



РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ

КОНСУЛЬТАЦИИ 2013 ГОДА В СООТВЕТСТВИИ СО СТАТЬЕЙ IV

Октябрь 2013 года

Документ по отдельным вопросам

Настоящий документ по Российской Федерации был подготовлен группой сотрудников Международного Валютного Фонда в качестве справочного документа для периодических консультаций с этим государство-членом. Он основан на информации, имевшейся на момент завершения их подготовки 3 сентября 2013 года. В документе изложены взгляды соответствующей группы сотрудников, которые не обязательно отражают точку зрения правительства Российской Федерации или Исполнительного совета МВФ.

В соответствии с политикой опубликования докладов персонала и других документов МВФ допускается возможность изъятия информации, способной повлиять на поведение рынка.

Экземпляры данного доклада можно заказать по адресу:

International Monetary Fund • Publication Services
700 19th Street, N.W. • Washington, D.C. 20431
Телефон: (202) 623-7430 • Факс: (202) 623-7201
Эл. почта: publications@imf.org Интернет: <http://www.imf.org>

Цена: 18,00 долл. США за экземпляр

Международный Валютный Фонд
Вашингтон, округ Колумбия



РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ

ОТДЕЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

Утвердил
Европейский департамент

Подготовили Хольгер Флоркемайер (ЕВР),
Этибар Джафаров (ДДК) и Хироко Оура (ДДК).

СОДЕРЖАНИЕ

ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ОБМЕННОГО КУРСА И ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК. РОЛЬ РЕЖИМА ЦЕЛЕВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ИНФЛЯЦИИ _____ 4

A. Введение _____	4
B. Эмпирический анализ _____	7
C. Режим обменного курса, режим целевых показателей инфляции и волатильность НЭВК _____	10
D. Режим обменного курса, режим целевых показателей инфляции и передача влияния обменного курса _____	12
E. Выводы _____	13

РИСУНОК

1. Номинальные эффективные валютные курсы (разность логарифмов), режим обменного курса и режим целевых показателей инфляции _____	8
--	---

ТАБЛИЦЫ

1. Оценки условных переменных режимов плавающего курса и целевых показателей инфляции с помощью модели GARCH _____	11
2. Краткосрочная и долгосрочная передача влияние обменного курса до и после введения ЦПИ _____	13

ПРИЛОЖЕНИЯ

I. Спецификации модели _____	15
II. Функции импульсного влияния НЭВК на ИПЦ и ИЦП до и после введения ЦПИ _____	16

ЛИТЕРАТУРА _____	26
------------------	----

РОСТ КРЕДИТА И ФУНКЦИЯ МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ В РОССИИ	28
А. Привел ли быстрый рост кредита к возникновению системных рисков?	29
В. Как меры макропруденциальной политики могут дополнять собой основы микропруденциальной политики?	42
РИСУНКИ	
1. Рост кредита в России и отношение кредита к ВВП в выборочных странах	31
2. Показатели финансовой устойчивости, международные сравнения	35
3. Карта состояния российских банков	36
4. Бремя задолженности домашних хозяйств в России по сравнению с другими странами	37
5. Отдельные экономические показатели	39
ТАБЛИЦА	
1. Показатели финансовой устойчивости, 2007 год – май 2012 года	53
ПРИЛОЖЕНИЯ	
I. Методология кубического тренда	54
II. Уравнение для предложения кредита	55
III. Некоторые значимые элементы институциональной структуры макропруденциальной политики	56
IV. Некоторые из основных отличительных аспектов реальных прикладных моделей макропруденциальной политики	57
V. Выборочные проявления системного риска и инструменты макропруденциальной политики в других странах	59
ЛИТЕРАТУРА	60
ПРИМЕНЕНИЕ ПОДДЕРЖКИ ЛИКВИДНОСТИ В ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЕ И СВЯЗАННЫЕ С НЕЙ РИСКИ В УСЛОВИЯХ СИСТЕМНОГО КРИЗИСА — ЦЕЛЕСООБРАЗЕН ЛИ ЭТОТ МЕХАНИЗМ ДЛЯ РОССИИ?	61
А. Введение	61
В. Вводные сведения: инструменты финансирования в иностранной валюте	63
С. Дефицит и поддержка ликвидности в иностранной валюте со времени глобального финансового кризиса	64
Д. «Поддержка ликвидности в иностранной валюте» в России во время кризиса: преимущества и последствия	70
Е. Основные соображения, связанные с созданием эффективного механизма защиты ликвидности в иностранной валюте в России	78

ВСТАВКИ

1. Механизм базового межвалютного финансирования с использованием форвардных свопов в иностранной валюте и свопов на валютной основе и их динамика во время системного кризиса _____ 66
2. Оптимальная практика поддержки ликвидности центральными банками в условиях системного кризиса _____ 76

РИСУНКИ

1. Глобальные потрясения на валютных форвардных рынках и стоимость межвалютного финансирования в долларах _____ 65
2. Стоимость механизма долларového финансирования центральных банков в странах с развитой экономикой _____ 69
3. Внешнеэкономические и денежно-кредитные условия в России во время кризиса 2008–2009 годов _____ 72
4. Политика России в области процентных ставок, 2008–2010 годы _____ 73
5. Возможности для межвалютного арбитража в России и потоки капитала, 2008–2009 годы _____ 75
6. Российские банки: внешнее финансирование и рост кредита _____ 79
7. Внешний долг России, 2005–2013 годы _____ 79

ТАБЛИЦЫ

1. Сведения о своповых соглашениях в долларах с СФРС и соответствующих методах предоставления ликвидности в долларах в странах, по центральным банкам, с октября 2008 года по 2010 год _____ 83
2. Экстренная поддержка ликвидности в иностранной валюте по видам инструментов в странах с формирующимся рынком, сентябрь 2008 года – июнь 2009 года _____ 85

- ЛИТЕРАТУРА** _____ 89

ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ОБМЕННОГО КУРСА И ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК. РОЛЬ РЕЖИМА ЦЕЛЕВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ИНФЛЯЦИИ¹

В настоящей главе анализируется влияние введения режима целевых показателей инфляции (ЦПИ) на волатильность обменного курса. Опыт более двенадцати стран с режимом целевых показателей инфляции указывает на то, что, если сделать поправку на влияние режима обменного курса, введение ЦПИ часто оказывается связано со снижением волатильности обменного курса. В целом, введение ЦПИ, как правило, частично или полностью компенсирует повышение волатильности обменного курса, связанное с введением режима плавающего обменного курса, который обычно используется в странах с таргетированием инфляции. Есть два основных канала, через которые ЦПИ оказывают понижающее влияние на волатильность 1) ЦПИ способствует уменьшению неожиданных потрясений за счет придания денежно-кредитной политике прозрачности и предсказуемости; 2) введение ЦПИ обычно уменьшает передачу влияния обменного курса на внутренние цены.

А. Введение

1. Теория не дает однозначного предсказания взаимосвязи между обменным курсом и волатильностью процентных ставок. Широко распространено представление о компромиссном характере связи между более высокой волатильностью процентных ставок и направленностью денежно-кредитной политики на стабилизацию обменного курса, в особенности при более высокой степени передачи влияния обменного курса на цены. В самом деле, в работе Mohanti and Klau (2004) обнаружены факты, подтверждающие гипотезу «боязни плавающего курса» в странах с формирующимся рынком: учитывая что обменному курсу придается большое значение в функции реагирования органов денежно-кредитной политики, процентные ставки сильно меняются в ответ на сдвиги в обменном курсе. При этом еще одним источником волатильности процентных ставок могут быть незакрепленные ожидания в отношении инфляции и обменного курса, отражающие низкую степень доверия к денежно-кредитной политике. Таким образом, степень волатильности процентных ставок зависит как от функции реагирования директивных органов, так и от степени доверия к ним (Calvo and Rheinhard 2002).

2. Роль обменного курса в макроэкономических результатах обычно выше в странах с формирующимся рынком и с переходной экономикой, чем в странах с

¹ Подготовил Хольгер Флоркемайер (ЕВР).

развитой экономикой. Он оказывает более сильное влияние на инфляцию, торговлю, экономическую активность и финансовую стабильность, что объясняется, как правило, более высокой степенью передачи влияния обменного курса на инфляцию; более сильным влиянием на конкурентоспособность сектора внешнеторговых товаров вследствие менее диверсифицированной и развитой производственной базы; более значительными открытыми валютными позициями финансового сектора, а также секторов предприятий и домашних хозяйств. Рассмотрение опыта стран с формирующимся рынком в использовании альтернативных режимов обменного курса и денежно-кредитной политики см., в частности, в работах Frankel (2002); Mohanti and Klau (2004); Ca'Zorzi, Hahn, and Sánchez (2007); Ostry, Ghosh, and Chamon (2012).

3. Исторически большинство стран с формирующимся рынком использовали обменный курс в качестве номинального якоря и потому в них действовали режимы негибкого обменного курса — более или менее жесткие привязки или по крайней мере активно регулируемые курсы. Однако с 1990-х годов многие страны перешли к более гибким режимам обменного курса. Во многих случаях этот сдвиг совпадал с введением режима целевых показателей инфляции (ЦПИ) в денежно-кредитной политике, при том что последний опирался на краткосрочные процентные ставки в качестве основного инструмента денежно-кредитной политики.

4. Совпадение по времени введения ЦПИ и более гибких курсов вызвало значительные дебаты о «боязни плавающего курса»: некоторая степень гибкости обменного курса необходима для надлежащего функционирования режима ЦПИ, поскольку в мире с мобильностью капитала независимая денежно-кредитная политика несовместима с режимом обменного курса, основанном на привязке. Эта связь между ЦПИ и гибкостью обменного курса привела некоторых исследователей к заключению, что, поскольку ЦПИ требует плавающего обменного курса, режим ЦПИ неизбежно ведет к более высокой волатильности обменного курса. Таким образом, более высокая волатильность обменного курса является ценой, которую необходимо заплатить за достижение меньшей волатильности процентных ставок. Однако важно разделять влияние, которое оказывают на волатильность обменного курса, с одной стороны, ЦПИ, а с другой — режим более гибкого обменного курса (Edwards, 2006).

5. В настоящем исследовании рассматривается взаимосвязь обменных курсов, уровней цен и ЦПИ по двум направлениям: Во-первых, каково было фактическое влияние введения ЦПИ на волатильность обменных курсов? Во-вторых, как введение ЦПИ воздействовало на степень передачи влияния обменных курсов на внутреннюю инфляцию? С этой целью анализируется опыт большого количества стран с режимами целевых показателей инфляции из числа как стран с развитой экономикой, так и стран с формирующимся рынком.

6. В работе Gali and Monacelli (2005) обнаружено наличие компромиссного характера связи между стабилизацией номинального обменного курса и условий торговли с одной стороны, и стабилизацией внутренней инфляции и разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства, с другой. Режим целевых

показателей инфляции в стране обуславливает значительно большую волатильность номинального обменного курса и условий торговли, чем это имеет место при альтернативных режимах политики. В работе Demiroz (2001) обнаружены отрицательные перекрестные связи между изменчивостью обменных курсов и процентных ставок в Турции в период 2000–2001 годов. Результаты исследования Duarte et al. (2008) свидетельствуют о наличии компромиссного характера связи между волатильностью обменного курса и волатильностью дифференциала процентных ставок в Португалии во время ее участия в механизме валютных курсов Европейской валютной системы.

7. В других исследованиях не обнаружено наличия компромиссного характера связи между обменным курсом и волатильностью процентных ставок. В работе Sarno (1997) делается вывод, что более высокая стабильность обменного курса в Европейской валютной системе не привела к какой-либо «передаче волатильности» на процентные ставки (и даже обнаружено некоторое снижение волатильности процентных ставок в некоторых странах). В работе Schmidt-Hebbel and Tapia (2002) утверждается, что волатильность номинальных обменных курсов несколько не выше при наличии режима целевых показателей инфляции, чем в других странах с режимом плавающего обменного курса. В исследовании Edwards (2006), где рассматривается семь стран, показано, что ЦПИ не ведут к повышению волатильности обменного курса, и подчеркивается, что ЦПИ способствуют уменьшению неожиданных потрясений за счет повышения степени прозрачности и предсказуемости денежно-кредитной политики. Аналогичные результаты получены в работе Prasertnukul, Kakinaka, and Kim (2008), где исследовался опыт пяти стран Азии (Индонезия, Корея, Таиланд и Филиппины).

8. И наконец, в работе Russ (2011) обнаружена положительная корреляция между волатильностью обменного курса и волатильностью процентных ставок, т.е. с повышением волатильности ставок повышается волатильность обменного курса. Рассматривая случай Турции, в работе Verument and Gunay (2003) анализируется влияние курсового риска на процентные ставки и обнаружена положительная взаимосвязь в период с декабря 1986 года по январь 2001 года.

9. Взаимосвязь между волатильностью обменного курса, процентных ставок и инфляции зависит не в последнюю очередь от той степени, в которой изменения обменного курса передаются на внутренние цены. Уровень инфляционной инерции играет большую роль в определении степени передачи такого влияния. В результате анализа данных по 25 странам ОЭСР в работе Campa and Goldberg (2002) обнаружено, что указанная передача влияния, как правило, ниже в странах с низкой инфляцией, а также с низкой изменчивостью обменного курса. Исследование по 20 промышленно развитым странам в работе Gagnon and Ihrig (2004) также свидетельствует о том, что стабилизация инфляции уменьшает такую передачу влияния. С этими результатами согласуются и выводы работы Choudri and Nakura (2006), основанной на данных по 71 стране и свидетельствующей о том, что существует положительная связь между передачей влияния и средним уровнем инфляции. В исследовании Prasertnukul, Kakinaka, and Kim (2008) указывается, что в Корее и Таиланде

степень передачи влияния уменьшалась с введением ЦПИ либо для ИЦП, либо для ИПЦ; а в работе Ito and Sato (2006) обнаружено, что в Индонезии, Таиланде, Малайзии, Сингапуре и Южной Корее передача влияния обменного курса на индекс потребительских цен (ИПЦ) была относительно низкой по сравнению с передачей влияния на индекс цен производителей (ИЦП).

10. Приводимое ниже эмпирическое исследование подтверждает, что, хотя и можно ожидать, что переход к режиму плавающего обменного курса приведет к повышению изменчивости обменного курса, есть определенные свидетельства того, что введение ЦПИ во многих случаях снижает волатильность обменного курса. Это согласуется с выводами эмпирических исследований, представленных в работах Edwards (2006), Rose (2007) и Prasertnukul, Kakinaka, and Kim (2008), и противоречит результатам основанных на модели имитационных расчетов в работе Gali and Monacelli (2005). Эмпирически, есть свидетельства того, что во многих странах повышающий волатильность эффект перехода к режиму более гибкого обменного курса и снижающий волатильность эффект введения ЦПИ в целом взаимно компенсируются. Следовательно, ЦПИ могут быть эффективным средством стабилизации уровней цен и снижения волатильности инфляции как за счет уменьшения передачи влияния обменного курса, так и за счет снижения волатильности обменного курса.

В. Эмпирический анализ

11. На первом этапе для исследования влияния, которое оказывает режим ЦПИ на волатильность обменного курса, используется модель обобщенной авторегрессионной условной гетероскедастичности (GARCH). На втором этапе анализируется, как введение ЦПИ сказывается на передаче влияния обменных курсов. В обоих случаях здесь используются подходы, принятые в работах Edwards (2006) или Prasertnukul, Kakinaka, and Kim (2008). Спецификации модели рассматриваются в приложении I. На рис. 1 приведена общая картина волатильности НЭВК в периоды до и после введения режимов гибкого обменного курса и режимов целевых показателей инфляции. Датировка моментов введения режимов ЦПИ взята из работы Rogers (2009).

Рисунок 1. Номинальные эффективные валютные курсы (разность логарифмов), режим обменного курса и режим целевых показателей инфляции

