается капитализация финансовых рынков, благосостояние населения. Все это может вести к дальнейшему укреплению валютного курса и росту стимулов для наращивания валютной задолженности. Но при этом финансовая система и экономика становятся все менее устойчивыми, и начиная с какого-то момента риски оказываются слишком высокими. Поэтому в случае замедления экономики, в том числе в результате существенного падения нефтяных цен, ситуация начинает раскручиваться в обратном направлении, и накопленная повышенная валютная долговая нагрузка становится проблемой для финансовой стабильности и ведет к углублению экономического спада, продолжительной экономической стагнации, в целом – к более длительному периоду низких темпов экономического роста.

В целом ситуация похожа на ситуацию выхода из любого финансового «пузыря», но усиливается наличием валютных рисков. К примеру, в России в 2014–2015 годах существенные риски возникли из-за неравномерности платежей компаний по внешним долгам. Возникший в результате этого дефицит валютной ликвидности привел к дестабилизации валютного рынка, поэтому Банку России пришлось вводить инструменты валютного рефинансирования. Но значительные риски возникли и в связи с широким распространением валютного кредитования внутри страны, в первую очередь среди заем-

щиков, не имеющих экспортной валютной выручки.

Эти примеры только подтверждают тот факт, что российская экономика, во всяком случае до тех пор, пока она не станет достаточно диверсифицированной, подвержена сырьевым циклам, и финансовые и бизнес-циклы в России в значительной степени синхронизованы с сырьевым циклом. Поэтому одной из задач экономической политики является снижение зависимости экономики от сырьевого цикла, повышение устойчивости ее развития, несмотря на динамику нефтяных цен. Именно на это направлены бюджетные правила. Но в условиях корреляции финансового и сырьевого цикла одних бюджетных правил недостаточно, нужны дополнительные макропруденциальные меры, направленные как на финансовый, так и нефинансовый сектор экономики.

Задумываться о введении таких мер необходимо именно сейчас, когда экономика адаптировалась к изменению цен на нефть и начинается новый экономический и финансовый цикл. Экономика растет уже почти три квартала подряд. С начала II квартала 2017 года ускорилась кредитная активность: годовые темпы прироста потребительского кредитования на 1 июня 2017 года составили 4,6%, а рублевого кредитования нефинансовых организаций – 2,0%. Динамично развивается облигационный рынок: на 1 июня 2017 года годовой прирост величины рублевых облигаций нефинансовых организаций в обращении составил 32%¹.

С конца 2016 года на фоне благоприятной внешней конъюнктуры (низкой волатильности глобальных рынков, повышенной склонности инвесторов к риску), а также в условиях восстановления роста российской экономики наблюдалось снижение риск-премий на Россию и приток средств нерезидентов на рынок российских государственных облигаций. Премия по суверенным CDS России на 5 лет снизилась с начала октября 2016 года на 53 б.п., до 164 б.п. на 26 июля 2017 года. В результате возрос интерес нерезидентов к ОФЗ, их доля на рынке возросла с начала года на 3,8 п.п., до 30,7% на 1 июня 2017 года.

В 2017 году также повысилась активность эмитентов еврооблигаций: с января по 21 июля 2017 года российскими нефинансовыми компаниями было выпущено валютных еврооблигаций на 12,81 млрд долл. США, банками и другими финансовыми институтами – на 1,97 млрд долл. США.

Пока все эти тенденции не несут рисков финансовой стабильности. Государство планирует сокращать бюджетный дефицит, и рост государственного долга носит временный характер. Доля нерезидентов на рынке ОФЗ соответствует уровню, характерному для других ЕМЕ (по оценке Credit Suisse, на январь 2017 года эта доля по 10 странам ЕМЕ² составляла 28,4%). Внутреннее валютное кредитование компаний на 1 июня 2017 года снижалось в годовом выражении на 6,3%³. Размер внешнего долга в целом остается достаточно стабильным, небольшой прирост в первом полугодии 2017 года (на 8,4 млрд долл. США, или на 2,4%) главным образом был обусловлен положительной курсовой переоценкой, связанной с ослаблением доллара США к рублю и к другим валютам. Доля средств нерезидентов в пассивах российских банков на 1 июня 2017 года составила 6,2%⁴.

В целом приток иностранного капитала в Россию существенно меньше, чем в предшествующие периоды, в частности в 2006–2007 и 2012–2013 годах (см. рис. 1). Тем не менее нельзя исключать, что в оптимистическом сценарии приток капитала на российский рынок может усилиться, что создаст угрозу накопления чрезмерной долговой нагрузки в экономике или отдельных секторах, появления «пузырей» на отдельных финансовых рынках, накопления критичных валютных рисков.

В связи с этим актуальной становится задача по разработке системы мер, которая могла бы при необходимости использоваться для ограни-

² Турция, Польша, ЮАР, Венгрия, Россия, Бразилия, Мексика, Малайзия, Индонезия, Таиланд.

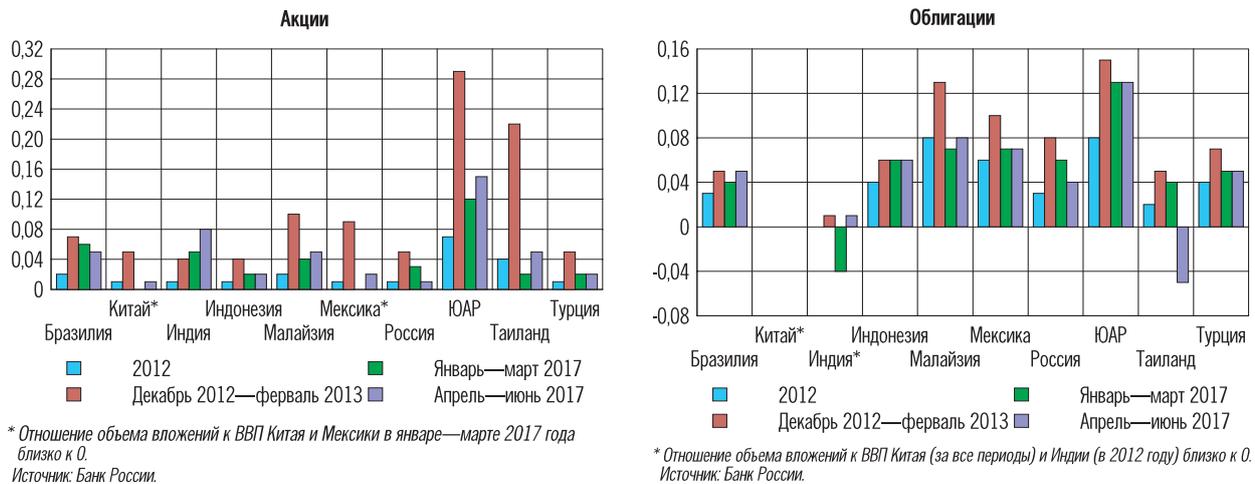
³ Темп прироста приведен с исключением фактора переоценки.

⁴ Для сравнения: накануне кризиса 2008 года в России эта доля составляла около 20%, а в странах, где имели место кризисы, обусловленные чрезмерными внешними заимствованиями банков, показатели были следующими: в Казахстане – 50% в 2007 году, в Корее – 28% в 1997 году, в Таиланде – 25% в 1997 году.

¹ Расчеты Банка России по данным агентства Cbonds.