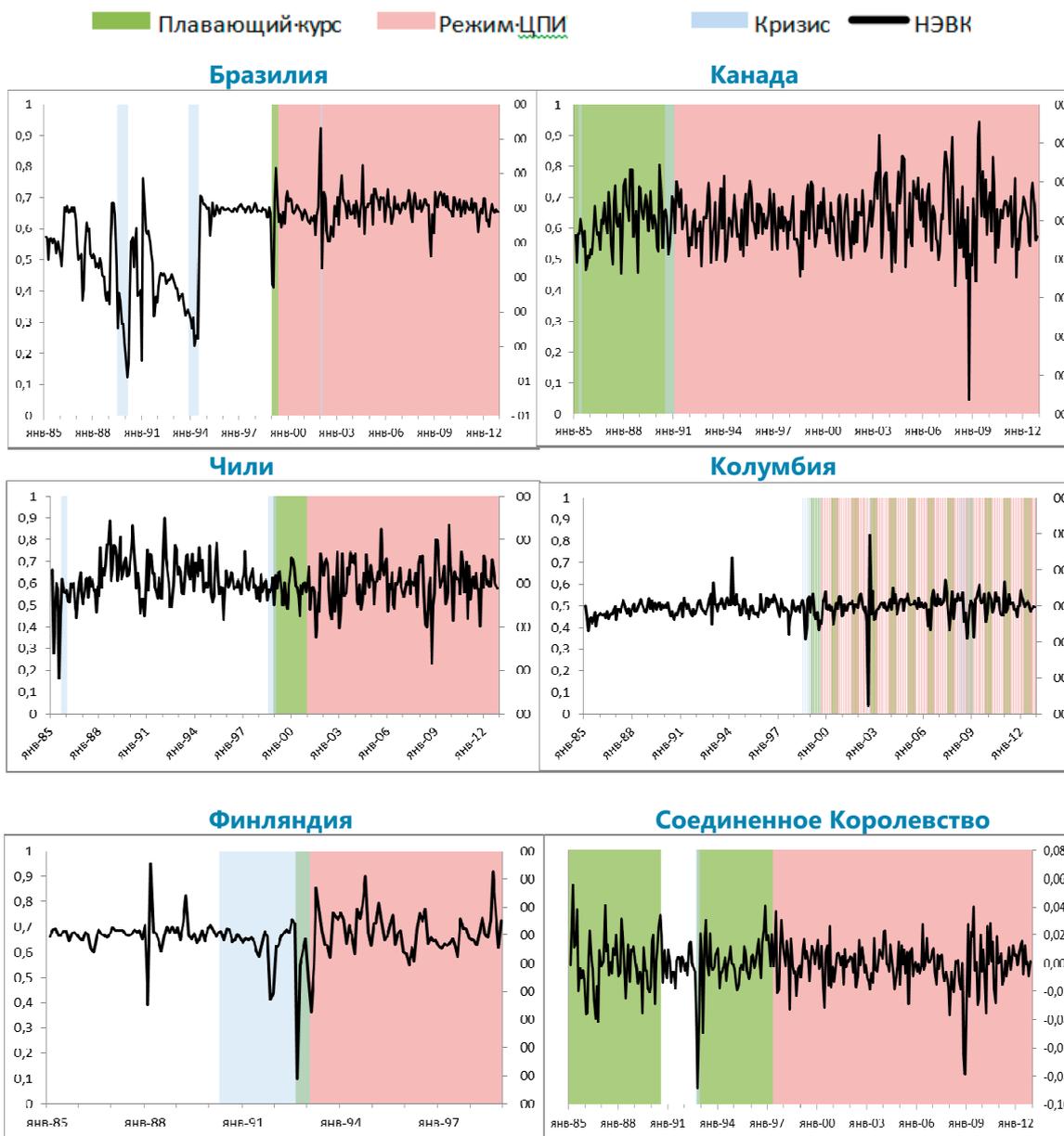
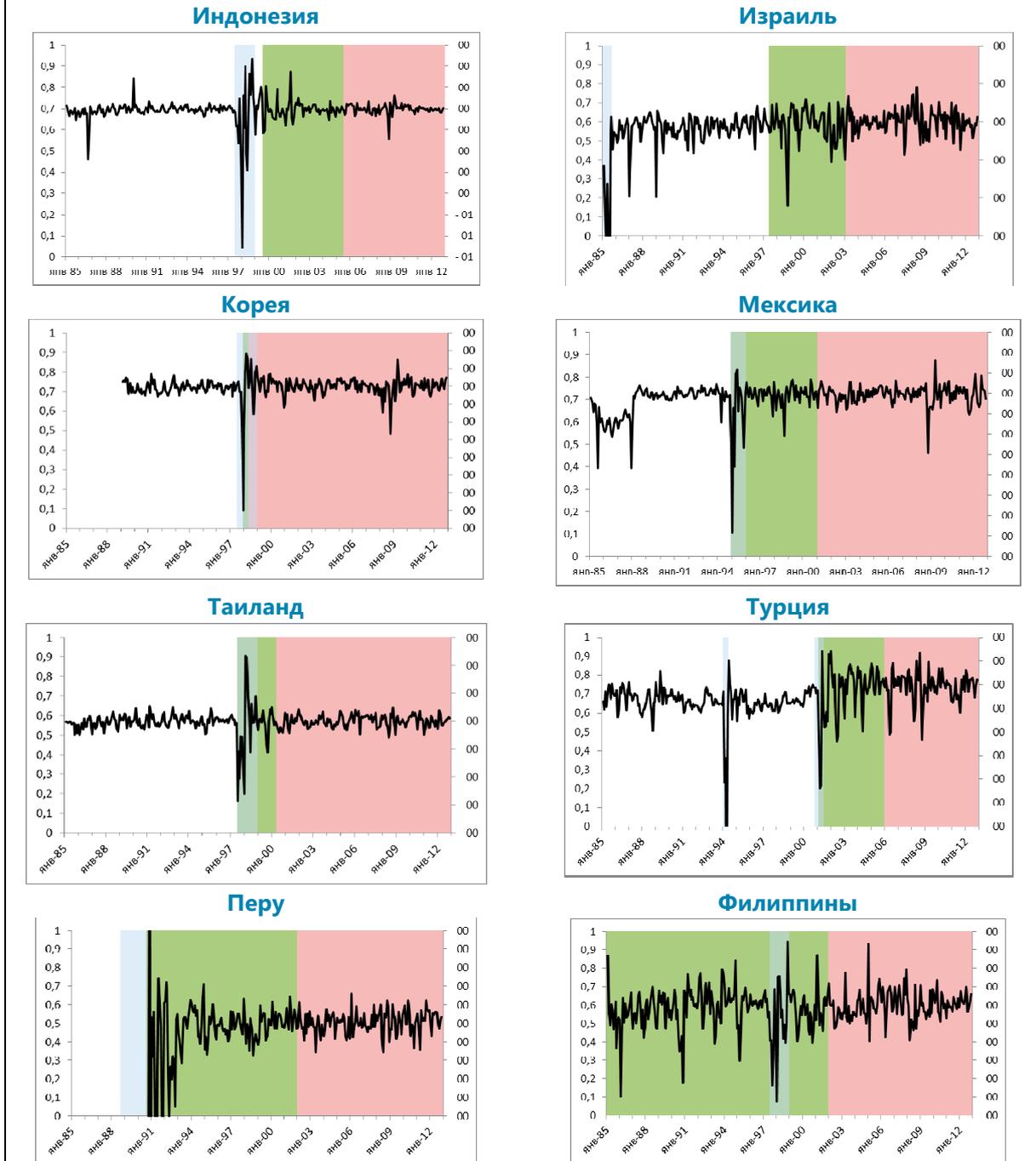


Рисунок 1. Номинальные эффективные валютные курсы (разность логарифмов), режим обменного курса и режим целевых показателей инфляции (окончание)



С. Режим обменного курса, режим целевых показателей инфляции и волатильность НЭВК

12. Период наблюдений для оценок GARCH находится в пределах с января 1990 года по декабрь 2007 года, и используются месячные данные. Периоды гиперинфляции (например, Перу в 1990–1992) не включаются в регрессии, также как и более близкий к сегодняшнему дню период 2008–2012 годов, чтобы исключить сильные потрясения во время мирового финансового кризиса. В отдельных уравнениях использовались условные переменные кризиса, чтобы привлечь внимание к различным региональным кризисам (Финляндия, 1991–1993 годы; кризис ЕВС, 1992–1993 годы; Мексика, 1994 год; Восточная Азия, 1997–1998 годы и т.д.). Основное внимание сосредоточивается на двух условных переменных, DIT и FLT, которые включаются в уравнение дисперсии, чтобы учесть влияние ЦПИ и режима плавающего обменного курса, соответственно. Результаты оценки приведены в таблице 1.

13. Не вызывает удивления, что введение режима плавающего обменного курса вело к повышению волатильности обменного курса почти во всех наблюдавшихся странах. (Условная переменная FLT не включалась в оценку в случаях Канады, Перу и Филиппин, где действовали режимы плавающего курса в течение всего периода наблюдений). Исключением является Польша, где наблюдался период существенной макроэкономической стабилизации до введения плавающих курсов. Влияние на волатильность обменного курса обычно значительнее в странах с формирующейся рыночной экономикой, в то время как в случае большинства стран с развитой экономикой оно оказывается незначительным.

14. С другой стороны, знак при условной переменной режима целевых показателей инфляции является отрицательным в одиннадцати из 15 стран, а в семи случаях этот отрицательный коэффициент является значительным. И снова за исключением Польши, все другие положительные значения коэффициентов (КАН, ВКБ и ИДН) являются статистически незначительными. Интересно, что значения коэффициентов при DIT в целом находятся в том же диапазоне, как и значения коэффициентов при FLT, указывая на то, что введение ЦПИ, как правило, компенсирует собой большую часть повышения волатильности обменного курса вследствие перехода на режим плавающего обменного курса.

15. Предположительно, введение ЦПИ уменьшает волатильность обменного курса только с течением времени, по мере того как органы денежно-кредитного регулирования постепенно добиваются доверия к своей политике за счет целого ряда положительных результатов в борьбе с инфляцией. Поэтому результаты оценки условной переменной ЦПИ могут оказаться надежнее, если рассматривать не непосредственное влияние этой переменной, а взятое с лагом. Однако подобные лаги, вероятно, будут существенно различаться между странами в зависимости от степени доверия к денежно-кредитной политике, которое уже достигнуто на момент официального объявления о переходе к ЦПИ. А выбор величины лага может оставаться в некоторой степени произвольным в ситуации, когда рассматриваются данные по разрезу стран. В идеале, любое постепенное усиление воздействия ЦПИ можно оценить с помощью скользящих оценок модели GARCH.

16. Как и Россия, многие страны, где уже введены ЦПИ, являются экспортерами природных ресурсов (например, Австралия, Канада, Индонезия). Это потенциально создает (мнимую) корреляцию между волатильностью обменного курса и введением ЦПИ. В принципе, эту проблему можно решить путем введения контрольной переменной для степени интенсивности использования природных ресурсов, однако такая переменная будет в значительной степени стационарной и поэтому непригодной для использования в контексте временных рядов. Вместо этого, данный вопрос урегулируется за счет включения в модель изменений цен на нефть в качестве контрольной переменной. Основанием для такого подхода служит тот факт, что в странах с сильной опорой на природные ресурсы макроэкономические переменные (обменные курсы, денежные показатели и ВВП) тесно связаны с динамикой цен на природные ресурсы.

Таблица 1. Оценки условных переменных режимов плавающего курса и целевых показателей инфляции с помощью модели GARCH

	<i>FLT</i>	<i>DIT</i>
БРА	4,27 *** <i>0,001</i>	-3,23 *** <i>0,010</i>
ЧИЛ	2,53 *** <i>0,000</i>	-2,21 ** <i>0,038</i>
КОЛ	0,25 <i>0,795</i>	-0,59 <i>0,548</i>
ФИН	3,90 *** <i>0,000</i>	-3,59 *** <i>0,000</i>
ВКБ	0,45 <i>0,573</i>	0,13 <i>0,789</i>
ИДН	0,52 <i>0,279</i>	0,22 <i>0,742</i>
ИЗР	1,10 *** <i>0,003</i>	-1,28 *** <i>0,003</i>
КОР	5,59 *** <i>0,000</i>	-5,44 *** <i>0,000</i>
МЕК	1,41 *** <i>0,000</i>	-1,08 *** <i>0,000</i>
ПОЛ	-1,50 *** <i>0,000</i>	1,39 *** <i>0,000</i>
ТАИ	3,36 *** <i>0,000</i>	-3,19 *** <i>0,000</i>
ТУР	2,27 *** <i>0,000</i>	-0,32 <i>0,395</i>
КАН	...	0,28 <i>0,883</i>
ПЕР	...	-0,22 <i>0,643</i>
ФИЛ	...	-0,07 <i>0,823</i>

Примечания. ***, ** и * обозначают статистическую значимость на уровне 1%, 5% и 10%, соответственно. Значения z-статистики приведены курсивом. FLT представляет собой условную переменную за периоды с режимом плавающего обменного курса, а DIT является условной переменной для периодов с режимом целевых показателей инфляции. В Канаде, Перу и Филиппинах действовали (фактически) режимы плавающего обменного курса на протяжении всего периода наблюдений (1990M1 по 2007M12, за исключением Перу: 1992M1 до 2007M12).

D. Режим обменного курса, режим целевых показателей инфляции и передача влияния обменного курса

17. В данном разделе исследуется, насколько введение режима целевых показателей инфляции может сказаться на действенности номинальных обменных курсов в качестве амортизаторов потрясений. Индекс потребительских цен (ИПЦ) используется в качестве представительной переменной для внутренних цен невнешнеторговых товаров, а цены производителей (ИЦП) — в качестве представительной переменной для внутренних цен внешнеторговых товаров. Соответственно, отношение ИЦП/ИПЦ является мерой реального обменного курса. Период наблюдений в общем случае — со второго квартала 1985 года по четвертый квартал 2012 года или короче в случае некоторых стран (1991:Q1 для Румынии; 1991:Q2 для Бразилии; 1993:Q2 для Чешской Республики).

18. Степень передачи влияния обменного курса сказывается не только на внутренней инфляции, но также и на действенности номинального обменного курса в качестве амортизатора потрясений (Edwards, 2006). Что касается первого аспекта, то меньшая передача влияния является более благоприятной, поскольку в этом случае снижается внешнее инфляционное давление. В отношении второго аспекта важно разделять цены внешнеторговых товаров и цены невнешнеторговых товаров и влияние изменений номинального обменного курса на реальный обменный курс. В то время как высокая степень передачи влияния обменных курсов на цены невнешнеторговых товаров снижает действенность номинального обменного курса в качестве амортизатора потрясений, сильная передача влияния обменного курса на цены внешнеторговых товаров повышает его действенность.

19. Передача влияния обменного курса обычно намного слабее в странах с развитой экономикой с низкой и стабильной инфляцией, чем в странах с формирующимся рынком, исторически имевших высокую инфляцию (таблица 2). В большинстве стран коэффициент при краткосрочной передаче влияния в период до введения ЦПИ в уравнениях ИПЦ и ИЦП является положительным, и неудивительно, что он обычно выше в случае внешнеторговых товаров (ИЦП), чем в случае невнешнеторговых товаров (ИПЦ). В период до введения ЦПИ, вследствие значительной степени инфляционной инерции, долгосрочная передача влияния также, как правило, была выше, чем краткосрочная передача влияния. Члены взаимодействия $\Delta \ln E_t \times DIT$ в большинстве случаев являются статистически незначимыми, указывая на то, что введение режима целевых показателей инфляции существенно не сказывается на краткосрочной передаче влияния. Полученные в результате оценки коэффициенты при члене взаимодействия $\Delta \ln P_{(t-1)} \times DIT$ в основном являются отрицательными, но статистически значимы только в уравнениях ИПЦ. Это означает, что во многих странах в период после введения ЦПИ долгосрочная передача влияния обменного курса на цены невнешнеторговых товаров (и, следовательно, на инфляционную инерцию) уменьшилась.

20. Полученные выше результаты в целом подтверждаются оценками передачи влияния с использованием функций импульсной реакции, построенной на базе модели векторной авторегрессии (ВАР), оцениваемой отдельно для периода до введения ЦПИ и периода после введения ЦПИ в различных странах. Следуя подходу, использованному в работе Ito and Sato (2006), мы проводим оценку модели ВАР с 5 переменными: мировая инфляция (представительным показателем которой является $\Delta \ln US$ для ИЦП); разрыв между потенциальным и фактическим объемом производства (GAP); рост широкой денежной массы ($\Delta \ln M2$); изменения номинального эффективного валютного курса ($\Delta \ln HЭВК$); внутренняя инфляция ($\Delta \ln p$), в указанном порядке. Модель ВАР также отдельно оценивается с использованием представительных переменных для цен невнешнеторговых товаров (ИПЦ) и цен внешнеторговых товаров (ИЦП). Результаты представлены в приложении II.

21. Как и в предыдущих регрессиях, передача влияния номинального эффективного валютного курса 1) обычно сильнее для ИЦП, чем для ИПЦ, и 2) уменьшается после введения режима целевых показателей инфляции. Кроме того, 3) снижение передачи влияния обменного курса чаще всего сильнее для ИПЦ, чем для ИЦП. Однако в некоторых странах передача влияния обменного курса на ИЦП оказывается более заметной в период после введения ЦПИ, чем в период до введения ЦПИ.

Таблица 2. Краткосрочная и долгосрочная передача влияние обменного курса до и после введения ЦПИ

	ИПЦ				ИЦП			
	До плавающего курса		После введения ЦПИ		До плавающего курса		После введения ЦПИ	
	КС	ДС	КС	ДС	КС	ДС	КС	ДС
БРА	0,89	0,97	0,05	0,11	0,89	1,02	0,24	0,75
ВЕН	0,12	0,19	0,06	0,04	0,07	0,06	0,06	0,04
КАН	0,00	0,01	-0,01	-0,01	0,09	0,10	0,30	0,32
ФИН	0,04	0,09	-0,08	-0,09	0,15	0,25	0,17	0,27
АВС	0,05	0,12	0,02	0,02	0,07	0,10	0,14	0,14
НИД	0,32	0,76	-0,01	-0,01	0,06	0,14	0,15	0,21
ИЗР	0,32	0,40	0,03	0,03	0,38	0,46	0,08	0,09
КОР	0,02	0,03	0,02	0,01	0,10	0,18	0,07	0,09
МЕК	0,42	0,84	0,03	0,02	0,48	0,88	0,14	0,17
НОР	0,14	0,29	0,04	0,03	0,46	0,52	0,30	0,29
ЧЕХ	0,10	0,21	-0,04	-0,04	0,06	0,12	-0,05	-0,08
РУМ	0,19	0,56	-0,01	-0,01	0,45	0,51	0,06	0,04
ТУР	0,86	1,00	0,93	1,18	0,86	1,01	0,95	1,21
ВКБ	0,15	0,17	-0,04	-0,03	0,13	0,29	0,02	0,02

Е. Выводы

22. В настоящей главе исследуется потенциально компромиссный характер связи между волатильностью процентных ставок и волатильностью курса в контексте перехода от режима целевых показателей обменного курса к денежно-кредитной политике с режимом целевых показателей инфляции. Воздействие таргетирования

инфляции на волатильность обменного курса анализируется путем изучения опыта более двенадцати стран, где были введены режимы целевых показателей инфляции.

23. Введение ЦПИ, по имеющимся свидетельствам, в большинстве стран снижает волатильность обменного курса. Если сделать поправку на режим обменного курса, введение ЦПИ во многих случаях ведет к снижению волатильности номинального курса. В целом, введение ЦПИ обычно частично или полностью компенсирует (механическое) повышение волатильности курса, связанное с введением режима плавающего курса.

24. Есть два основных канала, через которые режим ЦПИ ведет к снижению волатильности: 1) ЦПИ способствуют уменьшению неожиданных шоков за счет прозрачности и предсказуемости денежно-кредитная политика, что уменьшает как волатильность обменного курса, так и волатильность процентных ставок; 2) введение ЦПИ, как правило, уменьшает передачу влияния обменного курса на внутренние цены. Что касается последнего факта, обнаружено, что ЦПИ также оказывает положительное воздействие на действенность номинального обменного курса в качестве амортизатора потрясений, поскольку уменьшение передачи влияния обменного курса обычно оказывается более значительным для цен невнешнеторговых товаров, чем для цен внешнеторговых товаров. Кроме того, если режим ЦПИ уменьшает передачу влияния и волатильность обменного курса, он может способствовать не только стабилизации уровней цен, но также и уменьшать волатильность внутренних цен.

25. В России в последние несколько лет наблюдалось повышение волатильности обменного курса по сравнению с периодом до мирового финансового кризиса, поскольку официальные органы решили допустить более высокую гибкости обменного курса рубля в рамках подготовки к введению ЦПИ. Средний за 12 месяцев коэффициент дисперсии обменного курса рубля к доллару увеличился с 2,2 процента в период с декабря 2005 года по сентябрь 2008 года до примерно 3,7 процента в период с марта 2010 года по июнь 2013 года². Поскольку передача влияния обменного курса на внутренние цены остается значительной (примерно 0,25 в краткосрочном плане и 0,5 в долгосрочной перспективе), эта повышенная волатильность обменного курса может привести к увеличению волатильности внутренней инфляции, тем самым усложняя проведение денежно-кредитной политики. Для того чтобы воспользоваться выгодами введения ЦПИ к 2015 году, как сейчас планируется, в части уменьшения передачи влияния и сдерживания волатильности, важнейшее значение будет иметь оперативное введение остальных элементов операционных основ режима ЦПИ и быстрое укрепление доверия к политике в контексте нового режима в денежно-кредитной сфере.

² С другой стороны, отмечалось заметное снижение волатильности краткосрочных процентных ставок, т.е. за те же периоды коэффициент средней дисперсии за 12 месяцев снизился с 32 процентов до менее 13 процентов.

Приложение I. Спецификации модели

В качестве первого этапа для анализа воздействия ЦПИ на волатильность обменного курса используется модель GARCH в следующей спецификации:

$$\Delta \ln E_t = \alpha + \sum_{i=1}^m \beta_i \Delta E_{t-i} + \sum_{j=1}^n \varphi_j x_{j,t} + \varepsilon_t$$

$$\sigma_t^2 = \delta_0 + \sum_{i=1}^p \delta_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{j=1}^q \gamma_j \sigma_{t-j}^2 + \sum_{k=1}^s \theta_k y_{k,t}$$

где E_t показывает номинальный эффективный валютный курс; x_j представляют другие объясняющие переменные, которые могут сказываться на номинальном эффективном валютном курсе (внутренняя инфляция; инфляция в США; изменения цены на нефть; дифференциал процентной ставки в стране относительно США; условные переменные кризиса); ε_t — потрясения, имеющие характеристики нулевого среднего и условной дисперсии, σ_t^2 ; y_k — другие контрольные переменные, сказывающиеся на волатильности обменного курса: две условные переменные, DIT и FLT , включаются в уравнение дисперсии, чтобы представить режим целевых показателей инфляции и режим плавающего обменного курса, соответственно.

На втором этапе мы анализируем влияние режима ЦПИ на передачу влияния обменного курса, то есть на то, как изменения номинального обменного курса сказываются на внутренних ценах, для чего применяется следующая модель:

$$\Delta \ln P_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln E_t + \beta_2 \Delta \ln P_t^* + \beta_3 \Delta \ln P_{t-1} + \beta_4 \Delta \ln E_t \times FLT$$

$$+ \beta_5 \Delta \ln P_{t-1} \times FLT + \beta_6 \Delta \ln E_t \times DIT + \beta_7 \Delta \ln P_{t-1} \times DIT + \sum \beta_8 x_i + \varepsilon_t$$

где P_t , E_t и P_t^* представляют индекс внутренних цен (индекс потребительских цен или индекс цен производителей), номинальный эффективный валютный курс и индекс цен за пределами страны, соответственно. Переменные x_i — это другие контрольные переменные, которые, как ожидается, будут учитывать изменение уровня цен (взятая с лагом инфляция потребительских цен; инфляция цен производителей в США в качестве представительной переменной мировой инфляции; показатель разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства, основанный на объеме промышленного производства или ВВП; средние месячные изменения мировых цен на нефть); а ε_t представляет собой член потрясения со стандартными характеристиками. Все переменные, кроме условных, используются в логарифмической форме.

Модель оценивается с помощью метода обыкновенных наименьших квадратов. Выбор обменного курса является эндогенным, поэтому оценки могут страдать от систематического смещения вследствие одновременности данных. Однако, учитывая что, как представляется, нет надежных инструментов для обменного курса, методы синхронной оценки уравнений, такие как двухэтапный метод наименьших квадратов и обобщенный метод моментов, не дают возможности удовлетворительно решить эту проблему (см. Meese and Rogoff (1983) и Edwards (2006)).

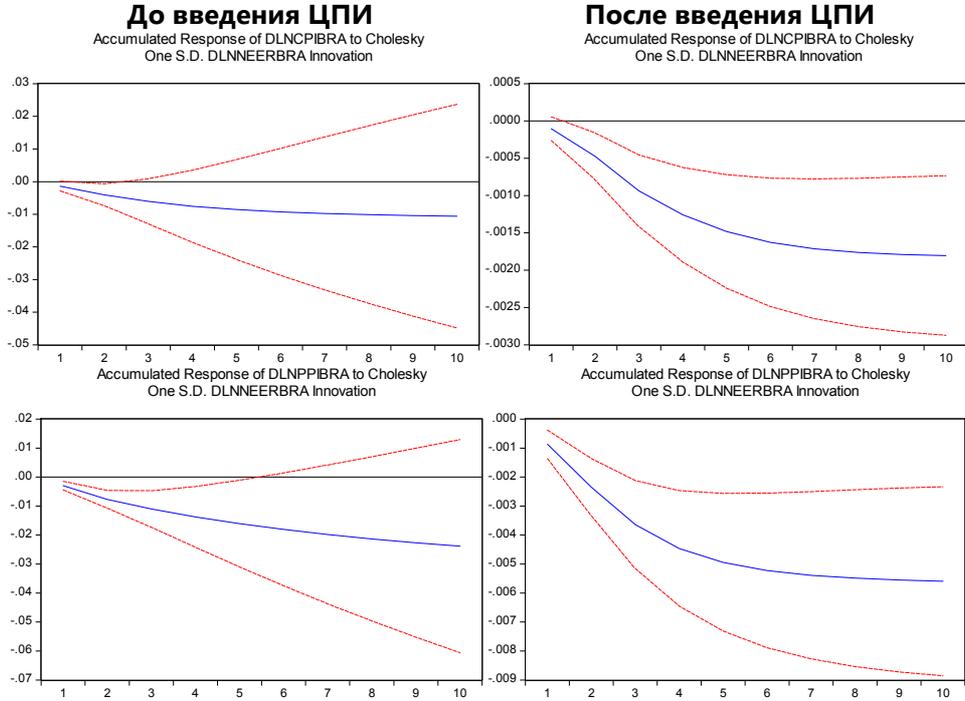
Условные переменные DIT и FLT снова используются для учета влияния ЦПИ и режима плавающего обменного курса. Коэффициенты для краткосрочной и долгосрочной передачи влияния выводятся следующим образом:

	Краткосрочная передача влияния	Долгосрочная передача влияния
До введения плавающего курса	β_1	$\beta_1 / (1 - \beta_3)$
При плавающем курсе	$\beta_1 + \beta_4$	$(\beta_1 + \beta_4) / (1 - \beta_3 - \beta_5)$
При режиме ЦПИ	$\beta_1 + \beta_4 + \beta_6$	$(\beta_1 + \beta_4 + \beta_6) / (1 - \beta_3 - \beta_5 - \beta_7)$

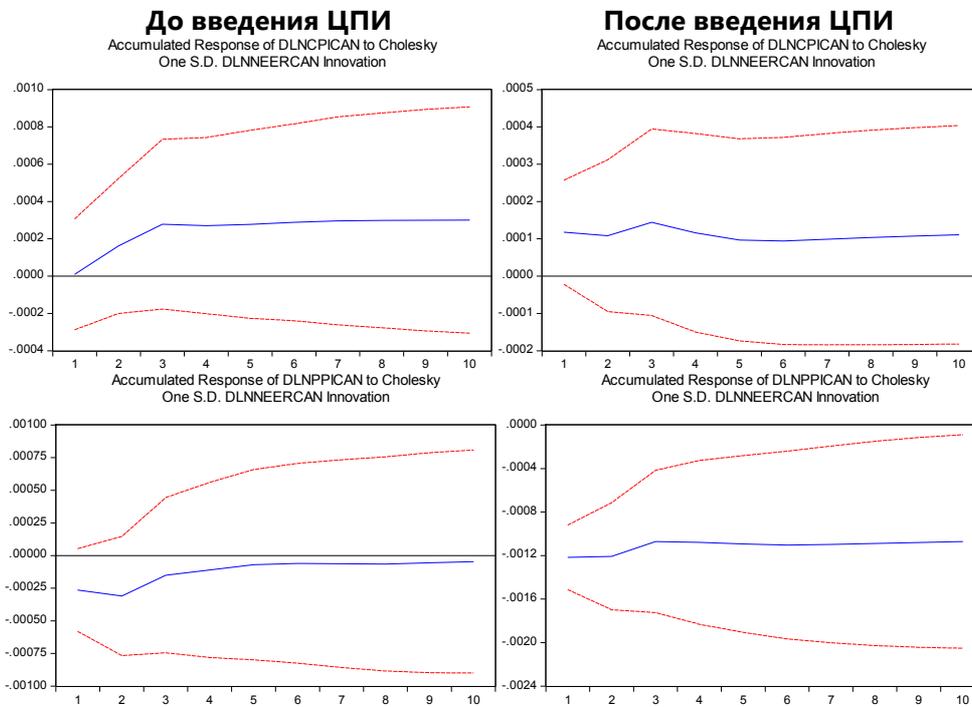
В качестве альтернативы передача влияния обменного курса оценивается с помощью модели векторной авторегрессии (VAR) со следующими 5 переменными (раздельно для периодов до введения ЦПИ и после введения ЦПИ): мировая инфляция (представительный показатель $\Delta \ln \text{ИЦП США}$); разрыв между потенциальным и фактическим объемом производства (GAP); рост широкой денежной массы ($\Delta \ln M2$); изменения номинального эффективного валютного курса ($\Delta \ln \text{НЭВК}$); внутренняя инфляция ($\Delta \ln p$).

Приложение II. Функции импульсного влияния НЭВК на ИПЦ и ИЦП до и после введения ЦПИ

Бразилия

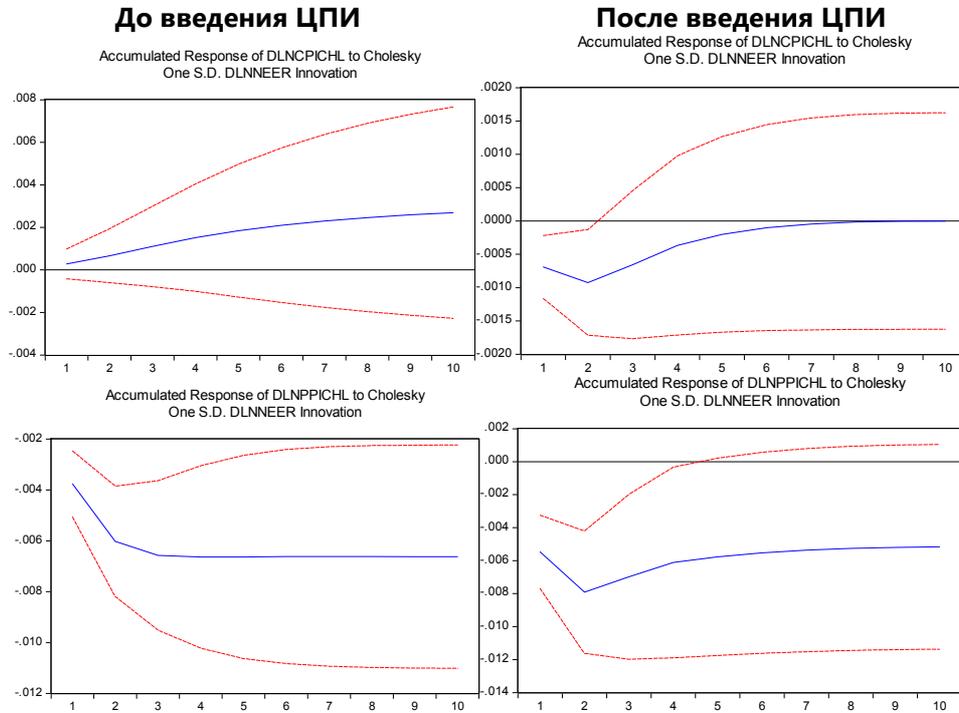


Канада

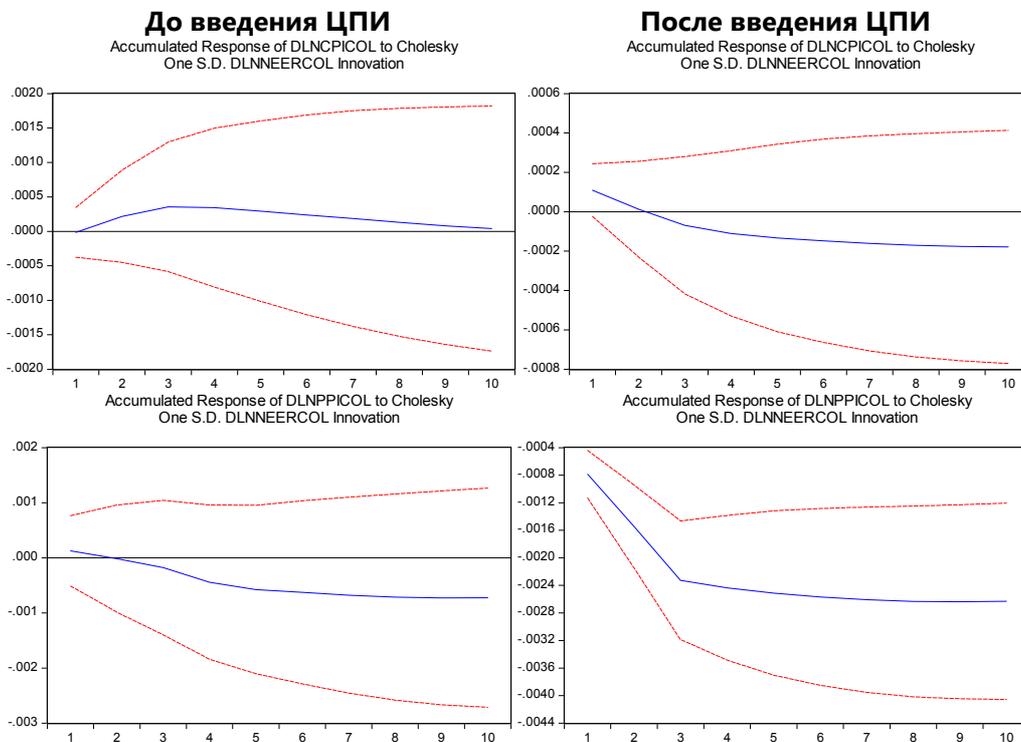


Приложение II. Функции импульсного влияния НЭК на ИПЦ и ИЦП до и после введения ЦПИ (продолжение)

Чили

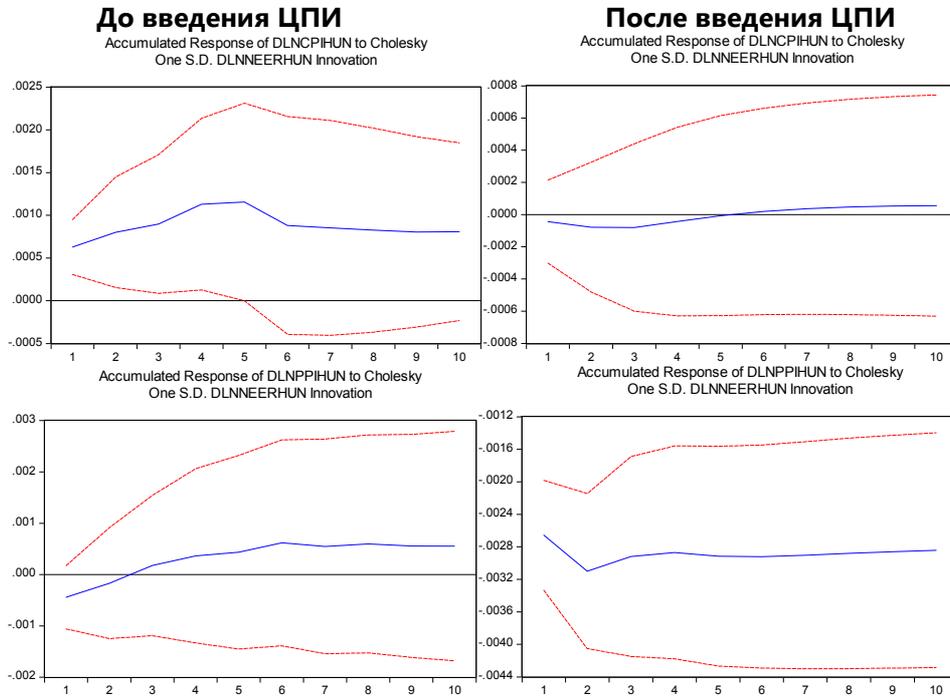


Колумбия

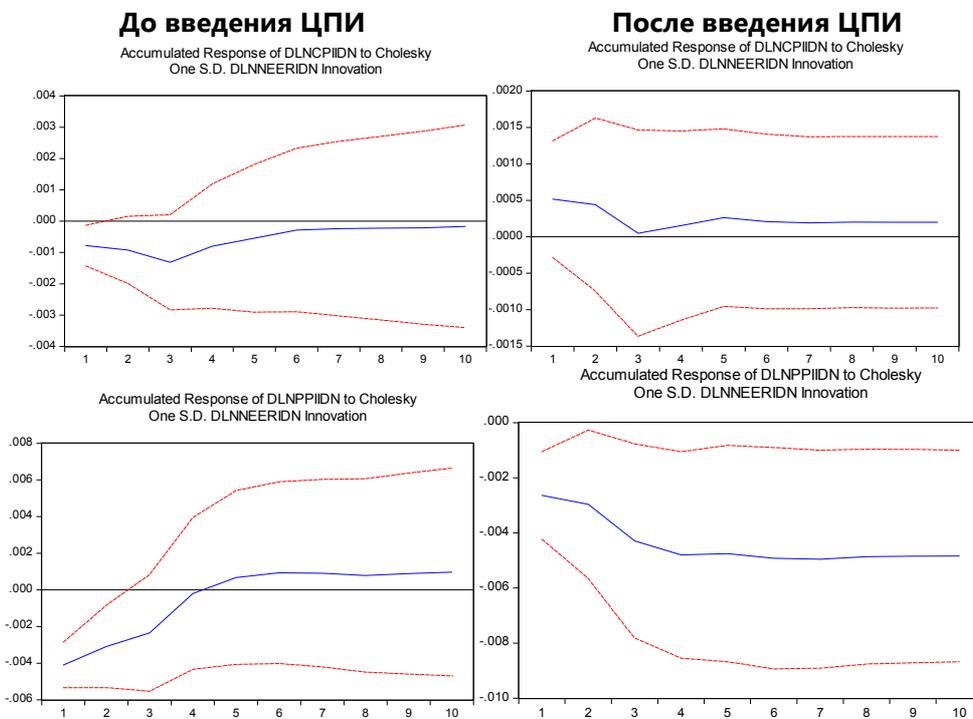


Приложение II. Функции импульсного влияния НЭВК на ИПЦ и ИЦП до и после введения ЦПИ (продолжение)