Рисунок 1

Среднемесячный объем вложений инвесторов в фонды EME (по данным EPFR) относительно ВВП страны (%)



чения валютных рисков экономики и финансовой системы, снизить процикличность притоков капитала и развития финансового сектора. Соответствующие меры могут быть направлены на решение нескольких задач: сдерживание формирования долговой нагрузки, особенно валютной, управление потоками капитала (изменение его структуры в пользу более устойчивых), а также повышение устойчивости финансового сектора и экономики в целом к резким оттокам капитала (создание запасов капитала и ликвидности у финансовых организаций, управление ликвидностью в нефинансовых компаниях).

Часть инструментов, ограничивающих валютные риски, в России уже действует. Например, еще с 1990-х годов ограничена чистая валютная позиция банков, и отчасти благодаря этому банковская система относительно спокойно справилась с повышенной волатиль-

ностью валютного курса в 2014–2015 годах. В мае 2016 года были введены повышенные коэффициенты риска для валютных кредитов заемщикам, не имеющим достаточной экспортной валютной выручки. Эти меры позволяют несколько ограничить риски, но их может оказаться недостаточно. Поэтому необходимо создать возможности для введения дополнительных макропруденциальных мер, направленных на снижение рисков, связанных с притоками иностранного капитала в финансовый и нефинансовый сектор и развитием внутреннего валютного кредитования.

В данной аналитической записке мы рассматриваем международный опыт применения макропруденциальных мер и мер по управлению потоками капитала в целях поддержания финансовой стабильности и устойчивости экономического роста и оцениваем целесообразность применения подобных мер в России.

I. ЧТО ЯВЛЯЕТСЯ ИСТОЧНИКОМ РИСКОВ?

И в практике, и в теории экономической политики вопросы рисков, связанных с потоками капитала и валютизацией балансов финансовой системы, изучаются уже давно. Опыт показывает, что различные инструменты имеют разные риски.

1. Наименее рисковыми традиционно считаются **прямые инвестиции**, вероятность их быстрого оттока в сложной ситуации низка. Кроме того, такие инвестиции связаны с переносом технологий и управленческих практик, то есть напрямую влияют на экономический рост. Тем не менее стоит отметить, что проблемы ряда стран Восточной Европы в период глобального кризиса 2007–2009 годов выявили, что прямые инвестиции в банковскую (и в целом финансовую) систему могут служить каналом распространения шоков между странами. Поэтому международные реформы регулирования, которые страны «Группы 20» разрабатывают в ответ на кризис (Базель III, режимы урегулирования несостоятельности, меры по отношению к глобальным системно значимым финансовым институтам), учитывают международные аспекты деятельности финансовых организаций.

Кроме того, к прямым иностранным инвестициям относятся также инвестиции нерезидентов в недвижимость (в корреляции с поведением домохозяйств такие инвестиции могут создавать риски). В ряде стран приток средств нерезидентов способствовал ускоренному росту цен на рынке жилой или коммерческой недвижимости в 2000-е годы (Сингапур, Гонконг, Испания и Ирландия). Ключевую роль в формировании «пузыря» на рынке недвижимости в этих странах играло накопление долга домохозяйствами. При этом в азиатских странах, где уровень долговой нагрузки населения жестко ограничивался, рост цен на недвижимость не стал причиной ипотечного кризиса. А в Испании и Ирландии в отсутствие такого регулирования за схлопыванием «пузыря» последовал финансовый кризис и глубокий спад экономики.

2. **Приток иностранного капитала на рынок акций** также считается относительно менее рискованным. Потенциально возможна ситуация, когда высокая активность нерезидентов стимулирует «пузыри» на рынке акций, которые затем схлопываются, однако негативное влияние на экономику обычно ограничено. Характерным примером является рецессия в США в начале 2000-х годов, последовавшая за так называемым кризисом dot.com, то есть сдуванием «пузыря» на рынке акций интернет-компаний. Рецессия оказалась достаточно мягкой и непродолжительной, а риски финансовой стабильности невысокими. В случае трансграничных перетоков капитала сдувание «пузырей» на рынках акций оказывает влияние на валютный курс, но само по себе это также не несет повышенных рисков (в отсутствие проблем с доходностью).

Низкий потенциал распространения шока от рынка акций связан с тем, что банки – финансовые институты, подверженные «бегству вкладчиков» и наиболее значимые с точки зрения системной стабильности, – вкладывают в акции очень небольшую часть своих активов. Основными инвесторами в акции являются другие финансовые посредники – пенсионные фонды, инвестиционные и хедж-фонды, которые имеют меньший леввередж и гораздо более длительный горизонт инвестирования. В то же время после глобального финансового кризиса 2007–2009 годов опережающий рост демонстрируют как раз небанковские посредники (и обслуживающие их управляющие активами), поэтому в будущем их потенциал для создания системных рисков может усилиться. Самые серьезные проблемы «пузырь» на рынке акций может представлять и в том случае, если акции активно используются в качестве залогов по кредитам (проблема маржин-коллов). Но источником рисков тогда является не столько сам рынок акций, сколько кредитный рынок.

3. Наибольшие проблемы с точки зрения рисков финансовой стабильности и рисков для экономики представляет чрезмерный **приток иностранного капитала на долговой рынок**. Чрезмерная долговая нагрузка часто несет существенные системные риски, даже если речь идет о заимствованиях в национальной валюте. Ипотечный кризис в США в 2007 году является прекрасной тому иллюстрацией. Проблема долга (в отличие от финансирования через акции) в том, что он предоставляет дополнительную защиту кредиторам, и платеж в негативной ситуации может не снижаться, а даже увеличиваться. Этот эффект особенно остро проявляется в случае валютных займов (теоретические аспекты рассматриваются во вставке 1) в ситуации ослабления валютного курса. Это верно

вне зависимости от того, кто является кредитором (отечественный или иностранный инвестор) и кто заемщиком на международном рынке – финансовая или нефинансовая компания. При этом возможно возникновение нисходящей спирали: необходимость больших выплат по долгу негативно влияет на валютный курс, что, в свою очередь, ведет к росту долговой нагрузки и т.д.

Притоки иностранного капитала на долговой рынок в отечественной валюте в условиях плавающего курса несут меньше рисков, так как валютные риски в этом случае ложатся на кредиторов, а не заемщиков. Дополнительные риски на кредитном рынке могут быть связаны не только с общим размером, но и со структурой долга: его срочностью, структурой плате-

Вставка 1. Теоретические и эмпирические исследования проблемы избыточного накопления валютного долга

При рассмотрении проблемы накопления заемщиками стран с формирующимися рынками долга в иностранной валюте первый вопрос, который требует объяснения, связан с **причинами такого явления**. С теоретической точки зрения фундаментальными источниками таких рисков в странах с формирующимися рынками являются **неполные финансовые рынки** (incomplete financial markets), то есть невозможность застраховаться от всех существующих рисков, и залоговые ограничения (collateral constraints) – зависимость суммы доступного кредита от стоимости залога. В таких условиях действия одних экономических агентов могут иметь внешние последствия (externalities) для других. Например, несоответствие валюты между активами и пассивами – одна из главных уязвимостей формирующихся рынков. Кабальеро и Кришнамурти [1] на основе теоретической модели взаимодействия двух типов агентов – внешних кредиторов и внутренних заемщиков – показывают, что причиной привлечения иностранного фондирования является узость рынка в национальной валюте и связанная с этим недооценка премии за валютный риск. В результате недооценки премии за валютный риск кредиторы не готовы предоставлять финансирование в национальной валюте в необходимом объеме, а недостаток финансирования компенсируется заимствованиями в иностранной валюте. Основная проблема, которая возникает в этом случае, связана с рисками избыточного накопления долга в иностранной валюте.