Венгрия

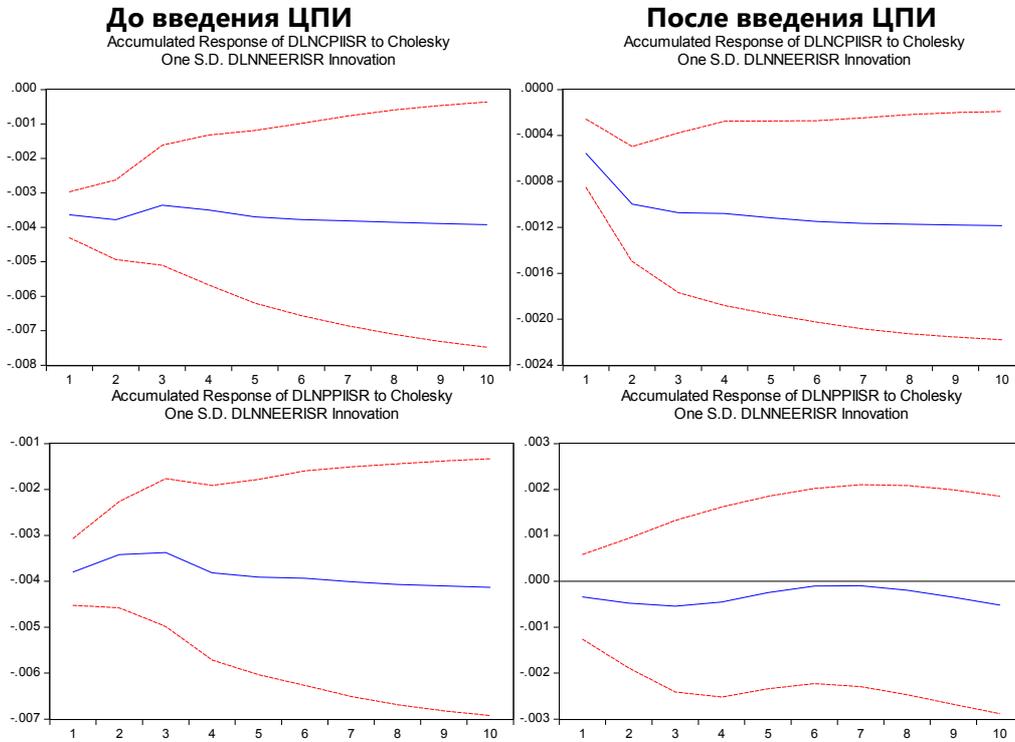


Индонезия

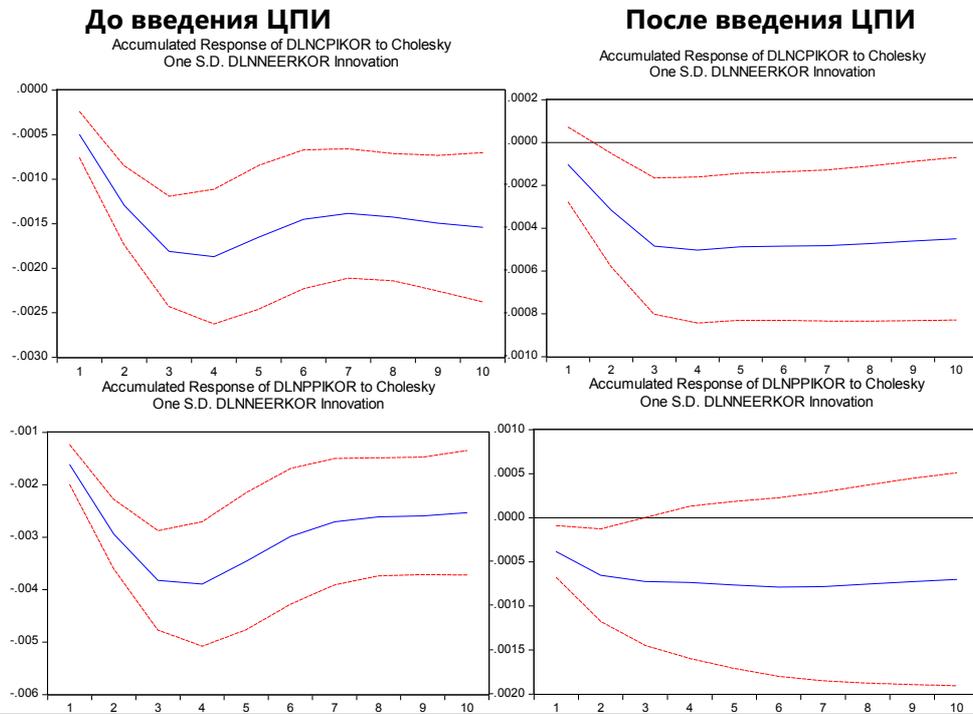


Приложение II. Функции импульсного влияния НЭВК на ИПЦ и ИЦП до и после введения ЦПИ (продолжение)

Израиль

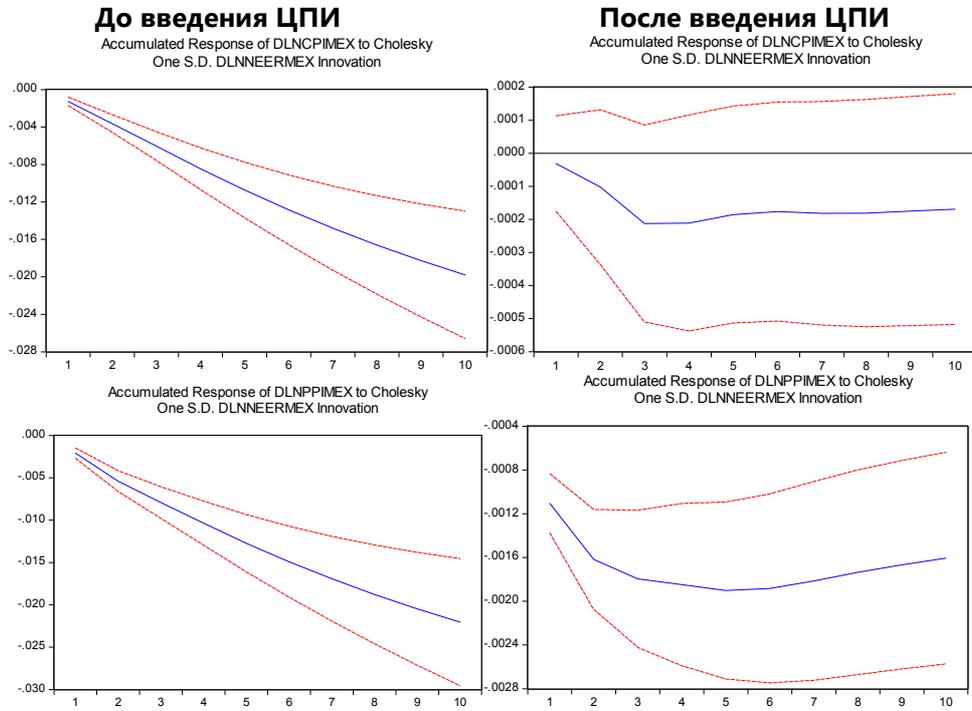


Корея

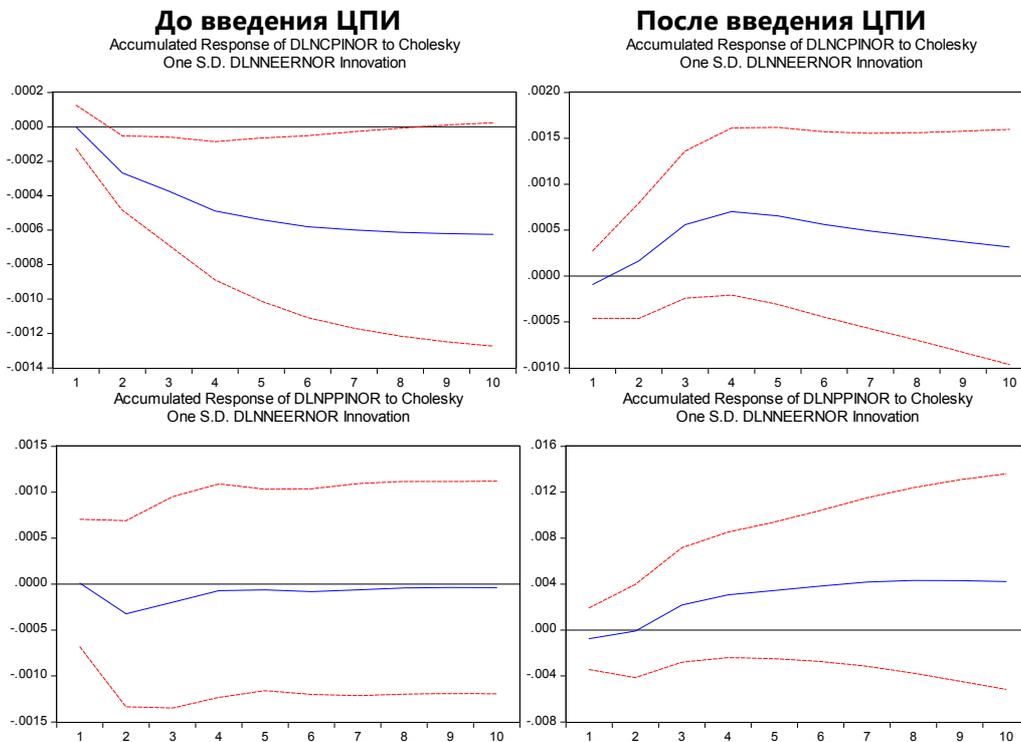


Приложение II. Функции импульсного влияния НЭВК на ИПЦ и ИЦП до и после введения ЦПИ (продолжение)

Мексика

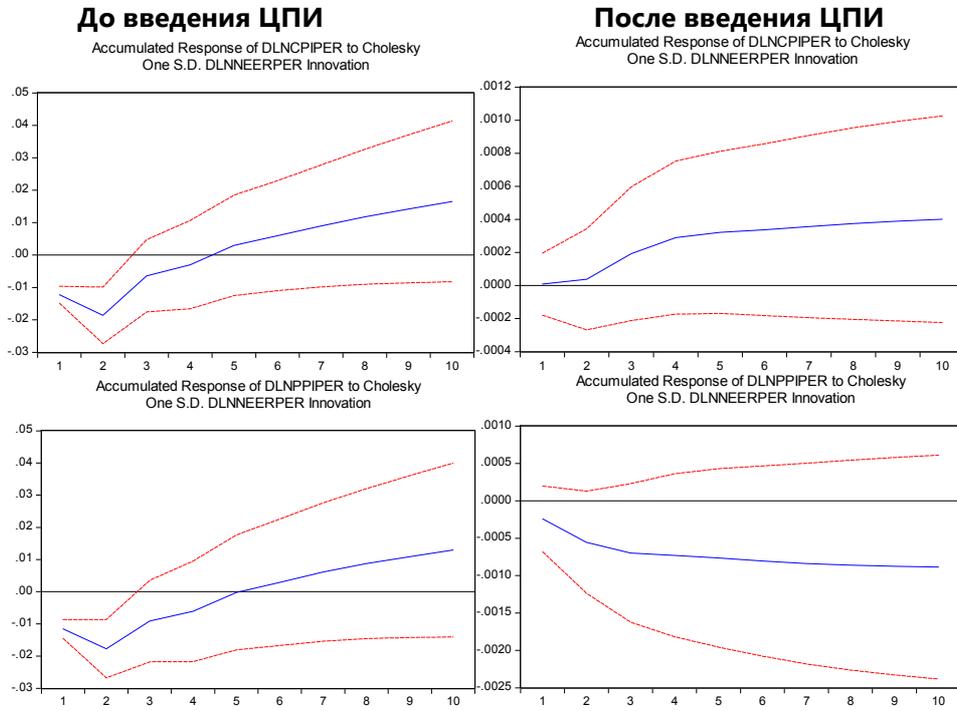


Норвегия

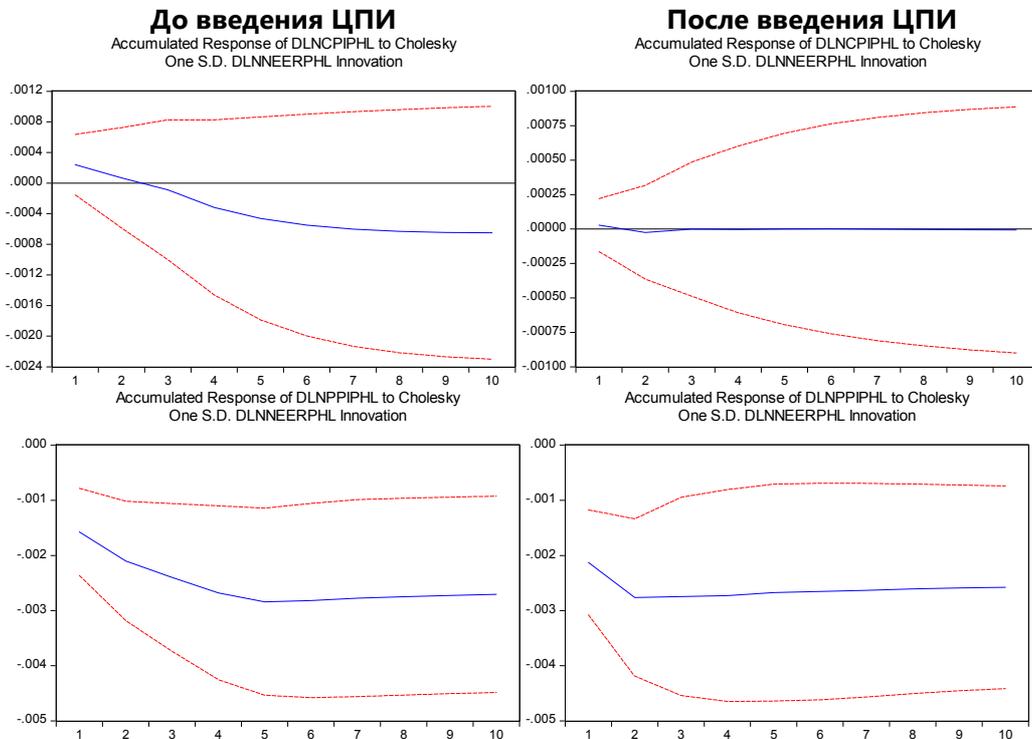


Приложение II. Функции импульсного влияния НЭВК на ИПЦ и ИЦП до и после введения ЦПИ (продолжение)

Перу

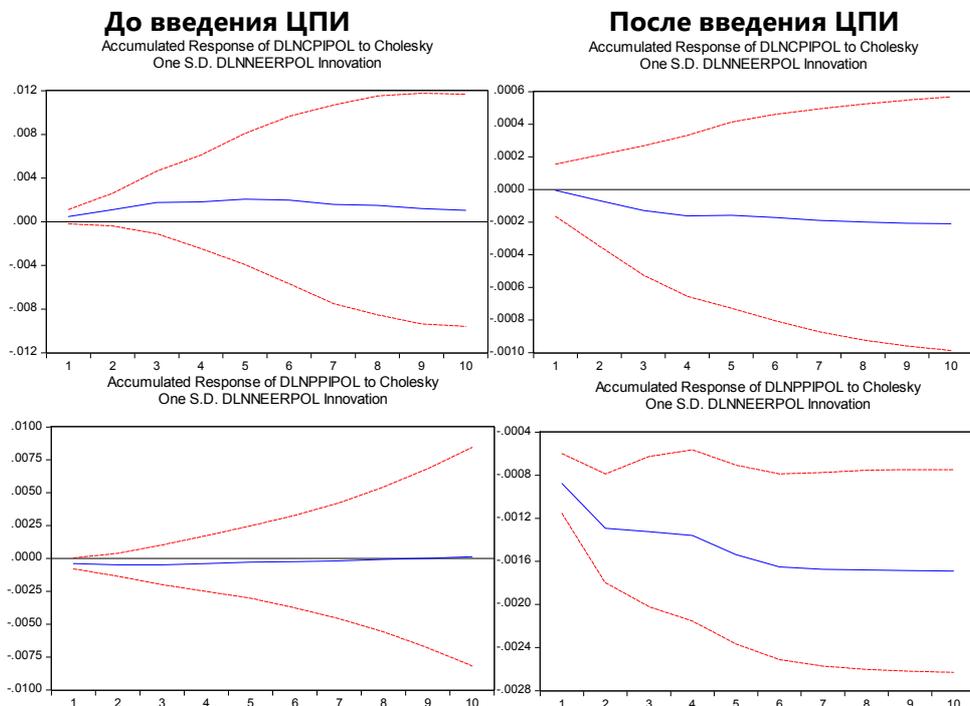


Филиппины

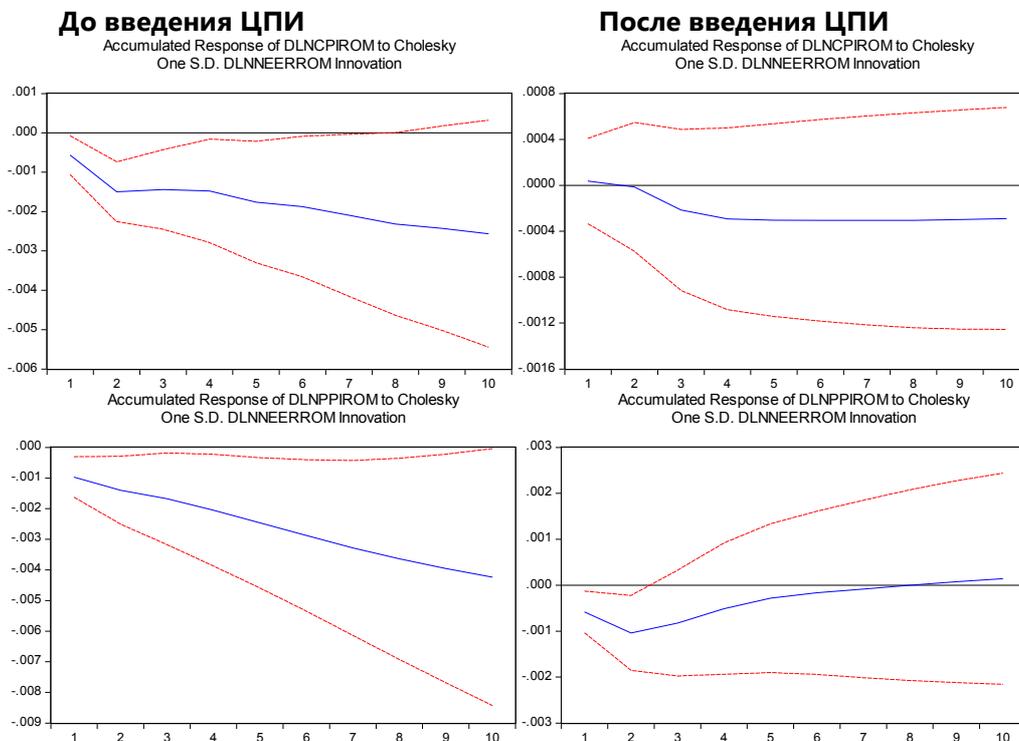


Приложение II. Функции импульсного влияния НЭВК на ИПЦ и ИЦП до и после введения ЦПИ (продолжение)

Польша

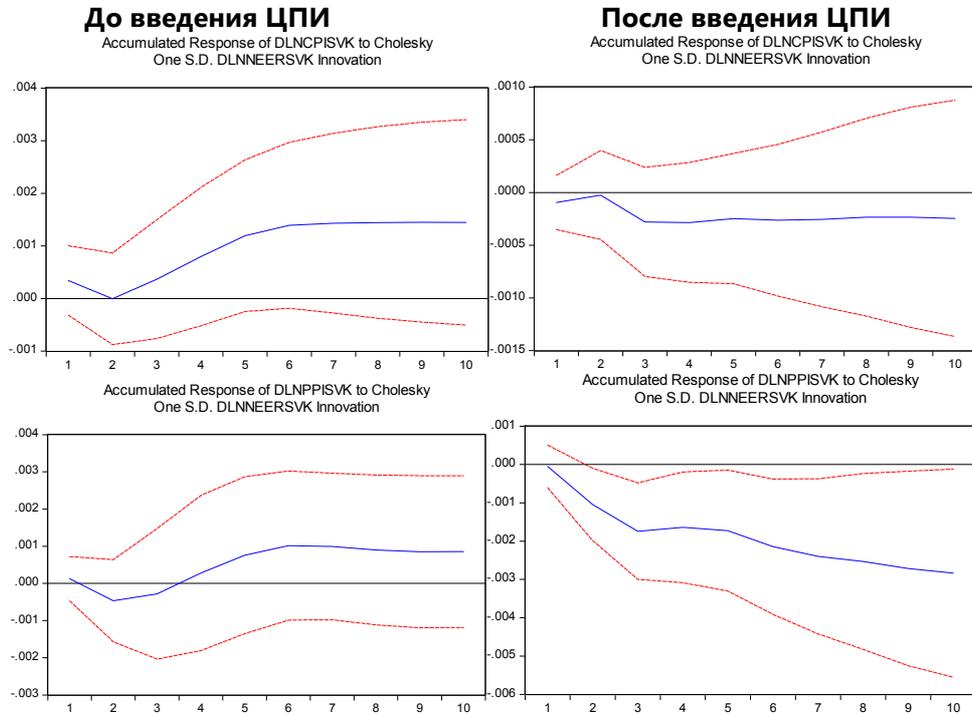


Румыния

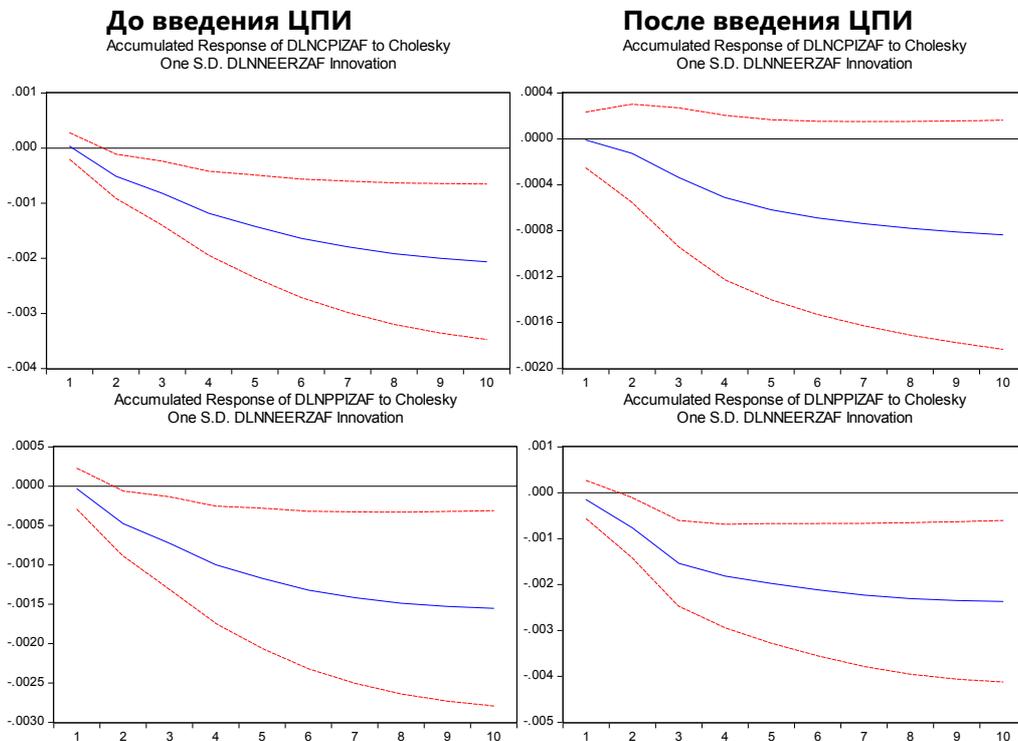


Приложение II. Функции импульсного влияния НЭВК на ИПЦ и ИЦП до и после введения ЦПИ (продолжение)

Словацкая Республика

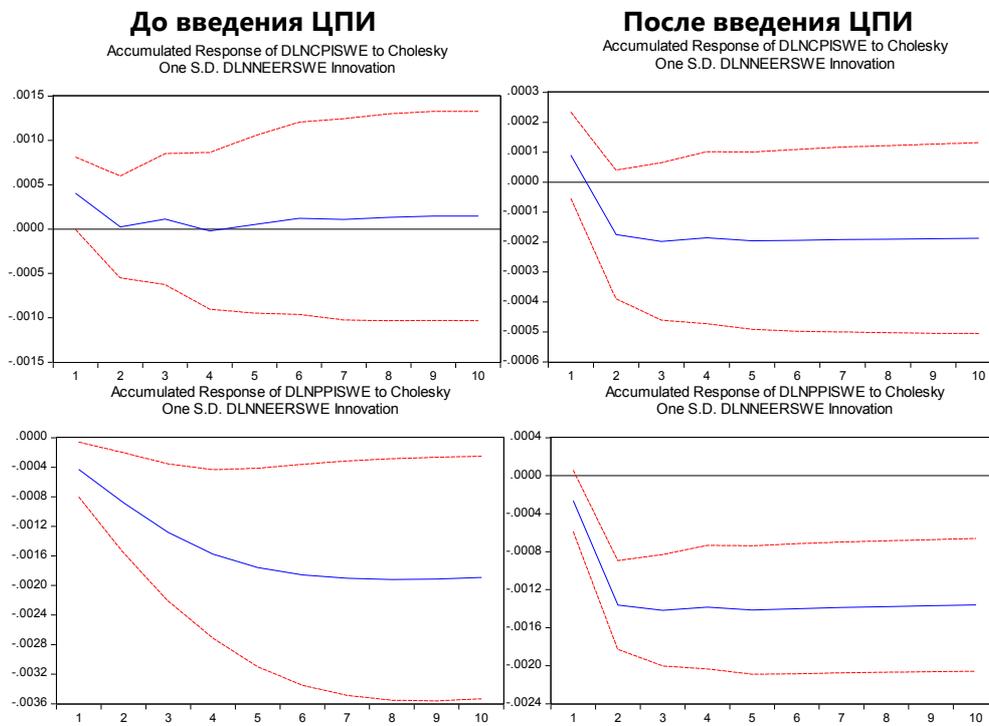


ЮАР

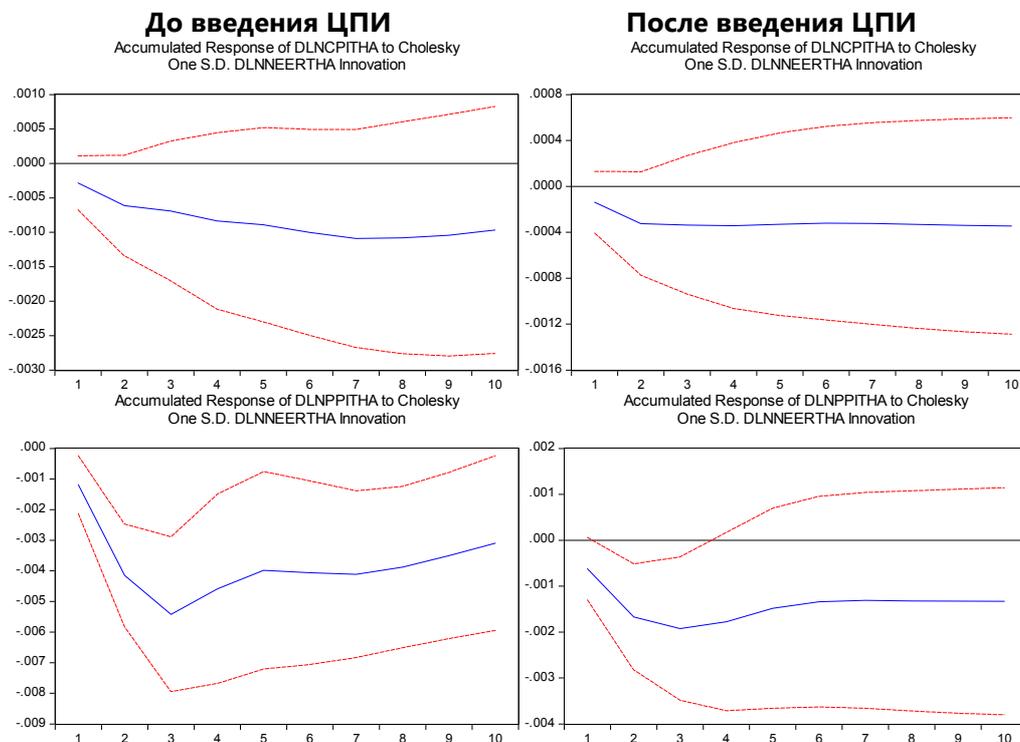


Приложение II. Функции импульсного влияния НЭВК на ИПЦ и ИЦП до и после введения ЦПИ (продолжение)

Швеция

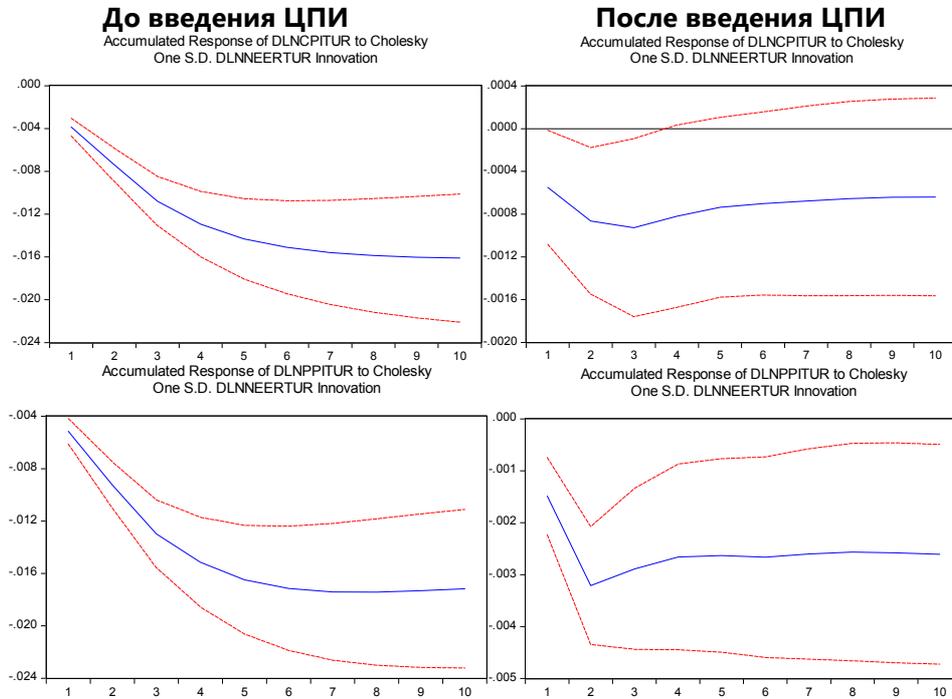


Таиланд

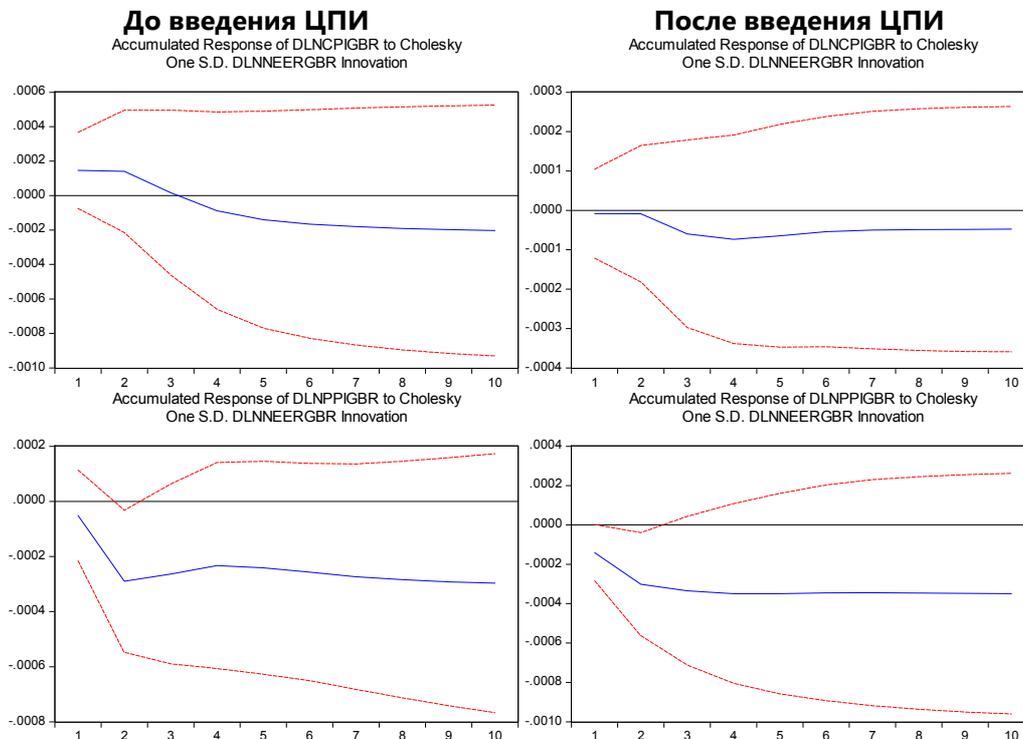


Приложение II. Функции импульсного влияния НЭВК на ИПЦ и ИЦП до и после введения ЦПИ (окончание)

Турция



Соединенное Королевство



Литература

- Aizenman, J., and I. Noy, 2010, "Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets," *World Development*, Vol. 39, No. 5, стр. 712–724.
- Berument, H. and A. Günay, 2003, "Exchange Rate Risk and Interest Rate: A Case Study for Turkey," *Open Economies Review*, Vol. 14, стр. 19–27.
- Calvo, G., and C. Reinhard, 2002, Fear of Floating, "Quarterly Journal of Economics" 117(2), стр. 379–408.
- Camp, J.M., and L.S. Goldberg, 2002, "Exchange Rate Pass-Through into Import Prices: A Macro or Micro Phenomenon?" NBER Working Paper Series, 8934.
- Ca'Zorzi, M., E. Hahn, and M. Sánchez, 2007, "Exchange Rate Pass-Through in Emerging Markets," ECB Working Paper Series No. 739, March 2007, European Central Bank, Frankfurt.
- Choudri, E. and D. Hakura, 2006, "Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices: Does the Inflationary Environment Matter?" *Journal of International Money and Finance*, Vol. 25, стр. 614–639.
- Demiröz, D. M., 2001, "Codependent Volatility Patterns in Daily Foreign Exchange and Interest Rates: A Case Study of Turkey," EcoMod conference paper, mimeo.
- Duarte, A. P., J. S. Andrade, and A. Duarte, 2008, "Exchange Rate and Interest Rate Volatility in a Target Zone: The Portuguese Case," *Estudos Do GEMF*, No. 3.
- Edwards, S., 2006, "The Relationship between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited," NBER Working Paper Series, 12163.
- Frankel, J. A. (2003): "Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies," NBER Working Paper Series, 10032.
- Gagnon, J.E., and J. Ihrig, 2004, Monetary Policy and Exchange Rate Pass-Through," *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 9, стр. 315–338.
- Gali, J., and T. Monacelli, 2005, "Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy," *Review of Economic Studies*, Vol. 72, стр. 707–734.
- Ito, T. and K. Sato. 2006, "Exchange Rate Changes and Inflation in Post-Crisis Asian Economies: VAR Analysis of the Exchange Rate Pass-Through," NBER Working Paper Series 12395.
- Meese, R. and K. Rogoff, 1983 "Empirical Exchange Rate Models of the Seventies," *Journal of international Economics*, Vol. 14(1–2), стр. 3–24.

- Mohanti, M. S., and M. Klau, 2004, "Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies: Issues and Evidence," BIS Working Paper No. 149.
- Ostry, J., A. Ghosh, and M. Chamon, 2012, "Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies," IMF Staff Discussion Note SDN/12/01, International Monetary Fund, Washington.
- Prasertnukul, W., M. Kakinaka, and D. Kim, 2008, "Exchange Rates, Price Levels, and Inflation Targeting: Evidence from Asian Countries," mimeo.
- Roger, S., 2009, "Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges," IMF Working Paper WP/09/236, International Monetary Fund, Washington.
- Rose, A.K., 2007, "A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting is Bretton Woods, Reversed," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 26, стр. 663–681.
- Russ, K. N., 2011, "Exchange Rate Volatility and First-Time Entry by Multinational Firms," *Review of World Economics* Vol. 148 (2), стр. 269–95
- Sarno, L., 1997, "Exchange Rate and Interest Rate Volatility in the European Monetary System: Some Further Results," *Applied Financial Economics*, Vol. 7, June, 255–263.
- Schmidt-Hebbel, K., and M. Tapia, 2002, "Inflation Targeting in Chile," *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 13, 125–146.

РОСТ КРЕДИТА И ФУНКЦИЯ МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ В РОССИИ¹

Быстрый рост розничного кредитования в России вызывает обеспокоенность относительно финансовой стабильности. В частности, требует внимания очень быстрый рост необеспеченных розничных кредитов и уменьшение резервных запасов капитала и ликвидности. В данном разделе анализируется рост кредита и делается заключение, что риски для финансовой стабильности являются умеренными, но повышаются. Эта ситуация требует улучшения мониторинга системного риска и институциональной системы макропруденциальной политики.

1. Быстрый рост кредита в России вызывает обеспокоенность финансовой стабильностью страны. В России отмечается исключительно высокий рост розничного кредитования, который составлял на конец 2012 года 39 процентов (относительно того же периода предыдущего года) и был обусловлен в основном очень быстрым ростом необеспеченных кредитов физическим лицам (на 60 процентов относительно предыдущего года). В некоторой степени это является проявлением повышения степени финансовой емкости экономики, но имеющиеся данные и фактические свидетельства указывают на то, что качество совокупного портфеля необеспеченных розничных ссуд ухудшается, а бремя долга является тяжелым и растущим для некоторых заемщиков. С другой стороны, рост кредитов предприятиям замедляется, но по-прежнему на него приходится наибольшая доля кредитного риска в сложной экономической ситуации, характеризующейся высокой волатильностью ВВП и слабостью институциональной системы.