Тенденция избыточной долговой нагрузки может усиливаться за счет **благоприятных внешних условий**. Форбс и Уорнок [2] доказывают, что ключевую роль для определения притока и оттока капитала играют не внутренние характеристики страны, а индекс VIX (показатель рыночной волатильности). К похожему выводу приходят Миранда-Агриппино и Рей [3]. Бруно и Шин [4] рассматривают условия привлечения долларовых заимствований компаниями нефинансового сектора. На основе эконометрической модели авторы показывают, что при формировании благоприятных финансовых условий нефинансовые компании увеличивают спрос на займы из предосторожности, чтобы не прибегать к привлечению средств в сложных обстоятельствах. Таким образом, образуются предпосылки для накопления чрезмерной задолженности, которая, как показали авторы, часто сопровождается повышением остатков свободной ликвидности в распоряжении компаний.

Алберола и Бениньо [5] показывают, как в экономике, экспортирующей сырье, **рост экспортных цен** привлекает иностранный капитал и способствует вытеснению торгуемого сектора неторгуемым. Если торгуемый сектор более производителен, то сырьевой бум задерживает технологический прогресс, причем эффект тем сильнее, чем больше финансовая открытость. Таким образом, риски от «голландской болезни» тем больше, чем выше степень открытости экономики к притокам капитала.

В экономических работах часто исследуется **взаимосвязь внешнего финансирования и внутреннего кредитования, а также экономического роста**: известно, что после внезапных остановок внешнего финансирования нередко наступает глубокая рецессия. Райнхарт и Райнхарт [6] проанализирова-

ли данные за 1960–2007 годы по 181 стране, включая 18 стран, где есть информация о ценах на недвижимость, и пришли к выводу, что бумы и кризисы участились после либерализации потоков капитала. Мендоза [7] разрабатывает модель, в которой задолженность растет в период фазы экономического подъема, пока не достигает залогового ограничения. Затем следует дефляция (обесценивание) активов, уменьшение внешнего финансирования, в том числе для оборотного капитала, и, как следствие, экономический спад. Бьянки [8] подчеркивает, что это явление вызвано невозможностью застраховаться от риска реальной девальвации, то есть обесценивания неторгуемых товаров относительно торгуемых. Коринек [9] доказывает, что действия одних агентов отражаются на других, потому что агенты не учитывают, что каждый своими действиями увеличивает совокупный риск.

В исследовании БМР [10] рассматривается немаловажная **проблема измерения долговой нагрузки** с учетом того, что часть долга не отражается напрямую в финансовой отчетности заемщика. Авторы отмечают, что объем долларового кредитования вне США растет гораздо более высокими темпами, чем внутри страны. При сопоставлении данных об объемах долларового финансирования вне США и долговой нагрузки долларовых заемщиков возникает гэп, который авторы исследования связывают с наличием «теневых» механизмов накопления долга. Анализируя данные по выборке стран, авторы пришли к выводу, что важную роль в формировании долговой нагрузки могут играть инструменты привлечения долларового финансирования через офшорные структуры, а также посредством использования производных финансовых инструментов. В совокупности эти формы накопления долга следует учитывать при оценке долговой нагрузки заемщиков.

Ряд теоретических работ посвящен проблеме **реализации макропруденциальной политики** по ограничению заимствований в иностранной валюте. Чен и Фелан [11] рассматривают вариант проведения мер по ограничению долговой нагрузки и притока капитала в двух гипотетических странах, каждая из которых имеет выбор между проведением скоординированной с другой страной или несоординированной политики. Посредством построения стохастической макроэкономической модели авторы показали, что внедрение мер макропруденциального регулирования долговой нагрузки повышает финансовую стабильность в стране их имплементации, но для повышения эффективности макропруденциальной политики целесообразно использовать механизмы координации для сокращения возможных эффектов распространения рисков на другие экономики.

В целом исследования подтверждают вывод о наличии предпосылок для накопления избыточного валютного долга заемщиками стран ЕМЕ и целесообразности разработки макропруденциальных мер по превентивному ограничению потенциально возможных долговых и валютных рисков.

жей, наличием ковенант и встроенных деривативных инструментов (например, опционов). Проблемы многократно увеличиваются, если структура долга такова, что объемы платежей в негативной ситуации автоматически растут.

Исторически долговые проблемы, связанные с трансграничным и валютным кредитованием, имели разную природу. В 1980-е годы и в начале 1990-х годов особенно острой проблемой были государственные долги развивающихся стран. Азиатский кризис 1997–1998 годов был связан с частными внешними заимствованиями, прежде всего банковскими. Эта ситуация получила еще больший размах в 2000-е годы, и до кризиса 2007–2009 годов рост внешнего долга во многих странах происходил в основном посредством кредитования со стороны

иностраннных банков, при этом внешние долги привлекали в основном кредитные организации (страны Восточной Европы, Турция и т.д.). При этом такие заимствования очень часто приводили к росту «пузырей» на внутреннем кредитном рынке: характерным примером является рост валютной ипотеки в странах Восточной Европы или рост кредитования строительного сектора в Испании. После кризиса 2007–2009 годов на фоне ужесточения глобального финансового регулирования, в первую очередь затронувшего банки, большее распространение получили покупки нерезидентами облигаций, часто выпускаемых нефинансовыми компаниями стран с формирующимися рынками. В настоящий момент высокий внешний долг нефинансовых компаний в развивающихся странах

считается одним из ключевых рисков для мировой финансовой системы⁵.

С точки зрения регуляторов форма заимствований – через банковскую систему или напрямую через финансовые рынки – требует особого внимания в отношении настройки инструментов, позволяющих воздействовать на соответствующие риски.

Что касается банков, то, привлекая финансирование в иностранной валюте, они, как правило, размещают привлеченные средства в валютные активы, прежде всего кредиты. В ряде стран, в том числе и в России, это обеспечивается за счет ограничения на открытую валютную позицию. Валютный риск в данном случае кажется ограниченным, однако он может трансформироваться в кредитный риск, если кредиты представляются заемщикам, не имеющим достаточных валютных доходов. Как было отмечено выше, это имело место, например, в Восточной Европе, где накануне кризиса 2007–2009 годов широкое распространение получили ипотечные кредиты в евро и швейцарских франках. Подобная ситуация имела место и в России до 2014 года, когда существенная доля кредитов в секторе строительства и недвижимости предоставлялась банками в иностранной валюте, тогда как выручка только формально была номинирована в долларах, но сами заемщики свою продукцию не экспортировали.

При разработке макропруденциальных мер важно также отслеживать возможности для арбитража между различными секторами финансового рынка. При конструировании инструментов макропруденциального регулирования необходимо учитывать не только индивидуальные, но и системные эффекты, то есть ситуации, когда риски конкретных компаний ограничены,

но за счет увеличения рисков для финансового сектора и экономики в целом.

В случае сырьевых экономик источником таких системных рисков могут быть долги сырьевых экспортеров. С точки зрения самих экспортеров наличие долга в иностранной валюте может быть вполне рационально – их выручка является валютной, и возникают преимущества «естественного хеджирования». Однако с экономических позиций в целом валютные долги экспортеров часто оказываются источником системных рисков и требуют специальных мер по их ограничению. В 2008–2009 годах накопление компаниями чрезмерного уровня внешних долгов привело к необходимости рефинансирования заемщиков государством посредством размещения средств Резервного фонда Российской Федерации во Внешэкономбанке, а в 2014 году – с использованием инструментов рефинансирования в иностранной валюте Банка России. Часто возможности естественного хеджирования преувеличиваются экспортерами: если валютный долг слишком большой, то имеющейся валютной выручки может не хватить на обслуживание долга в иностранной валюте. Эффективность «естественного хеджирования» даже на уровне отдельной компании достигается только при умеренном уровне валютного долга (см. вставку 2).

При этом на макроуровне необходимо учитывать тот факт, что повышенные расходы экспортеров на выплаты по долгу дополнительно влияют на валютный курс, тем самым усиливая риски в финансовой системе и экономике в целом. Именно поэтому макропруденциальные меры в последнее время стали использоваться по отношению не только к финансовым институтам, но и к нефинансовым компаниям.

⁵ *Bank for International Settlements. 2016 Annual Report. June 26. 2016;*
International Monetary Fund. Global Financial Stability Report: Financial Stability Challenges in a Low-Growth Era. October 2016;
International Monetary Fund. Global Financial Stability Report: Getting the Policy Mix Right. April 2017.

Вставка 2. Иллюстративный пример компании-экспортера

Приведенный ниже иллюстративный пример показывает, что финансовое состояние гипотетической компании-экспортера гораздо менее устойчиво в ситуации, когда подавляющая часть задолженности приходится на валютный долг.

В начальный период t_0 выручка компании в иностранной валюте равна 100, в рублях – 100, операционные расходы номинированы в рублях и равны 100. Долг составляет 400. При этом рассмотрим два варианта: 75% долга в иностранной валюте (вариант 1) и 50% долга в иностранной валюте (вариант 2). Стоимость валютного долга – 5%, рублевого – 8%.

Рассмотрим два сценария в период t_1 . В сценарии 1 стоимость продукции на внешних рынках падает на 40%, а рубль ослабевает на 30%. В сценарии 2 стоимость продукции компании на внешних рынках растет на 40%, а рубль укрепляется на 30%. В обоих сценариях предполагается, что компании необходимо погасить 1/5 часть валютного долга, рублевый долг рефинансируется.

Как показывает пример, в негативном сценарии, когда цены на продукцию на мировом рынке снижаются, а курс рубля падает, переоценка валютной части долга приводит к большему повышению долговой нагрузки (долг/операционная прибыль). При этом в краткосрочном периоде компания может столкнуться с дефицитом валютной ликвидности из-за погашения внешнего долга (в рассматриваемом примере погашение долга равно валютной выручке и превышает размер чистой прибыли на 27,5). В случае если валютная составляющая долга 50%, объем погашения почти равен чистой прибыли, и вероятность возникновения проблем существенно меньше.

В сценарии 2 долговая нагрузка несколько выше во втором варианте, поскольку сокращение валютного долга из-за переоценки меньше, однако все равно она существенно ниже. При необходимости погашения внешнего долга у компании не возникнет проблем, при этом во втором варианте останется даже больше средств.

Финансовые показатели компании в периоды t_0 и t_1

Показатель	Вариант 1	Вариант 2
в базовом t_0		
Долг в валюте	300	200
Долг в рублях	100	200
Валютная выручка	100	100
Рублевая выручка	100	100
Операционная прибыль	100	100
Долг / операционная прибыль	4	4
Чистая прибыль	$100 - 300 \cdot 0,05 - 100 \cdot 0,08 = 77$	$100 - 200 \cdot 0,05 - 200 \cdot 0,08 = 74$
Сценарий 1		
Долг в валюте	390	260
Валютная выручка	78	78
Рублевая выручка	100	100
Операционная прибыль	78	78
Долг / операционная прибыль	$490/78 = 6,3$	$460/78 = 5,9$
Чистая прибыль	$78 - 390 \cdot 0,05 - 100 \cdot 0,08 = 50,5$	$78 - 260 \cdot 0,05 - 200 \cdot 0,08 = 49$
Чистая прибыль - погашение долга	$50,5 - 390 \cdot 0,2 = -27,5$	$49 - 260 \cdot 0,2 = -3$
Сценарий 2		
Долг в валюте	231	154
Валютная выручка	108	108
Рублевая выручка	100	100
Операционная прибыль	108	108
Долг / операционная прибыль	$331/108 = 3,1$	$354/108 = 3,3$
Чистая прибыль	$108 - 231 \cdot 0,05 - 100 \cdot 0,08 = 88,5$	$108 - 154 \cdot 0,05 - 200 \cdot 0,08 = 84,3$
Чистая прибыль - погашение долга	$88,5 - 231 \cdot 0,2 = 42,5$	$84,3 - 154 \cdot 0,2 = 53,5$

II. РЕКОМЕНДАЦИИ МЕЖДУНАРОДНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ

В течение длительного времени МВФ и Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) жестко выступали за полную либерализацию движения капитала, отмену любых ограничений в данной области и последовательно проводили эту линию во взаимоотношениях со странами-членами. Затем, особенно в период после глобального финансового кризиса 2008–2009 годов, позиция этих международных организаций по отношению к контролю за движением капитала изменилась: и МВФ, и отчасти ОЭСР пришли к выводу, что в целях обеспечения стабильного развития экономики и предотвращения глобальных дисбалансов применение мер, воздействующих на потоки капитала, при определенных условиях оправданно.

В течение ряда лет МВФ исследовал роль контроля за движением капитала как потенциального инструмента для стран с формирующимся рынком и в 2012 году выпустил доклад «The Liberalization and Management of Capital Flows – an Institutional View»⁶. В нем используется более широкое определение – **«меры по управлению движением капитала»** (capital flow management, CFM). Такие меры объединяют широкий спектр административных, налоговых и пруденциальных инструментов и включают в себя как меры контроля за движением капитала, так и меры, не имеющие дискриминационного характера на основе резидентности, но при этом влияющие на потоки капитала (в частности, пруденциальные меры, дифференцирующие операции в зависимости от вида используемых валют, меры, применяемые к нефинансовому сектору).

В отношении мер контроля за движением капитала МВФ по-прежнему отмечает, что такие меры сокращают предложение капитала, повышают стоимость финансирования, созда-

ют трудности для местных компаний и домохозяйств, снижают дисциплину на финансовых рынках. Введение мер контроля за движением капитала обычно довольно затратно, и компании часто находят способ обойти ограничения. В то же время странам, которые пока не провели либерализацию движения капитала, МВФ рекомендует делать это постепенно, по мере финансового и институционального развития. Почти все страны, реализующие инфляционное таргетирование и перешедшие к режиму плавающего курса национальной валюты, отказались от мер контроля за движением капитала. Только в исключительных случаях (Исландия в 2008 году) меры контроля вводились в условиях острого финансового кризиса.

Вторая группа мер CFM, не являющихся прямыми мерами контроля, одновременно относится к мерам макропруденциальной политики и используется в тех случаях, когда движение капитала является источником системных рисков (macroprudential and capital flow management measures, MPMs/CFMs)⁷.

В документах МВФ «Руководство по макропруденциальной политике» и «Либерализация и управление потоками капитала: институциональная позиция»⁸ отмечено, что в случаях, когда чрезмерный приток капитала приводит к быстрому росту объемов кредитования, предоставляемого местным компаниям международными инвесторами, и это чревато ростом системных рисков, могут быть полезны макропруденциальные меры, ограничивающие приток капитала, при условии что они не подменяют собой необходимые макроэкономические шаги и меры по регулированию финансового сектора, а также не изменяют движение капитала так, что это приводит к росту уязвимости

⁷ Staff Guidance Note on Macroprudential Policy // IMF. December 2014.