2. В этой ситуации возникает два вопроса: i) привел ли недавний быстрый рост кредита к образованию системных рисков и ii) что можно сделать для действенного сдерживания связанных с этой ситуацией рисков². В настоящем исследовании делается попытка ответить на эти вопросы с помощью комбинации из различных методологий. В этом контексте в работе также рассматривается, как макропруденциальная политика может дополнять собой существующие основы микропруденциальной политики в России. Для этого i) анализируются сильные и слабые стороны существующих институциональных механизмов макропруденциальной политики в ряде стран с целью выявить оптимальную практику, которая могла бы применяться в России, и ii) на основе опыта других стран обсуждаются преимущества и недостатки различных инструментов макропруденциальной политики и возможность их использования в России.

¹ Подготовил Этибар Джафаров (ДДК).

² Системный риск здесь определяется как риск таких нарушений в предоставлении ключевых финансовых услуг, которые могут иметь серьезные последствия для реальной экономики (IMF, FSB, BIS, 2011).

3. Имеющаяся информация указывает на то, что риски для финансовой стабильности являются умеренными, но повышаются³. Такая ситуация требует совершенствования мониторинга системного риска и институциональных основ макропруденциальной политики. Основные рекомендации заключаются в следующем: i) необходимо укрепить основы микропруденциального надзора; ii) планируемый объединенный орган надзора должен получить достаточные полномочия независимо выпускать нормативные акты и обладать надлежащим потенциалом, чтобы принимать коррективные меры для обеспечения соблюдения установленных норм, а также проводить окончательное урегулирование проблемных ситуаций как в банках, так и в небанковских организациях; iii) Центральный банк Российской Федерации (ЦБ РФ) должен официально играть ведущую роль в проведении макропруденциальной политики; iv) Центральному банку РФ следует рассмотреть вопрос о введении верхних предельных уровней для отношения величины кредитов к стоимости залога и для отношения долга к доходу (включая проценты), чтобы не допускать накопления рисков в розничном сегменте.

А. Привел ли быстрый рост кредита к возникновению системных рисков?

Широкий спектр макроэкономических и финансовых переменных указывают на то, что текущие риски для финансовой стабильности являются умеренными, но увеличиваются. В частности, требуется тщательный мониторинг быстрого роста необеспеченного розничного кредита и ухудшающихся показателей финансовых результатов деятельности банков и заемщиков.

4. Для анализа системных рисков директивным органам необходимо совместно использовать различные виды аналитических инструментов, информацию о качественных аспектах складывающейся ситуации, основанную на собираемых на рынке данных, и углубленный анализ основ обеспечения макроэкономической и финансовой стабильности страны. Для оценки системного риска не существует одного инструмента, пригодного для всех случаев. Для рассмотрения различных видов важнейших рисков требуются различные инструменты (МВФ, 2013). Необходимо использовать как показатели с низкой периодичностью), так и показатели с высокой периодичностью. В общем случае перспективные индикаторы с медленными изменениями сигнализируют о накоплении рисков в финансовой системе, в то время как индикаторы с высокой периодичностью полезны для предсказания надвигающегося развертывания системного риска.

³ В данном исследовании не уделяется внимания чрезвычайные сильно выпадающим из нормального хода деятельности событиям, таким как резкое падение цен на нефть, а также рискам, связанным с мошенничеством и неадекватным управлением.

Рост совокупного кредита

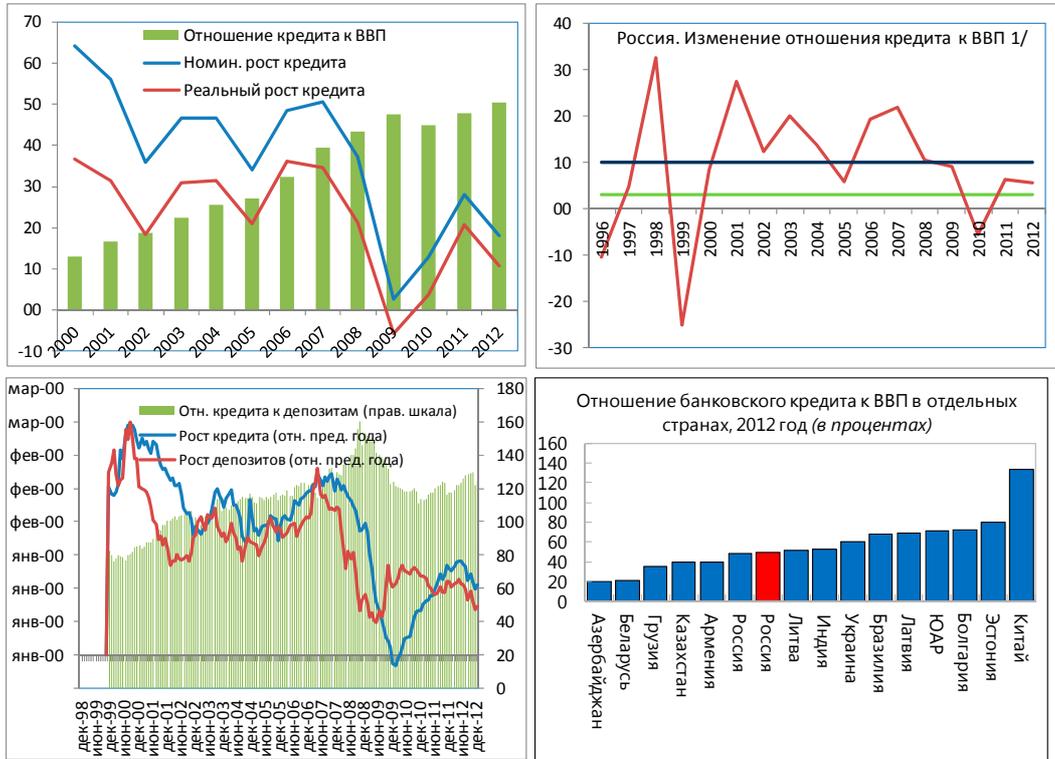
5. С 2000 года в России отмечается очень активный рост кредита (в среднем составляющий 21 процент в год в реальном выражении). В результате отношение кредита к ВВП в период с 2001 года по 2012 год росло примерно на 11 процентов в год, что выше уровня, который считается безопасным в других странах. Особенно сильный рост кредита отмечался перед банковским кризисом 2008–2009 года: в период с 2001 года по 2008 год кредит ежегодно увеличивался на 28 процентов в реальном выражении, а отношение кредита к ВВП ежегодно росло более чем на 16 процентов. После резкого снижения роста кредита в 2009–2010 годах, он снова возобновился, хотя и несколько более низкими темпами: в 2011–2012 годах кредит в среднем рос на 16 процентов в реальном выражении, а отношение кредита к ВВП повышалось на 6 процентов, что выше 3-процентного порогового уровня, который считается индикатором раннего предупреждения⁴. Однако следует отметить, что в России отношение кредита к ВВП не является высоким относительно сопоставимых стран, это означает, что в течение некоторого времени это отношение будет расти быстрее, чем в других странах⁵.

⁴ Мировой опыт показывает, что увеличение отношения кредита к ВВП более чем на 3 процентных пункта относительно того же периода предыдущего года может служить сигналом раннего предупреждения о финансовом кризисе за один-два года. Межстрановые исследования показывают, что один из трех кредитных бумов заканчивается банковским кризисом в пределах трех лет от его конца. См. IMF, Global Financial Stability Report (GFSR), September 2011, и Dell’Ariccia et al., 2012.

Быстрый рост кредита в России в 2011 году создал толчок к повышению макропруденциального индекса для России в рейтингах Fitch (этот индекс измеряет потенциальный стресс в банковской системе) с уровня «низкий» до уровня «умеренный».

⁵ Если рассматривать ситуацию с более общей и перспективной точки зрения, быстрый рост кредита часто является одним из основополагающих факторов накопления макрофинансового риска. Высокие темпы роста кредита создают риски, поскольку это может быть связано со снижением критериев выдачи средств и принятием на себя чрезмерного риска как кредиторами, так и заемщиками. Быстрый рост кредитной базы может скрывать базовое снижение качества кредитов, отчасти в связи с тем, что требуется некоторое время, чтобы кредит перешел в категорию необслуживаемых. Мировой опыт показывает, что на практике рост кредита может быть надежным предсказателем финансовых кризисов.

Рисунок 1. Рост кредита в России и отношение кредита к ВВП в отдельных странах



Источники: база данных IMF, International Financial Statistics, оценки персонала МВФ.

1/ Прямые линии представляют 3-процентный и 10-процентный пороги, определенные в сентябрьском Докладе по вопросам глобальной финансовой стабильности (ДГФС) МВФ 2011 года и в работе Dell'Ariccia et al., 2012.

6. Сочетание нескольких видов анализа показывает, что на данный момент риски являются умеренными.

- **Анализ «кредитного разрыва» на базе данных о совокупном кредите свидетельствует о том, что на текущий момент острые системные риски отсутствуют⁶.**

Оценка кредитного разрыва с помощью так называемой

методологии кубического тренда (приложение 1) указывает на то, что текущее отклонение от тренда является небольшим (рис. в тексте)⁷. Кроме того, активный рост кредита в 2011 году может в некоторой степени рассматриваться как восстановление кредита после спада 2009–2010 годов, и сейчас его темпы, как представляется, замедляются, отражая снижение темпов роста экономики.



- **Уравнение для предложения кредита в модели (приложение II) также указывает на то, что рост совокупного кредита в России был лишь ненамного выше уровня, предсказываемого моделью для I кв. 2013 года (рис. в тексте)⁸.**



⁶ В рамках анализа кредитного разрыва предполагается, что крупные отклонения от тренда будут вести к повышению вероятности последующей коррекции («фаза спада»). Существуют различные подходы к оценке трендового роста для данного относительного показателя (например, простая регрессия, фильтр Ходрика-Прескотта или кубический тренд). В работе Dell’Ariccia et al. (2012) кредитный разрыв определяется как процентное отклонение отношения кредита к ВВП от ретроспективного скользящего кубического тренда, оцениваемого за период с $t-10$ до t . В этой работе определяется, что кредитный бум имеет место, когда отклонение от тренда больше чем в полтора раза превышает свое стандартное отклонение, а годовые темпы роста отношения кредита к ВВП превышают 10 процентов.

⁷ Этот результат следует рассматривать с осторожностью, поскольку крупное потрясение в 2009–2010 годах увеличивает стандартное отклонение, поэтому текущий бум находится в пределах порогового уровня в одно стандартное отклонение.

⁸ Результаты, полученные с помощью уравнения для предложения кредита, следует рассматривать совместно с результатами метода кубического тренда, поскольку, по умолчанию, первое не показывает «разрыва», если совокупный кредит растет теми же темпами, как и объясняющие переменные, даже если рост объясняющих переменных является чрезмерным.

- **Кроме того, большинство банков являются рентабельными⁹, и результаты стресс-тестов ЦБ РФ указывают на то, что «банковский сектор в целом является стабильным» и устойчив по отношению к самым разнообразным потрясениям.** Средняя норма прибыли на активы у российских банков является одной из самых высоких среди стран с формирующейся рыночной экономикой. Результаты проводимых ЦБ РФ стресс-тестов указывают на то, что коэффициент достаточности капитала банковской системы снизится до 11,1 процента в «пессимистическом сценарии» и до 10,6 процента в «исключительно негативном сценарии» (при минимальном коэффициенте в 10 процентов)¹⁰. Однако те же самые стресс-тесты говорят о том, что при реализации исключительно негативного сценария 308 банков (на которые приходится 34 процента активов банковской системы) потребуют вливания дополнительного капитала (при менее жестком «пессимистическом сценарии» в этой ситуации окажется 236 банков, на которые приходится 26 процентов совокупных активов системы).
 - **Кроме того, действующий в России гибкий обменный курс, ожидаемое введение режима целевых показателей инфляции (ЦПИ), новое бюджетное правило и небольшие дефициты бюджета — все эти факторы уменьшают вероятность роста системного риска.** Крупные международные резервы России (на конец 2012 года составлявшие эквивалент более чем 14 месяцев импорта), профициты платежного баланса (примерно 4 процента ВВП в 2012 году) и Стабилизационный фонд являются амортизаторами, которые способствуют сглаживанию неблагоприятных потрясений.
- 7. С другой стороны, следующие факторы финансового характера свидетельствуют о том, что риски для финансовой стабильности увеличиваются.**
- **С четвертого квартала 2011 года рост отношения кредита к ВВП существенно превышал безопасный порог в 3 процентных пункта (см. сноску 3).**
 - **Рост кредита привел к уменьшению резервных запасов капитала и ликвидности, что указывает на ограничение возможностей сглаживать потрясения.** С 2010 года рост кредита превышал рост депозитов, и отношение кредитов к депозитам повышалось. Это привело к снижению остатков ликвидности, и, согласно отчетности, средний коэффициент

⁹ Высокая рентабельность Сбербанка отчасти связана с его монополистическим положением, легким доступом к финансированию со стороны государства и центрального банка, а также общим представлением о том, что государство (и центральный банк) гарантируют его обязательства.

¹⁰ Пессимистический сценарий предполагает рост ВВП на уровне 1,2 процента, падение курса национальной валюты на 10 процентов, повышение процентных ставок по безрисковым инструментам на 200 процентных пунктов (пп) и повышение процентных ставок по корпоративным облигациям на 500 пп. Чрезвычайно неблагоприятный сценарий предполагает снижение ВВП на 5 процентов, падение курса национальной валюты на 20 процентов, повышение процентных ставок по безрисковым инструментам на 350 процентных пунктов (пп) и повышение процентных ставок по корпоративным облигациям на 1000 пп. Для сравнения, в 2009 году ВВП снизился на 7,8 процента, курс рубля упал примерно на 21 процент, а трехмесячная межбанковская ставка по первоклассным займам повысилась более чем на 400 пп.

достаточности капитала снизился с 18,1 процента на конец 2010 года до 13,4 процента в феврале 2013 года (и оказался одним из самых низких среди стран с формирующейся рыночной экономикой, таблица 1 и рис. 2).

- **Карты состояния свидетельствуют о том, что ослабление показателей достаточности капитала банков является широко распространенным явлением (рис. 3).** Показатели достаточности капитала многих частных банков в основном ниже, чем средние показатели по системе, в то время как некоторые иностранные банки, работающие в стране, имеют менее благоприятное состояние ликвидности. Хотя сравнение показателей типа CAMELS¹¹ между странами затруднительно вследствие потенциально значительных различий в финансовой отчетности, общее наблюдение при сравнении показателей деятельности российских банков с аналогичными показателями для глобальных имеющих системную значимость финансовых организаций (глобальные СЗФО) заключается в том, что крупные российские банки имеют меньший леверидж и более высокую рентабельность, чем глобальные СЗФО, но при этом для них характерны меньшие резервные запасы капитала и ликвидности.

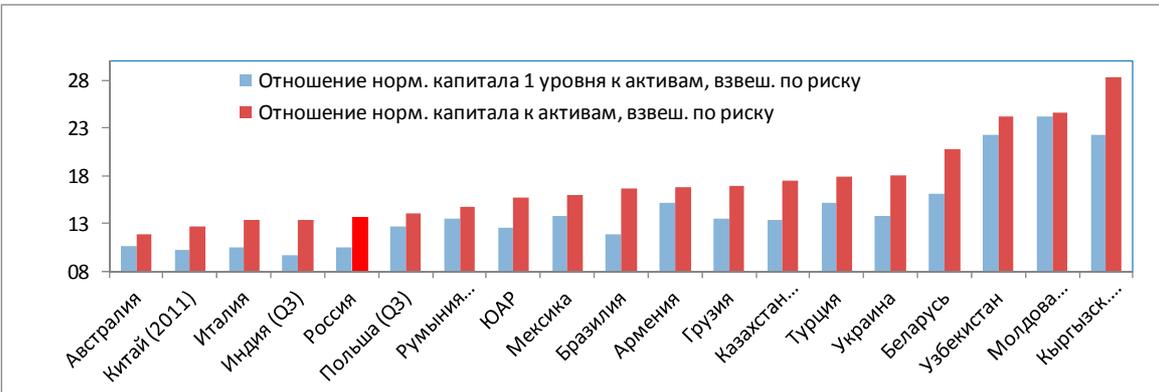
¹¹ Показатели CAMELS измеряют достаточность капитала, качество активов, способности руководства, доходы, ликвидность и чувствительность к рыночному риску.

Рисунок 2. Показатели финансовой устойчивости, международные сравнения

С 2010 года снижались как коэффициенты достаточности капитала, так и коэффициенты ликвидности.



КДК в России является низким по сравнению с другими странами мира.



Источники: ЦБ РФ, база данных IMF Financial Soundness Indicators.