⁶ The Liberalization and Management of Capital Flows – an Institutional View // IMF Policy Paper. November 2012.

⁸ The Liberalization and Management of Capital Flows – an Institutional View // IMF Policy Paper. November 2012.

Вставка 3. О Кодексе либерализации движения капитала ОЭСР

В основе обязательств по либерализации мер контроля за движением капитала, принятых на себя странами, присоединившимися к Кодексу либерализации движения капитала ОЭСР¹, лежит определение контроля за движением капитала как комплекса мер, дискриминирующих иностранных инвесторов либо резидентов соответствующего государства, осуществляющих инвестиции за границей, на основе принципа резидентности.

В настоящее время ведется работа по пересмотру Кодекса либерализации движения капитала ОЭСР, в том числе в целях определения официальной позиции в отношении макропруденциальных мер, которые могут оказывать воздействие на потоки капитала. ОЭСР стремится исключить возможность использования странами подобных мер с целью манипулирования валютным курсом и/или дискриминации нерезидентов.

Начиная с 2012 года страны, не являющиеся членами ОЭСР, имеют возможность присоединиться к Кодексу с теми же правами и обязанностями, что и члены ОЭСР. В марте 2016 года страны ОЭСР, присоединившиеся к Кодексу, приняли общие положения его пересмотра. Этот процесс запланирован на два года. Цель текущего пересмотра – совершенствование Кодекса и обеспечение его актуальности, а также повышение прозрачности отдельных мер, вводимых Кодексом. Пересмотр Кодекса курируется «Группой 20», поскольку эта работа взаимосвязана с процессом совершенствования финансового регулирования.

По мнению Банка России, большая часть макропруденциальных мер не должна подпадать под действие Кодекса, и, соответственно, эти меры не должны считаться ограничениями согласно Кодексу. На наш взгляд, к таким мерам относятся дифференцированные по видам валют ограничений по показателям ликвидности, дифференцированные требования по обязательному резервированию, ограничение чистых валютных позиций банков, прочие валютные ограничения, вводимые в целях обеспечения соответствия активов и обязательств в иностранных валютах (например, ограничение соотношения кредитов и депозитов в иностранных валютах). Если эти меры не будут считаться ограничениями, то применение данных мер не потребует внесения странами дополнительных оговорок (*reservations*), от которых они со временем должны будут отказаться. Странам, рассматривающим возможность присоединения к Кодексу, будет проще в дальнейшем при необходимости, не нарушая обязательства в рамках Кодекса, без ограничений применять макропруденциальные меры.

В целом представляется, что обновленный Кодекс ОЭСР должен предоставить присоединившимся к нему государствам возможность эффективно отвечать на вызовы финансовой стабильности, применяя необходимые меры макропруденциальной политики.

¹ *OECD Code of Liberalization of Capital Movements.*

других секторов экономики⁹. В отношении макропруденциальных мер МВФ во многих случаях отмечает их большую эффективность в сфере управления потоками капитала по сравнению с мерами контроля за движением капитала.

Стоит отметить, что между позициями МВФ и ОЭСР относительно применения макропруденциальных мер, способных влиять на потоки капитала (MPMs/CFMs), до настоящего момента сохраняются существенные разногласия. МВФ считает, что страны при определенных обстоятельствах, в зависимости от особенностей экономической ситуации, должны иметь воз-

можность применять наиболее эффективные меры для предотвращения системных рисков финансовой стабильности, связанных с потоками капитала¹⁰. При этом МВФ, как уже было сказано, не утверждает, что меры по прямому управлению движением капитала (CFM) при любых обстоятельствах являются наиболее эффективными.

ОЭСР к мерам группы MPMs/CFMs, в частности к мерам, учитывающим валюту совершения операций (*currency-based measures*, CBM), относится с подозрением и в процессе пересмотра Кодекса либерализации движения капитала (см. вставку 3) стремится закрепить какой-либо

⁹ *Staff Guidance Note on Macroprudential Policy // IMF. December 2014; The Liberalization and Management of Capital Flows – an Institutional View // IMF Policy Paper. November 2012.*

¹⁰ *Increasing Resilience to Large and Volatile Capital Flows: The Role of Macroprudential Policies // IMF Policy Paper. July 2017.*

алгоритм, позволяющий выявлять дискриминацию нерезидентов в ходе применения странами подобных мер, и, соответственно, причислять данные меры к ограничениям в рамках Кодекса. МВФ, формулируя свою позицию по отношению к применению всего спектра мер (CFMs и MPMs/CFMs), исходит из приоритетности поддержания в странах финансовой стабильности за счет снижения системных, в том числе и валютных, рисков. ОЭСР же считает своей первоочередной задачей в рамках применения Кодекса шаги по либерализации движения капитала, а не поддержку финансовой стабиль-

ности. Кроме того, ОЭСР полагает, что Кодекс предоставляет странам достаточно возможности для введения временных мер, ограничивающих движение капитала любой срочности в кризисных ситуациях (как уже поступали Исландия, Греция), а также при определенных обстоятельствах ограничивающих потоки капитала, связанные с краткосрочными (до года) операциями¹¹. При этом ОЭСР не вполне учитывает упредительный характер макропруденциальных мер, направленных на снижение системных рисков финансовой стабильности, связанных с потоками капитала.

¹¹ *The OECD Code of Liberalization of Capital Movements: Update on Developments. OECD Report to the G20. June 2017.*

III. ОПЫТ ПРИМЕНЕНИЯ МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНЫХ МЕР ОТДЕЛЬНЫМИ СТРАНАМИ

Рассмотрим более подробно опыт использования странами мер, сгруппированный по объектам воздействия: меры, направленные напрямую на нерезидентов, на банковский сектор и на нефинансовые организации.

1. Меры, направленные напрямую на нерезидентов

Такие меры являются наиболее традиционными и скорее относятся к мерам по контролю за движением капитала. Чаще всего они направлены на сокращение краткосрочных притоков капитала. Опыт показывает, что такие меры могут влиять на структуру притоков капитала, особенно в краткосрочной перспективе. Однако со временем рынок находит возможности обходить такие ограничения, в том числе посредством использования деривативных инструментов. Важный момент, который не является достаточно изученным, – в какой мере такие ограничения снижают возможности для краткосрочного хеджирования рисков путем продажи их иностранным финансовым институтам и уменьшают возможности для сглаживания краткосрочной волатильности.

Одним из наиболее известных примеров ограничений на краткосрочные притоки капитала является так называемый чилийский, использовавшийся в Чили в 1990-х годах¹². Беспроцентные резервные требования были установлены по отношению ко всем притокам капитала (кроме прямых иностранных инвестиций) и наряду с другими мерами экономической политики способствовали большей устойчивости чилийской экономики в 1997–1998 годах. В то же время они являлись классическим капитальным ограничением, и в 2000-х годах частота использования таких мер снизилась. Исследования показали, что современный рынок умеет обходить такие ограничения. Однако

страны несколько активизировали использование таких мер в ходе так называемых валютных войн, реагируя на потоки капитала, связанные с использованием США и центральными банками других ведущих развитых стран политики количественного смягчения.

В частности, в **Бразилии** в 2011 году был введен налог на иностранные инвестиции (Financial Transaction Tax, IOF) в целях ограничения чрезмерного притока краткосрочного и спекулятивного капитала, повышения доли долгосрочных инвестиций. В Докладе по итогам оценки FSAP¹³ 2012 года¹⁴ IOF характеризуется как эффективный способ снижения притока портфельных инвестиций, содействовавший увеличению доли долгосрочных иностранных инвестиций. Как отмечает МВФ, увеличение IOF на 1 п.п. способствовало снижению отношения объема зарубежных портфельных инвестиций к ВВП на 0,73 п.п и увеличению отношения долгосрочного инвестирования к ВВП на 0,64 п.п. Тем не менее первоначально наблюдался регуляторный арбитраж: усилился приток краткосрочных инвестиций в другие инструменты, на которые не распространялся налог. В связи с этим действие IOF было распространено с инвестиций в облигации также на займы в иностранной валюте со сроком погашения менее 360 дней (а затем 720 дней). Эти меры потеряли актуальность в период объявления ФРС США о планируемом сворачивании политики количественного смягчения в 2013 году. В тот момент Центральный банк Бразилии был вынужден использовать специальные инструменты для стабилизации ситуации на валютных рынках – продажу форвардных контрактов в качестве страховок от валютных рисков для финансового и нефинансового сектора. Таким образом, введение ограничений на приток ка-

¹² French-Davis R. *Chili: La regulation des entrees de capitaux // Problemes d'Amerique latine. P., 2000. № 36. P.35–54.*

¹³ *Financial sector assessment program, реализуемая совместно МВФ и Всемирным банком.*

¹⁴ *International Monetary Fund. Brasil: Technical Note on Macprudential Policy Framework // IMF Country Report. No. 13/148. June 2013.*

питала не обязательно вторично от проблем, связанных с последующим оттоком.

В ряде стран риски могут быть связаны не столько с финансовыми рынками, сколько с риском рынка недвижимости (особенно если жилье в данной стране популярно у иностранцев). Одной из таких стран является **Сингапур**. В 2011 году в дополнение к другим мерам, ограничивающим риски ипотеки, для сдерживания роста цен на жилую недвижимость в стране были введены дифференцированные налоговые ставки государственных пошлин при приобретении недвижимости. Помимо ранее действовавшей пошлины в размере 3%, была установлена дополнительная пошлина для отдельных групп покупателей: 10% – для иностранцев и корпораций, 3% – для постоянно проживающих в стране лиц, покупающих второе и последующее жилье, и граждан Сингапура, покупающих третье и последующее жилье. В январе 2013 года пошлина была вновь повышена: до 15% – для иностранцев и корпораций, до 10% – для постоянно проживающих в стране лиц, покупающих второе и последующее жилье, и для граждан Сингапура, покупающих третье и последующее жилье. Лица, постоянно проживающие в стране, покупающие в первый раз недвижимость, и граждане Сингапура, покупающие вторую жилую недвижимость, должны уплатить соответственно 5 и 7%.

По оценкам экспертов МВФ, введение названных государственных пошлин в Сингапуре способствовало стабилизации цен на жилье и резкому снижению притока иностранного капитала на рынок недвижимости¹⁵.

2. Меры, направленные на снижение рисков в банковском секторе

Частой причиной двойных банковских и валютных кризисов (например, кризисов в азиатских странах в 1997 году) было избыточное привлечение внешнего долга посредством банковского сектора. Опираясь на этот опыт, мно-

гие страны вводят меры по управлению валютным риском в банковском секторе.

В 2010 году **Республика Корея** столкнулась с чрезмерной волатильностью вон, которая находилась в свободном плавании. В целях сдерживания волатильности были приняты меры по ограничению операций с валютными форвардами и свопами для корейских банков и подразделений иностранных банков в объеме до 50 и 250% от величины капитала соответственно. Также были ужесточены требования к управлению ликвидностью в иностранной валюте для южнокорейских банков и подразделений иностранных банков.

В 2011 году в Корее был введен сбор для обеспечения стабильности валютного курса (Foreign Exchange Stability Levy), который был призван снизить объем краткосрочных заимствований банками и создать инструмент страхования от рисков, связанных с такими займами. Валютные займы банков до года облагались сбором в размере 0,2%, от 1 года до 3 лет – 0,1%, от 3 до 5 лет – 0,05%, свыше 5 лет – 0,02%. Собранные средства использовались для наполнения фонда по уравниванию обменного курса (Exchange Equalization Fund), который должен был расходоваться на предоставление валютной ликвидности проблемным финансовым институтам. В 2015 году данный сбор распространили также на заимствования небанковскими финансовыми институтами в случае, если их объем непогашенного долга по итогам месяца составит более 10 млн долл. США. Сбор для банков был модифицирован: установлен на уровне 0,1% от валютных займов сроком погашения до года.

По оценкам FSAP¹⁶, описанные меры оказались эффективными. Доля краткосрочных валютных операций снизилась с 50% в 2008 году до 20% в 2013 году. В первую очередь это было вызвано увеличением сроков погашения валютных обязательств у подразделений иностранных банков. Коэффициент леввереджа по валютным обязательствам подразделений иностранных банков снизился с 260% на момент введения мер до 90% в конце 2013 года.

¹⁵ International Monetary Fund. Staff Guidance Note on Macroprudential Policy – Detailed Guidance on Instruments. December 2014.

¹⁶ International Monetary Fund. Republic of Korea. Financial System Stability Assessment // IMF Country Report. No. 14/126. May 2014.

В качестве меры, нацеленной на ограничение внешней задолженности банковского сектора, многие страны (Восточной Европы в 2000-х годах, Латинской Америки) применяют повышенные нормативы отчислений в фонды обязательных резервов. При этом возможно использование двух подходов: применение повышенных нормативов отчислений ко всем обязательствам (как, например, в России) либо только к обязательствам, возникающим в связи с привлечением новых средств (так называемая *marginal reserve requirements* – у стран, описываемых ниже).

Например, в 2004–2006 годах в **Хорватии** были предприняты шаги по сдерживанию притока краткосрочной иностранной валюты в целях поддержания макроэкономической стабильности и ограничения чрезмерного роста кредитования. Было введено требование о беспроцентном маргинальном обязательном резервировании (*unremunerated marginal reserve requirement*) по банковским займам в валюте (24% в 2004 году с постепенным увеличением до 55% в 2006 году).

По оценке FSAP 2008 года¹⁷, эти меры способствовали замедлению кредитования в иностранной валюте и повышению уровня капитала в банковском секторе (поскольку из-за повышенных резервных требований материнским иностранным банкам было выгоднее вливать капитал, чем предоставлять займы в иностранной валюте). Однако в итоге эффективность мер оказалась недостаточно высокой, так как дочерние банки нерезидентов стали перенаправлять своих клиентов к своему материнскому банку-нерезиденту. Проверка клиента и работа, связанная с оформлением документов, проводилась дочерним банком-резидентом, а оформление финального договора и выдача кредита формально происходили в головной организации за пределами Хорватии.

В **Перу** в рамках борьбы с долларизацией по обязательствам банков в иностранной валюте установлены повышенные требования к резервированию: они составляют 42,2% (против 19,3% для обязательств в национальной валюте). Кроме того, для краткосрочных обяза-

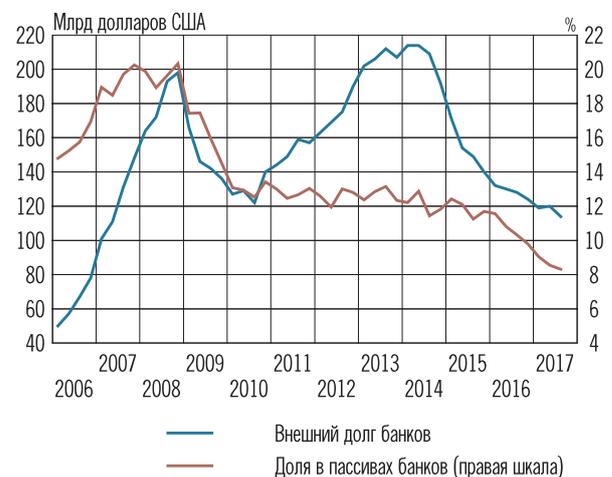
тельств в иностранной валюте норматив резервирования составляет 60%. По мнению МВФ (отчет по IV статье, май 2017 года), данная мера наряду с другими мерами (прежде всего переходом к режиму инфляционного таргетирования в 2002 году) позволила сократить уровень долларизации. МВФ также рекомендовал регуляторам Перу повысить резервирование на возможные потери по валютным кредитам незахеджированным заемщикам.