Рисунок 3. Карта состояния российских банков

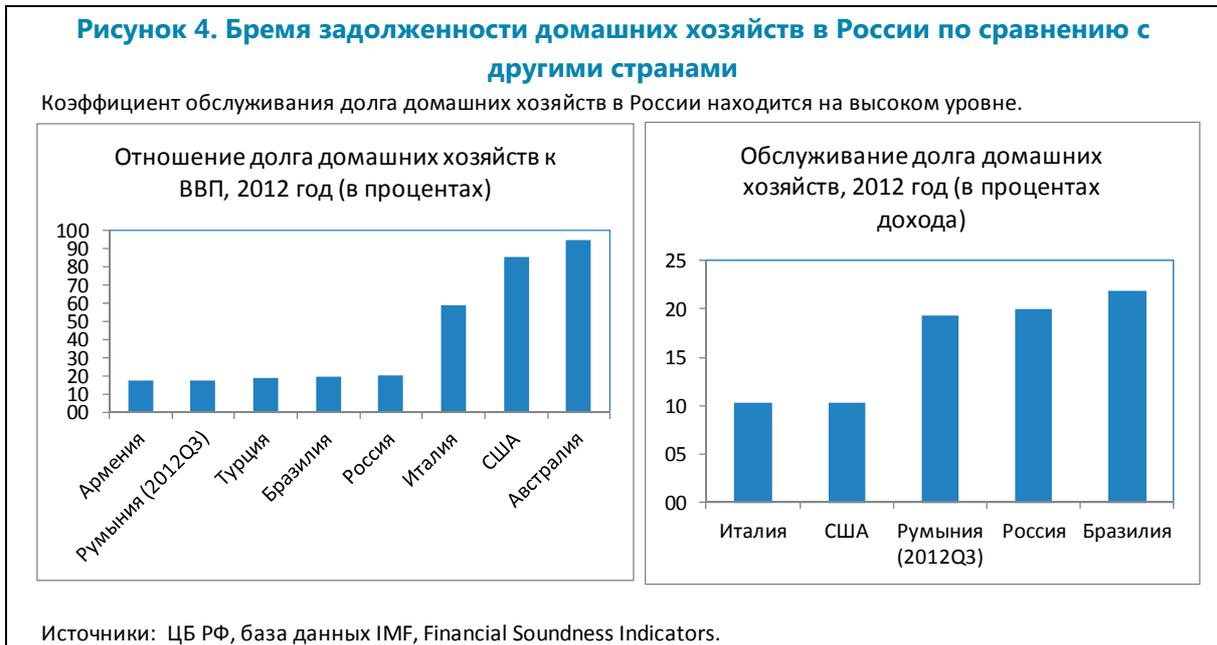
	Достаточность капитала						Качество активов					Ликвидность					Лeverидж							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012 1/	2007	2008	2009	2010	2011	2012 1/	2007	2008	2009	2010	2011	2012 1/	2007	2008	2009	2010	2011	2012 1/
Банк 1	0.0	-0.1	-0.3	-0.3	-0.4	-0.3	0.0	0.0	-0.3	-0.8	-0.6	-0.5	-1.1	-1.1	-1.2	-1.3	-1.4	-1.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3
Банк 2	0.2	-0.3	-0.1	-0.3	-0.4	-0.4	0.1	0.1	0.6	0.1	0.0	..	0.0	0.5	0.1	-0.4	-0.4	-0.2	0.6	-0.2	0.1	-0.1	-0.9	-0.8
Банк 3	5.2	-0.1	0.6	0.6	0.3	..	0.4	-0.1	2.4	3.7	2.3	..	1.2	0.0	0.1	0.1	-0.1	0.0	3.8	0.2	1.6	1.3	0.8	0.9
Банк 4	1.5	-0.5	-0.3	-0.3	-0.4	-0.3	-0.2	-0.3	-0.5	-0.5	-0.4	0.2	0.5	0.8	0.1	-0.3	-0.2	-0.4	0.8	-1.1	-0.6	-0.5	-0.8	-0.4
Банк 5	-0.8	-0.4	-0.1	-0.3	-0.3	..	0.0	-0.1	0.0	0.6	1.3	..	-0.6	0.2	-0.4	-0.7	-0.7	-0.5	-0.5	-0.3	0.2	-0.1	-0.3	-0.3
Банк 6	0.2	-0.5	-0.1	-0.3	-0.3	..	0.1	0.1	0.2	0.5	0.4	..	-1.2	-0.5	-0.3	0.1	0.1	..	0.1	-0.4	-0.1	-0.4	-0.6	..
Банк 7	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	-1.4	-1.1	-1.2	-1.1	-1.1	..	-0.4	-0.6	-0.1	-0.6	-0.7	..
Банк 8	-0.6	-0.4	-0.3	-0.7	0.6	0.6	0.4	0.4	-0.6	-4.6	-2.4	-4.3	-0.8	-0.3	-0.5	-0.4	-0.1	1.5	-0.5	-0.5	-0.3	-1.1	0.2	0.1
Банк 9	-0.6	-0.3	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3	0.1	0.0	0.3	0.4	0.4	..	-0.8	-0.8	-0.7	-0.5	-0.3	-0.3	-0.5	-0.4	0.0	-0.1	-0.3	-0.1
Банк 10	..	-0.4	-0.5	0.3	0.2	..	7.7	..	..	..	..	..	0.2	0.5	-0.2	-0.5	-1.0	-0.9	-0.4	-0.5	0.8	0.6	0.0	0.1
Банк 11	-0.4	-0.3	-0.2	-0.4	-0.4	-0.3	-0.1	-0.7	-0.5	-0.3	-0.4	-0.2	-0.2	-0.4	0.4	-0.4	-0.3	-0.6	-0.1	0.0	0.2	-0.3	-0.3	-0.2
Банк 12	..	..	0.2	0.1	-0.1	..	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	0.0	-0.1	-0.4	0.3	-0.1	0.0	0.8	-0.5	-0.2	0.2	0.2	0.0	-0.1
Банк 13	-0.6	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	0.0	-0.4	0.1	-0.2	-0.1	0.0	-0.6	-0.4	-0.2	-0.6	-0.6	-0.6	-0.5	-0.5	-0.3	-0.4	-0.5	-0.5
Банк 14	-1.2	-0.6	-0.6	-0.6	-0.5	-0.4	0.0	0.8	-0.7	-0.7	-0.6	..	-0.2	0.0	0.2	0.2	-0.2	-0.7	-1.0	-0.8	-0.7	-0.7	-0.8	-0.5
Банк 15	..	..	..	..	..	..	-0.2	-0.4	-0.5	1.8	1.3	..	1.5	1.9	2.5	0.3	0.4	..	-0.1	-1.6	-1.0	-0.3	0.0	..
Банк 16	0.7	0.3	0.2	0.1	..	..	-0.2	-0.4	0.6	0.3	..	..	-0.5	-0.8	-0.8	-0.5	..	..	0.3	0.0	0.4	0.2	..	..
Банк 17	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.3	..	0.3	-0.1	0.6	0.5	0.2	..	-0.6	-0.8	-0.9	-0.7	-0.9	..	-0.2	-0.2	0.2	-0.1	-0.4	..
Банк 18	..	..	..	..	..	..	-0.3	-0.4	-0.5	-0.3	-0.2	..	-0.6	-1.4	-1.2	-1.1	-1.2	..	0.3	0.0	0.5	0.2	-0.2	..
Банк 19	..	5.0	6.7	5.0	..	..	..	-0.8	0.2	0.8	..	..	2.0	4.1	3.4	..	..	..	2.4	4.7	3.9	..	..	..
Банк 20	0.7	0.8	1.3	0.9	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.0	0.1	0.0	-0.2	-0.3	1.7	-0.1	-0.4	-0.9	-1.3	0.7	0.9	2.2	2.3	0.6	0.4
Банк 21	0.2	0.4	0.2	0.1	0.0	0.1	-0.2	-0.4	0.4	0.9	-0.5	4.2	0.4	-0.1	-0.3	-0.6	-0.4	-0.6	-0.1	0.1	0.4	0.3	0.0	0.3
Банк 22	-0.2	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	0.2	..	-0.4	-1.0	-1.1	..	-0.5	-0.5	-0.6	-0.5	-0.3	-0.3	-0.2	-0.5	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2
Банк 23	..	..	..	..	..	..	..	0.1	-0.6	-0.1	0.0	..	-0.1	1.7	1.3	0.6	1.1	..	-0.6	0.2	1.5	0.7	0.0	..
Банк 24	0.2	..	0.8	0.5	0.2	..	0.2	-0.2	-0.2	0.0	0.0	..	-0.1	0.3	-0.1	0.1	-0.5	..	-0.3	-0.2	0.6	0.3	0.3	..
Банк 25	..	..	..	..	..	..	-0.1	0.0	-0.4	-0.4	-0.3	..	-0.9	-0.8	-0.3	-0.2	0.9	..	-0.8	-0.9	-0.2	-0.3	-0.7	..
Банк 26	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Банк 27	-0.4	-0.4	-0.2	-0.3	-0.5	-0.5	-0.2	-0.3	-0.5	-0.5	-0.3	..	0.1	-0.2	0.1	-0.3	-0.5	-0.3	-0.3	-0.4	-0.2	-0.3	-0.5	-0.5
Банк 28	..	..	-0.2	-0.5	..	..	..	1.7	-0.3	-0.1	0.4	..	..	0.3	0.8	0.5	-0.4	..	..	-0.8	-0.3	-0.7	-1.0	..
Банк 29	..	..	..	..	..	..	..	..	..	0.6	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	-0.3
Банк 30	..	-0.3	-0.3	-0.5	-0.3	-0.3	0.3	0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.7	-1.0	-0.5	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	-0.2	0.1	-0.6	-0.3	-0.3
Банк 31	..	-0.8	-0.3	-0.2	-0.3	..	..	-0.6	-1.1	-0.6	-1.0	..	0.3	-0.8	-0.7	-0.7	0.1	..	-0.4	-0.6	0.3	0.0	-0.3	..
Банк 32	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	2.6	2.5	2.3	2.2	..	..	0.1	-1.1	-0.3	0.0	..	..
Банк 33	-0.7	..	-0.5	-0.2	-0.4	..	0.6	0.7	..	0.6	..	..	0.1	0.0	0.1	0.4	-0.2	..	-1.0	-0.5	-1.1	-0.8	-0.8	..
Банк 34	..	-1.5	0.5	0.0	-0.5	-0.6	..	..	..	0.1	0.0	-0.1	-0.5	-0.5	0.5	-0.6	-1.1	-1.0	-2.2	-1.5	0.9	-0.1	-0.7	-0.8
Банк 35	..	..	0.9	0.5	-0.2	..	..	0.1	-0.1	-0.1	-0.2	..	..	3.9	-0.2	-0.2	-0.4	..	..	2.6	2.1	1.2	-0.2	..

Источники: BankScore; оценки персонала МБФ.
1/ Г/в состоянию на июнь 2012 года или последнее из имеющихся наблюдений.

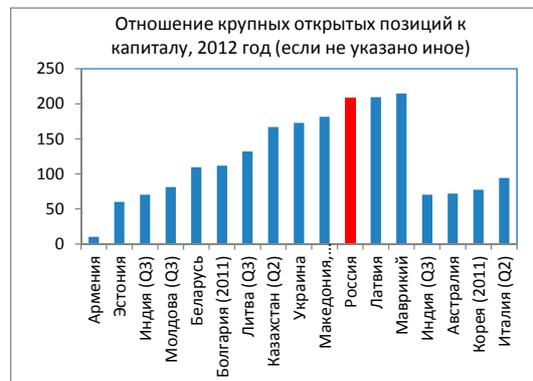
- Более того, как указывалось в обновленной оценке ФСАП 2011 года, в данных отчетности, вероятно, завышается прочность капитальной базы, потенциально скрывая факторы уязвимости. В частности, в докладе ФСАП указывалось на i) завышение оценки заложенных активов, на которые обращено взыскание по необслуживаемым кредитам, на балансах банков; ii) перевод активов в не отражаемые на балансе родственные структуры, которые не подпадают под консолидированный надзор; iii) сомнительное качество реструктурированных ссуд, на которые приходится примерно треть всех крупных ссуд.



- **Необслуживаемые активы продолжают увеличиваться в номинальном выражении.** Коэффициент НОК снижается, но это объясняется быстрым ростом кредита (рис. в тексте).
- **В то время как объем банковского кредита по-прежнему низок относительно ВВП, бремя задолженности домашних хозяйств находится на высоком уровне относительно других стран.** Коэффициент задолженности домашних хозяйств невысок, а следовательно, с течением времени он будет повышаться относительно уровня других стран. Однако отношение долга домашних хозяйств к их доходам быстро растет и является высоким по международным меркам. Это в основном объясняется высокой долей краткосрочных займов и высокими процентными ставками (рис. 4).



- **По сравнению с другими странами Россия характеризуется высокой концентрацией банков и заемщиков.** На пять крупнейших банков приходится более половины активов банковской системы. Крупные открытые позиции российских банков являются высокими по международным стандартам (рис. в тексте).
- **Текущие экономические проблемы на Кипре и в других переживающих кризис европейских странах создают определенные риски.** Негативные внешние эффекты со стороны Кипра пока были незначительными, но ограничения на операции с капиталом со стороны Кипра могут затруднить обслуживание кредитов, предоставленных российскими банками и их дочерними предприятиями. Хотя дочерние предприятия Банка Кипра и банка

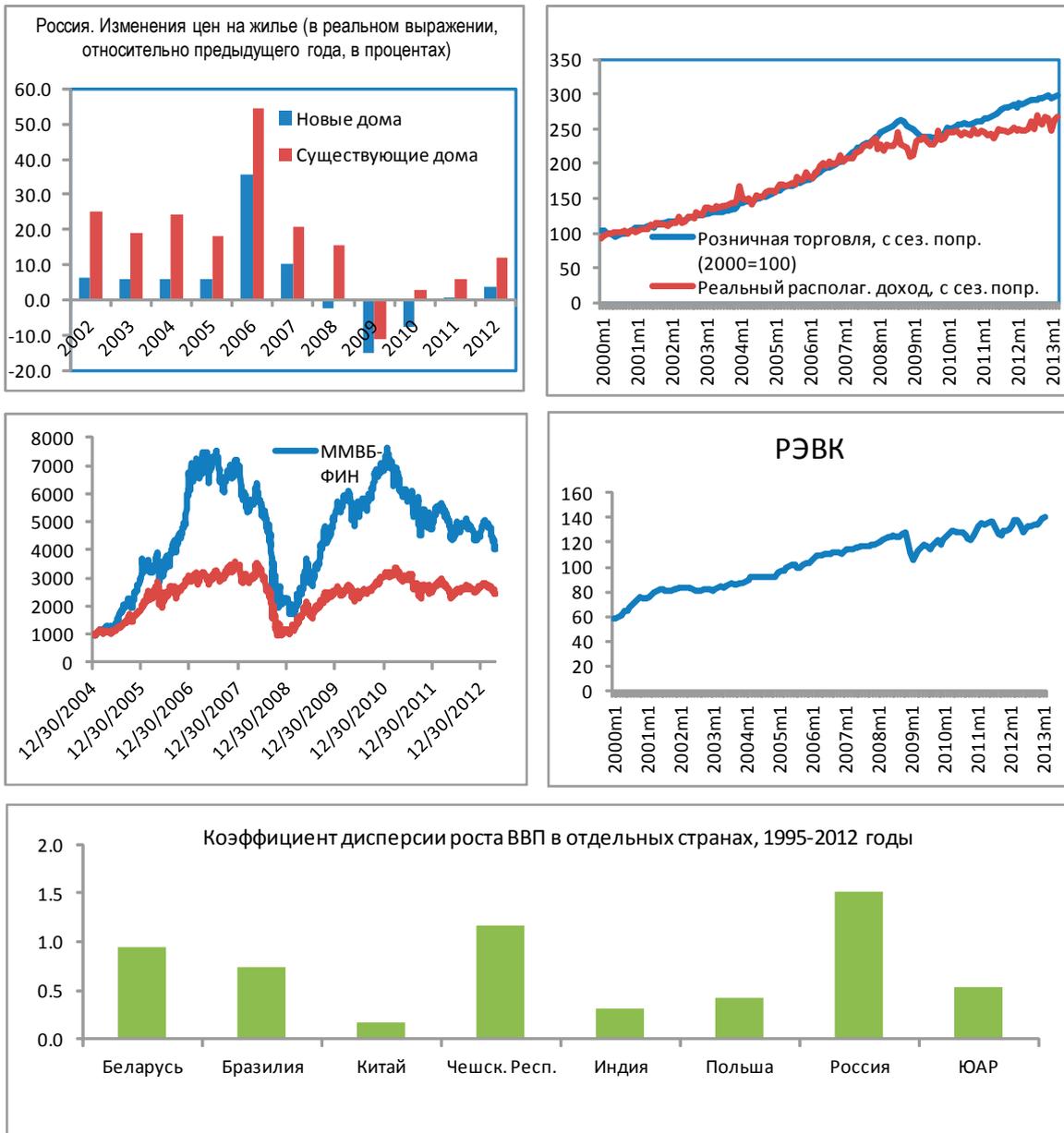


“Сургус Popular Bank” в России, вероятно, пострадают, их совокупные активы составляют примерно 3 млрд долларов, что существенно меньше одного процента активов банковской системы России.

8. Возникают очаги уязвимости. Исследование макрофинансовых связей, через которые потенциальные риски могут передаваться на финансовый и реальный сектора, указывает на вероятность накопления рисков (рис. 5).

- **Бум розничного кредитования способствует активному росту личного потребления.** В частности, отклонение показателей роста розничной торговли от индекса реального располагаемого дохода совпадает с быстрым ростом потребительского кредита, свидетельствуя о том, что бум розничного кредита внес свой вклад в активный рост личного потребления. В то же время, норма сбережений домашних хозяйств находится на рекордно низком уровне (ЦБ РФ, Обзор финансовой стабильности, страница 29).
- **Рост цен на недвижимость снова повысился, хотя их уровни еще существенно ниже наблюдавшихся до 2009 года.** После значительного падения в 2009–2010 годах цены на жилье повысились в 2012 году на 10–12 процентов, что существенно выше темпов инфляции (ИПЦ); данные по ценам на коммерческую недвижимость не доступны.
- **Реальный обменный курс повышается, что обычно неблагоприятно сказывается на конкурентоспособности внутренних производителей.** Межстрановые исследования показывают, что в странах с формирующимся рынком реальный эффективный валютный курс (РЭВК) обычно быстро повышается в преддверие кризиса. В России с 2000 года отмечалось трендовое повышение РЭВК, и увеличение волатильности с середины 2009 года (последнее в основном объяснялось переходом к политике гибкого обменного курса). С другой стороны, оценки внешнего баланса (ОВБ), проводимые МВФ, указывают на то, что обменный курс в целом соответствует экономическим детерминантам.
- **Стала отмечаться менее благоприятная динамика цен акций финансовых организаций по сравнению с другими фондовыми ценами.** Более значительное падение курсов акций финансовых организаций по сравнению с другими акциями может сигнализировать о повышении рисков для финансовых результатов деятельности банков (по сравнению с перспективами финансовых результатов других секторов).
- **Кроме того, условия, в которых банки ведут свою текущую деятельность, остаются непростыми.** В частности, ВВП в России является более изменчивым, чем в других сопоставимых странах (что главным образом объясняется крупной долей сектора биржевых товаров, сильно подверженного влиянию заметных колебаний цен), и Россия имеет более низкие показатели по защите прав кредиторов, верховенству закона и т.д., чем другие сопоставимые страны.

Рисунок 5. Отдельные экономические показатели



Источники: официальные органы стран, оценки персонала МВФ.

Структура роста кредита и риски

9. Источником повышения риска стало очень быстрое увеличение необеспеченного розничного кредита. Каждый год, начиная с 2000 года, рост розничного кредитования в России существенно превышал рост кредитования предприятий, за исключением 2009 года (рис. в тексте). Важной особенностью текущего бума является то, что его движущей силой является очень активный рост необеспеченных кредитов физическим лицам, которые связаны

с более значительным риском, чем другие виды кредитов. В ответ на такое развитие событий ЦБ РФ ввел более высокие нормы формирования резервных фондов на покрытие возможных убытков по необеспеченным розничным кредитам и повысил веса по риску для потребительских кредитов.



Источники: официальные органы стран, оценки персонала МВФ.

10. Некоторые категории заемщиков имеют высокое бремя долга. Отношение долга домашних хозяйств России к ВВП является не очень высоким относительно сопоставимых стран, и низким по сравнению с промышленно развитыми странами, что свидетельствует о наличии значительного потенциала для роста этого показателя в будущем. Недавно начавшийся бум розничного кредита был связан со значительным увеличением количества заемщиков и потому, возможно, способствовал улучшению доступа к финансированию. Однако в последнее время быстро росло бремя долга (рис. в тексте) и сейчас оно является высоким по сравнению с другими странами (рис. 4). Есть информация, что некоторые люди берут кредиты, чтобы производить выплаты по существующим долговым обязательствам.