Банк России также имеет опыт применения мер, направленных на ограничение чрезмерных внешних заимствований банками. В 2006–2007 годах чистый ввоз частного капитала в Россию составил 131,5 млрд долл., что привело к усилению инфляционных рисков, а также способствовало росту зависимости российских банков от внешнего долга. Доля иностранных заимствований достигла 20% пассивов банков, что характеризует еще не критическую, но уже существенную зависимость от внешних ресурсов. Банк России в 2007–2008 годах применял меры по изменению нормативов обязательных резервов для кредитных организаций.

С учетом того что потенциально наиболее волатильной составляющей пассивов являются обязательства перед банками-нерезидентами, в отношении этой статьи были установлены повышенные значения нормативов обязательных резервов (максимальная надбавка достигала 3 п.п.). На фоне ухудшения ситуации с ликвид-

Рисунок 2

Динамика внешнего долга российских банков в 2006–2016 гг.



Источник: Банк России.

¹⁷ International Monetary Fund. Republic of Croatia: Financial System Stability Assessment – Update // IMF Country Report. No. 08/160. May 2008.

**Значения нормативов обязательных резервов для кредитных организаций
в 2007–2008 годах (%)**

Дата	Категория обязательств		
	Перед банками-нерезидентами	Перед физическими лицами в рублях	По иным обязательствам
Июль 2007	4,5	4	4,5
Октябрь 2007	3,5	3	3,5
Январь 2008	4,5	4	4,5
Март 2008	5,5	4,5	5
Июль 2008	7	5	5,5
1 сентября 2008	8,5	5,5	6
18 сентября 2008	4,5	1,5	2
Октябрь 2008	0,5	0,5	0,5

ностью в российском банковском секторе после банкротства Lehman Brothers с октября 2008 года норматив обязательных резервов для всех обязательств был установлен на уровне 0,5%.

Приток иностранного капитала в российскую банковскую систему сменился резким оттоком в сентябре 2008 года, поэтому нельзя оценить, были ли принятые меры достаточны, чтобы предотвратить дальнейшее накопление системных рисков. Однако меры явно повысили устойчивость банковского сектора: повышение нормативов обязательных резервов способствовало формированию «подушки» ликвидных активов, которая была использована Банком России в период острой нехватки ликвидности в банковском секторе. Снижение норматива позволило одновременно вернуть банкам около 400 млрд руб. ликвидных средств и поддержать стабильность банковского сектора до введения дополнительных экстренных мер, в частности кредитов без обеспечения.

Доля внешнего долга в пассивах не успела достичь критической величины, и снижение доли средств нерезидентов в пассивах банков происходило в спокойном режиме. Качество кредитов в иностранной валюте нефинансовым организациям также постепенно восстанавливалось. Доля просроченной задолженности по таким кредитам достигла максимального значения к 1 сентября 2009 года (5,5%), а в послекризисные годы составляла 2–3%.

Помимо дифференциации ФОР, в России еще с 1996 года действует **ограничение на открытую валютную позицию банков (ОВП)** по отдельным валютам (10% от капитала) и суммарную валютную позицию (20%), которое позволяет существенно снизить валютные

риски кредитных организаций. Ограничение открытой валютной позиции на уровне регулирования активно применяется в зарубежных странах, в частности Аргентине, Китае, Индонезии, Перу, Чили, ЮАР. Во многих странах с развитыми рынками нормативного ограничения на ОВП нет, однако надзорные органы проверяют качество управления валютным риском банка в рамках надзорной оценки.

3. Меры, ограничивающие привлечение внешнего долга нефинансовыми компаниями

После кризиса 2007–2009 годов структура международных потоков капитала изменилась. Если до кризиса основные трансграничные потоки проходили через международные банки или в целом через банковские системы, то в послекризисный период стали активно развиваться прямые облигационные заимствования корпоративного сектора за рубежом. Причем инвесторами в облигации выступают управляющие активами, которые в основном находятся сейчас вне регуляторного периметра¹⁸. Как описано ранее, такая ситуация может представлять не меньшую угрозу для финансовой стабильности и экономической устойчивости, чем заимствования финансовых институтов. Поэтому отдельные страны стали задумываться о введении мер по контролю за валютной долговой нагрузкой корпоративного сектора.

¹⁸ В январе 2017 года Совет по финансовой стабильности опубликовал рекомендации по снижению структурных уязвимостей, возникающих в связи с деятельностью управляющих активами. В рамках документа рассматриваются уязвимости и даются соответствующие рекомендации.

Среди наиболее известных случаев – пример Индонезии. В 2014 году в этой стране были предприняты меры, призванные повысить качество риск-менеджмента при осуществлении компаниями внешних заимствований в иностранной валюте, что должно было способствовать снижению валютных рисков для компаний и ограничению притока краткосрочного иностранного капитала. В частности, нефинансовые организации, осуществляющие внешние заимствования, должны соблюдать три требования:

1) *коэффициент хеджирования изменения курса иностранной валюты против рупии*: непокрытая валютными активами часть валютных обязательств сроками до трех месяцев и от трех до шести месяцев должна быть захеджирована на 25% (изначально – на 20%). Сделки хеджирования должны быть заключены с банками из Индонезии. Банк Индонезии определяет пороговый уровень отрицательной разницы между валютными активами и обязательствами, при достижении которого применяется требование о соблюдении коэффициента хеджирования. Исключением являются компании, валютой отчетности которых является доллар США;

2) *коэффициент ликвидности*: минимальный уровень коэффициента краткосрочной валютной ликвидности (соотношение валютных активов и обязательств, номинированных в иностранной валюте сроком до трех месяцев) установлен на уровне 50%, с 1 января 2016 года – 70%;

3) *кредитный рейтинг*: рейтинг, присвоенный уполномоченным агентством заемщику и/или долговой ценной бумаге, на уровне не ниже ВВ– (или эквивалента). При этом требование не распространяется на внешние кредиты для целей рефинансирования, на привлеченные внешние кредиты под осуществление инфраструктурных проектов, на торгово-экспортные кредиты.

В опубликованной в 2016 году МВФ аналитической записке по Индонезии было указано, что рост иностранной корпоративной задолженности продолжился и составил в 2015 году 20% от ВВП, на иностранные источники пришлось 60% всех заимствований корпораций. Принятые меры способствовали общему улучшению качества управления рисками. Тем не менее МВФ отмечает сохранение рисков потерь, связанных со снижением курса индонезийской рупии, и рекомендует регулятору продолжать мониторинг ситуации¹⁹.

¹⁹ International Monetary Fund (2016): «Indonesia. Selected Issues», March 2016.

IV. ВОЗМОЖНЫЕ МЕРЫ ДЛЯ РЕАЛИЗАЦИИ В РОССИИ

В России проблема синхронности сырьевого цикла с одной стороны и финансового и бизнес-цикла с другой может носить ярко выраженный характер. Поэтому для придания финансовому развитию и экономическому росту устойчивости необходимо продумать комплекс макропруденциальных мер, сглаживающих финансовый цикл, снижающих уровень корреляции между развитием кредитования и накоплением долговой нагрузки и изменениями нефтяных и других сырьевых цен. Точечное использование макропруденциальных мер дает соответствующий инструментарий.

В отношении кредитных организаций

В случае наращивания внешних заимствований банковского сектора и, соответственно, роста предложения со стороны банков финансовых ресурсов в иностранной валюте для ограничения рисков возникновения «пузыря» можно ужесточить меры, введенные в 2016 году в целях снижения долларизации активов и обязательств банков:

1. Повышение коэффициента риска в целях расчета нормативов достаточности капитала банков по операциям в иностранной валюте с «сигнального» уровня в 110% до более высокого уровня, который был бы ощутим с точки зрения влияния на достаточность капитала банков. Повышенные коэффициенты риска способствуют достижению двух целей: с одной стороны, дестимулируют рост валютного кредитования, а с другой – повышают уровень капитала и, соответственно, устойчивость к возможным шокам.

2. Установление более дифференцированных нормативов ФОР. В настоящее время нормативы обязательных резервов уже дифференцированы по видам валют: в рублях – на уровне 5%, в иностранной валюте – от 6% (перед физическими лицами) до 7% (перед юридическими лицами, в том числе нерезидентами).

Кроме того, для повышения устойчивости банков дополнительно может быть использована антициклическая надбавка к нормативам достаточности капитала. Она может вводиться не только в ситуации роста кредитного гэта, но и в случае накопления системных рисков.

В отношении нефинансовых компаний

Опыт отдельных стран показывает, что меры, основанные на регулировании внутренних кредитов в иностранной валюте, могут привести к переориентации компаний на внешние заимствования и/или развитию форм синтетического валютного финансирования (уже упомянутый пример Хорватии, пример Турции²⁰). В связи с этим также должны применяться меры, направленные непосредственно на нефинансовые организации.

В Банке России с 2014 года осуществляется постоянный мониторинг динамики внешней задолженности корпоративного сектора путем опроса крупнейших организаций-заемщиков о графиках погашения и текущей задолженности перед нерезидентами на консолидированной основе. Для большего покрытия долгов, о параметрах которых у Банка России есть детальные сведения, принято решение о двукратном расширении выборки с 28 до 53 компаний.

Сокращение заимствований компаний в иностранной валюте в случае чрезмерного наращивания внешнего долга может достигаться путем установления ограничений для показателей, характеризующих валютную ликвидность и долговую нагрузку организаций:

²⁰ В Турции регулятор установил запрет на предоставление валютных ссуд домохозяйствам и незаехеджированным компаниям. Для того чтобы обойти это ограничение турецкие банки выдавали кредиты в иностранной валюте незаехеджированным заемщикам через свои офшорные отделения или же предоставляли ссуды, индексируемые по валютному курсу (заранее определенные выплаты были номинированы в долларах, но осуществлялись в национальной валюте по действующему курсу). В итоге в стране вырос внешний долг и страновая премия за риск. В 2009 году данное ограничение было снято.

1. Показатель, характеризующий достаточность валютной ликвидности: соотношение наиболее ликвидных валютных активов и оттоков по краткосрочным обязательствам, номинированным в иностранной валюте, не ниже установленного значения (по аналогии с нормативом, введенным Банком Индонезии). Данное требование обеспечит наличие у компаний-заемщиков достаточного объема ликвидных валютных средств для исполнения обязательств, предстоящих к исполнению в краткосрочной перспективе.

2. Показатель валютной долговой нагрузки, рассчитанный как соотношение валютных долговых обязательств и валютной выручки компании, оцененной в сценарии с фиксированной ценой на нефть (нефть марки Urals на уровне 40 долл. США за баррель), не выше заданного уровня.

Соблюдение данного показателя означает, что компания располагает валютными потоками в виде оцененной среднегодовой экспортной выручки для погашения части финансового долга, номинированного в иностранной валюте.

Выбор цены на нефть марки Urals на уровне 40 долл. США за баррель, то есть долгосрочной средней, ограничивает колебания долговой нагрузки нефинансового сектора вместе с колебаниями цен на нефть, способствует стабилизации экономики, долговой нагрузки, снижению амплитуды финансового цикла и волатильности валютного курса.

Учитывая, что ряд компаний в рамках диверсифицированных стратегий в 2014–2015 годах накопили существенные обязательства по производным финансовым инструментам (ПФИ)

в результате ослабления рубля, в составе валютных обязательств целесообразно учитывать обязательства по ПФИ с валютным риском.

Как показано в настоящей аналитической записке, притоки капитала в страну могут повышать риски финансовой стабильности, особенно если в результате происходит рост валютной долговой нагрузки банков и нефинансовых компаний. При этом притоки капитала часто сопровождаются чрезмерным ростом кредитования, накоплением рисков на различных сегментах финансового и кредитного рынка. Поэтому наряду с таргетированными мерами в отношении притоков капитала могут быть показаны меры, направленные на охлаждение соответствующих «пузырей» на отечественном финансовом рынке и повышение устойчивости банков и других финансовых институтов за счет заблаговременного создания буферов капитала и ликвидности.

В настоящий момент Банк России готовит нормативную базу для использования макропруденциальных инструментов. Речь идет обо всех инструментах, направленных на ограничение как долговой нагрузки отдельных видов заемщиков (к примеру, коэффициент РТІ, платеж к доходу физических лиц), так и валютных рисков. Однако, как показывает опыт других стран и наш собственный анализ ситуации, макропруденциальных мер, затрагивающих только финансовый сектор, для решения всех задач может оказаться недостаточно. В связи с этим необходима координация с Правительством по введению макропруденциальных мер, ограничивающих риски корпоративного сектора, в том числе государственных компаний.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Caballero R. J., Krishnamurthy A. Excessive Dollar Debt: Financial Development and Underinsurance // *Journal of Finance*. 58 (2). 867–893.
2. Forbes K. J., Warnock F. E. Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment // *Journal of International Economics*. 88. 235–251.
3. Miranda-Agrippino S., Rey H. World Asset Markets and the Global Financial Cycle // NBER Working Paper No. 21722.
4. Bruno V., Shin H. S. Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy // *Journal of Monetary Economics*. 71. 119–132.
5. Alberola E., Benigno G. Revisiting the Commodity Curse: A Financial Perspective // NBER Working Paper No. 23169.
6. Reinhart C. M., Reinhart V. R. Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present. In J. Frankel and C. Pissarides (eds.) // NBER International Seminar on Macroeconomics 2008. Chicago University Press. Chicago, IL. 9–62.
7. Mendoza E. G. Sudden Stops, Financial Crises, and Leverage // *American Economic Review* 100 (5). 1941–1966.
8. Bianchi J. Overborrowing and Systemic Externalities in the Business Cycle // *American Economic Review* 101. 3400–3426.
9. Korinek A. The New Economics of Prudential Capital Controls: A Research Agenda // *IMF Economic Review*. 59. 523–561.
10. McCauley R. N., McGuire P., Sushko V. Dollar credit to emerging market economies // *BIS Quarterly Review*. December 2015.
11. Chen W., Phelan G. Macroprudential Policy Coordination with International Capital Flows // Department of Economics Working Papers 2017–05. Williams College.