11. Темпы роста кредита предприятиям замедляются. Кредитование предприятий росло высокими темпами в преддверие президентских выборов 2012 года, но с тех пор его рост замедлился. Такая динамика данного вида кредитов в условиях бума розничного кредитования свидетельствует об уменьшении спроса на кредиты со стороны крупных компаний, в то время как мелкие и средние предприятия по-прежнему сталкиваются с трудностями в получении кредитов.

12. Тем не менее, кредиты предприятиям по-прежнему представляют крупный источник риска, учитывая их размеры (¾ портфеля банковских ссуд) и высокую степень волатильности экономической активности в России. Темпы роста российского ВВП более изменчивы, чем в других сопоставимых странах, что, вероятно, объясняется значительной ролью поступлений от нефти в экономике. В сочетании с низкими показателями защиты прав кредиторов и благоприятности условий ведения коммерческой деятельности факторы риска, связанные с кредитами предприятиям, остаются значимым фактором, вызывающим обеспокоенность.



Источники: Bloomberg, оценки персонала МВФ.

Рыночные индикаторы

13. Цены на акции банков, связанных с Кипром, сильно пострадали от кипрского кризиса. Акции Сбербанка, ВТБ и других банков, имевших связи с Кипром, в первые дни кипрского кризиса потеряли примерно 2-7 процентов своей стоимости. Цена акций ВТБ, который, по имеющейся информации, имел самые большие открытые позиции по отношению к Кипру, характеризовалась особенно сильной волатильностью (рис. в тексте). Ожидается, что недавно объявленный новый выпуск акций этого банка (на сумму примерно 3 млрд долларов) приведет к улучшению финансового положения ВТБ.

14. Рыночные индикаторы указывают на то, что риск (неизбежного) банкротства в случае крупнейших банков является низким, но в целом с начала 2011 года риски повысились¹². Данные агентства Moody's по ожидаемой частоте дефолтов (ОЧД) указывают

¹² Агентство Moody's использует цены свопов кредитного дефолта для оценки вероятности того, что те или иные конкретные финансовые организации могут столкнуться с серьезными трудностями или оказаться в состоянии банкротства; оно публикует ежедневную информацию о «расстоянии до дефолта» (DtD) и ожидаемой частоте дефолтов (EDF). Другими часто используемыми в литературе показателями являются следующие: i) индекс β для банков, который измеряет корреляцию между совокупной отдачей на фондовый (продолжение на следующей странице)

на то, что к началу 2010 года вероятность дефолта для банков снизилась с очень высоких уровней конца 2008 года и начала 2009 года. Однако эта вероятность несколько повысилась во второй половине 2011 года и в первой половине 2012 года (рис. в тексте).

Крупные открытые позиции некоторых банков по отношению к определенным сегментам рынка

Деятельность некоторых банков в очень сильной степени сосредоточена на небольшом числе сегментов рынка (например, на кредитных картах). У этих так называемых «специализированных организаций» объем кредитной деятельности вырос в 2012 году на 50–120 процентов (относительно предыдущего года), причем в основном в сегменте необеспеченного розничного кредита. На данный момент не предусмотрено никаких дополнительных требований к капиталу для этих рисков концентрации. Доля подобных банков в совокупных активах банковской системы является небольшой.

В. Как меры макропруденциальной политики могут дополнять собой основы микропруденциальной политики?

Законодательство о консолидированном надзоре, принятие которого ожидается в ближайшее время, предоставит ЦБ РФ полномочия осуществлять надзор за сложными финансовыми холдинговыми компаниями. Поэтому планируемое создание объединенного органа надзора за счет слияния ЦБ РФ и Федеральной службы по финансовым рынкам может привести к совершенствованию основ мониторинга системных рисков. При этом необходимо устранить существующие слабые места в основах надзора за небанковскими финансовыми организациями.

Сильные и слабые стороны существующих институциональных механизмов макропруденциальной политики в других странах

15. Ключевые институциональные элементы основ макропруденциальной политики включают мандат, полномочия, инструменты и координацию между

индекс банковского сектора и общим индексом фондового рынка, ii) спред между межбанковскими процентными ставками или процентными ставками по коммерческим бумагам и ставкой по краткосрочным государственным обязательствам, iii) «обратный спред между сроками», представляющий собой разность между ставкой по краткосрочным государственным обязательствам и ставкой по долгосрочным государственным обязательствам; iv) волатильность фондового рынка; v) спред по суверенному долгу; vi) волатильность обменного курса; vi) спред корпоративного долга (относительно доходности по государственным облигациям) (см. Balakrishnan et al., 2009; Cardarelli et al., 2009). Эти показатели являются хорошими индикаторами риска кризиса и вторичных эффектов на ближайшую перспективу. Основным недостатком данного подхода является повышение риска ошибок, когда рынки неверно учитывают риски в своих ценах (например, в случае неликвидных рынков).

микропруденциальной и макропруденциальной политикой. Например, официальный мандат может повысить четкость в принятии решений и позволяет избежать паралича политики в случае расхождений взглядов различных заинтересованных сторон. Мандат обычно сопровождается полномочиями по сбору информации и принятию мер. Важной задачей является установление подотчетности в проведении макропруденциальной политики, учитывая отсутствие поддающихся простому измерению количественных показателей успеха (приложение III).¹³

16. В предыдущих исследованиях МВФ выявлено три широких категории стилизованных моделей макропруденциальной политики. Эти три широкие категории разделяются в основном исходя из того, как осуществляется координация целей и функций макропруденциальной, денежно-кредитной и микропруденциальной политики и насколько значительный объем информации доступен в пределах центрального банка.

- *Полная интеграция* означает, что все функции финансового надзора и регулирования выполняются центральным банком или его дочерними предприятиями.
- *Частичная интеграция* означает, что орган надзора за ценными бумагами или орган надзора за порядком ведения коммерческой деятельности являются отдельными структурами, в то время как пруденциальный надзор за банками и другими финансовыми организациями осуществляется центральным банком.
- *Разделение функций* означает, что по существу все функции финансового регулирования (помимо надзора за платежами) находятся за пределами центрального банка (Nier et al., 2011, и приложение III).

17. В моделях, попадающих в категории полной и частичной интеграции, центральный банк, либо сам, либо вместе с другими органами, отвечает за макропруденциальную политику. Центральный банк становится источником и исполнителем макропруденциальной политики, когда перед ним ставится цель охраны финансовой стабильности (как в Чешской Республике и Сингапуре). Частичная интеграция или двухвершинные модели предусматривают тесную институциональную интеграцию функций центрального банка и органа пруденциального надзора, в то время как регулирование деятельности, или «поведения» на розничных и оптовых финансовых рынках осуществляется другим ведомством (примерами такой схемы являются Бразилия, Нидерланды, Соединенное Королевство и США). Основные преимущества моделей с полной или частичной интеграцией связаны с лучшими потоками информации и улучшением координации целей и функций в

¹³ «Издержки» мер макропруденциальной политики в форме ограничений на определенные виды деятельности немедленно дают о себе знать, в то время как «выгоды» в форме уменьшения частоты случаев неблагоприятных финансовых ситуаций накапливаются лишь в долгосрочной перспективе и с трудом поддаются количественному измерению.

пределах одной организации, что может повышать эффективность принятия решений. Основным недостатком связан с отсутствием институциональных механизмов для критической оценки «внутренних позиций», сформировавшихся в пределах одной организации.

18. В моделях, попадающих в категорию разделения функций (модели 5–7 в таблице), центральный банк не несет прямой ответственности за макропруденциальную политику. Преимущества такой многоведомственной схемы включают следующее:

i) уменьшение риска того, что какой-либо один орган будет вне критики в своих выводах относительно выявления рисков или оценки надлежащих ответных мер политики, ii) сосредоточение внимания каждого органа на своей основной задаче, что само по себе может способствовать поддержанию финансовой стабильности. При такой схеме процесс разработки и проведения политики выигрывает от присутствия различных точек зрения на источники системного риска, работы с возможностями арбитража между нормами регулирования и адекватности проводимых мер (здесь для разных задач могут задействоваться различные органы). Примерами использования такой модели являются Канада, Мексика, Перу и Чили, а также Австралия, САР Гонконг и Корея.

19. Однако данная схема связана с целым рядом сложностей в обеспечении действенности макропруденциальной политики. В частности, коллективная ответственность за уменьшение системного риска может снижать степень подотчетности и стимулы, а также создавать ситуацию, когда ни один орган не имеет всей информации, необходимой для анализа всех взаимосвязанных аспектов системного риска (например, вследствие препятствий для свободной передачи информации, создаваемых соперничеством или правовыми ограничениями). Вследствие этого может повышаться вероятность того, что некоторые риски останутся без внимания, и будут возникать задержки в принятии корректирующих мер.

20. Основным средством преодоления этих недостатков является создание координационного комитета. Благодаря этому может облегчаться процесс обмена информацией между ведомствами и усиливаться вовлеченность каждого из ведомств в процесс достижения общей цели финансовой стабильности. Эти выгоды могут усиливаться благодаря введению формальных механизмов, видимых общественности. Более конкретно, формальные механизмы могут позволять такому комитету выпускать публичные предупреждения и рекомендации для участвующих в них ведомств (как это предусмотрено в Мексике). Благодаря этому повышается действенность в использовании инструментов макропруденциальной политики, даже если такие рекомендации не являются обязательными для получающих их ведомств. Однако комитет может быть неспособен полностью решить укоренившиеся проблемы подотчетности и стимулов, и это продолжает вызывать беспокойство в отношении действенности данной группы моделей.

21. Еще один значимый риск заключается в том, что решения могут приниматься с запозданием. Этот риск выше в тех случаях, когда в комитет входит большое число членов или когда казначейство играет значительную роль. Тщательная разработка механизмов голосования может уменьшать риск того, что не будут предприниматься никакие меры

вследствие стойкого несогласия между участвующими в работе комитета ведомствами или давления политико-экономического характера. Такая система голосования должна быть основана на принципе простого или квалифицированного большинства, а не на необходимости единогласного принятия решений всеми участвующими ведомствами (Nier et al., 2011).

Основы макропруденциальной политики в России

22. В России ЦБ РФ отвечает за финансовую стабильность, но у него нет официального мандата в отношении макропруденциальной политики. Он тесно сотрудничает с правительством, и спорные ситуации разрешаются путем достижения консенсуса. ЦБ РФ не имеет права выступать инициатором принятия законодательных актов, он направляет свои предложения в Министерство финансов. В декабре 2010 года при Президентском совете была создана межведомственная рабочая группа (Рабочая группа по мониторингу состояния финансового рынка). В марте 2011 года ЦБ РФ создал департамент финансовой стабильности для ведения мониторинга системного риска; ЦБ РФ готовит обзоры финансовой стабильности. Официальные органы планируют создать совет по финансовой стабильности.

23. Отсутствие мандата на макропруденциальную политику до сих пор не мешало ЦБ РФ предпринимать меры макропруденциального характера. В частности, ЦБ РФ i) использовал дифференцированные нормы обязательных резервов для уменьшения притока капитала до кризиса 2008–2009 годов; ii) снижал нормативы отчислений в резервные фонды на покрытие возможных убытков по ссудам во время кризиса, чтобы стимулировать кредитную деятельность во время спада (что создало для банков «экономия» примерно в 220 млрд рублей); iii) вводил лимиты на чистые открытые валютные позиции для предотвращения оттока капитала во время кризиса; iv) даже предлагал проекты законодательных положений, выходящих за пределы его мандата (с целью содействия финансовой стабильности), например, положения налогового кодекса, которые сделали бы менее привлекательными займы в иностранной валюте¹⁴.

24. В последнее время ЦБ РФ ввел следующие меры для поддержания стабильности финансовой системы.

- Повысил веса по риску для непрофильных активов и валютных розничных кредитов со 100 процентов до 150 процентов (с июля 2012 года).

¹⁴ Более того, во время кризиса ЦБ РФ снизил скидки/маржи со стоимости залога для займов у ЦБ РФ и предоставлял банкам кредиты без залога; кроме того, он использовал ставку рефинансирования для воздействия на потоки капитала (повышая их в ноябре-декабре 2008 года для сдерживания оттока капитала и снижая их в 2009–2010 годах для сдерживания притока).

- Повысил веса по риску с 20 процентов до 50 процентов для размещений инструментов в не имеющих рейтинга банках в странах, считающихся ОЭСР имеющими низкий риск (с января 2013 года).
- Повысил до 10–75 процентов резервы на обесценение по ссудам на проектное финансирование с льготными периодами для процентных платежей (с июля 2013 года).
- Повысил веса по риску для новых предоставляемых кредитов с высокой маржой до уровня, который может достигать до 200 процентов (с июля 2013 года). Воздействие этой меры уменьшается тем фактом, что не все связанные с кредитами сборы отражаются в расчетах «эффективной ставки».
- Назначение в крупнейшие банки постоянных инспекторов из органов надзора, которые командируются для работы в офисах этих банков.

25. Однако основы пруденциального банковского надзора страдают несколькими недостатками, что сказывается на мониторинге системного риска и его предотвращении.

В частности, у ЦБ РФ нет полномочий i) осуществлять надзор за банковскими холдинговыми компаниями и связанными сторонами в широком определении; ii) налагать ограничения на операции между родственными структурами; iii) использовать профессиональные суждения при применении законодательства и нормативных положений в отношении отдельных банков; iv) налагать санкции на отдельных директоров в высших менеджеров; v) повышать нормы достаточности капитала отдельно для конкретных организаций; vi) без ограничений обмениваться информацией с другими органами надзора. Большая часть этих недостатков будет устранена в находящемся на рассмотрении законодательстве, которое будет в ближайшее время принято.

26. Планируемое слияние ЦБ РФ и Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР) может повысить потенциал в области мониторинга системных рисков, но необходимо устранить имеющиеся в настоящее время недостатки в основах надзора за небанковскими финансовыми организациями.

В частности, сейчас у ФСФР нет достаточных полномочий, чтобы требовать от страхователей наличия внутренних механизмов контроля и систем управления риском, которые соответствовали бы степени сложности ведущейся ими деятельности; применять в отношении директоров и высших управляющих страховых фирм требования профессиональной пригодности и добросовестности; предпринимать превентивные и коррективные меры для решения проблем слабых компаний, работающих с ценными бумагами. Кроме того, ФСФР может выпускать нормативные акты только после консультации с Министерством финансов. Однако ожидается, что эти вопросы будут решены при создании объединенного органа регулирования.

Преимущества и недостатки различных инструментов макропруденциальной политики

В данном разделе кратко описываются наиболее часто используемые макропруденциальные показатели, и рассматривается их актуальность для России.

Здесь рассматриваются следующие показатели: отношение величины кредита к стоимости залога (ОКЗ), отношение (обслуживания) долга к доходу (ОДД) и динамическое образование резервных фондов (ДРФ). Преимущества и недостатки других показателей обсуждаются в приложении IV¹⁵. Данные инструменты приводятся только для иллюстрации. При фактическом принятии к использованию и установлении спецификации инструментов должны приниматься во внимание конкретные условия страны, такие как правовые ограничения, действенность инструментов в достижении поставленных целей и уровень развития, структура и сложность финансовой системы¹⁶.

ОКЗ

27. Лимиты на ОКЗ (отношение величины кредита к стоимости залога) повышают устойчивость банков по отношению к кредитным рискам за счет увеличения залогового обеспечения кредитов и тем самым ограничивают убытки в случае дефолта. Обычно этот коэффициент устанавливается исходя из исторической волатильности стоимости залога. Он непосредственно ограничивает рискованное кредитование, замедляет рост предложения кредита определенным секторам (например, сектору недвижимости, на автомобильное кредитование и т.д.)¹⁷.

28. Лимиты на коэффициенты ОКЗ все шире используются для уменьшения системного риска, создаваемого эпизодами бумов и спадов, особенно на рынках недвижимости. За счет ограничения суммы кредита уровнем существенно ниже текущей стоимости закладываемого имущества, лимиты на ОКЗ могут способствовать сдерживанию роста цен на жилье, устанавливая ограничения для леввериджа домашних хозяйств, уменьшая эффект финансового акселератора. Например, в работе Wong et al. (2011) обнаружено, что

¹⁵ Большинство макропруденциальных мер могут применяться (и применяются) также и для микропруденциальных целей. Оба вида политики проводятся для исправления недостатков рынка и связанных с ними негативных внешних эффектов. В общем случае в рамках микропруденциальной политики рассматриваются отдельные организации, а в макропруденциальной политике — финансовая система в целом. На практике, возможны пересечения этих двух направлений политики в пограничных областях, в инструментарии и в механизме передачи их воздействия. В работе Osiński et al. (2012) предлагается несколько подходов к решению проблемы границ, а также потенциальной напряженности и конфликтов.

¹⁶ Эти инструменты используются для решения проблемы временного аспекта системных рисков. См. приложение III, где рассматриваются инструменты, полезные для учета того, что системные риски охватывают целый срез организаций.

¹⁷ В работе Crowe et al. (2011) обнаружено, что более жесткие ОКЗ ведут к меньшему увеличению цен на жилье, по крайней мере в краткосрочной перспективе. В работе Igan and Kang (2011) получены сходные результаты.

при заданном снижении цен вероятность дефолта по ипотекам и убытков банков является более высокой в странах, где не используется показатель ОКЗ. Этот показатель в меньшей степени подвержен

29. Данный коэффициент может применяться (и часто применяется) в качестве антициклической меры. Ужесточение коэффициента во время бума ограничивает накопление рисков, тем самым сдерживая кредитный цикл и повышение цен на жилье. В некоторых странах коэффициенты ОКЗ поддерживаются на постоянном уровне, чтобы создать минимальный буфер против экономически неприемлемого повышения цен на жилье (Колумбия, Ливан, Малайзия и Швеция). В других странах лимиты на ОКЗ корректируются соответственно состоянию цикла, с их ужесточением во время бумов цен на жилье и ослаблением во время спадов (Китай, САР Гонконг и Корея). В некоторых случаях корректировки вносятся в качестве ответных мер и необязательно имеют антициклический характер (Lim et al., 2011).

30. Как и другие меры, лимиты на ОКЗ также имеют ряд недостатков. Во-первых, введение этой меры вызывает издержки, связанные с потенциальным рационированием кредита. Например, новые лица, выходящие на рынок жилья и недвижимости, могут оказаться вытеснены с него вследствие рационирования. В некоторых странах (например, в САР Гонконг), эта проблема устраняется с помощью программ страхования для людей, покупающих жилье первый раз. Соответственно, трудно при калибровке параметров надлежащим образом учесть компромиссный характер связи между выгодами в форме повышения финансовой стабильности, увеличения экономической активности и предпочтениями общества, проявляющимися в желательности распространения собственности на жилье. Во-вторых, данная мера является подверженной обходу и может подталкивать к получению вторых закладных на одно и то же имущество или к привлечению необеспеченных кредитов, таких как займы по кредитным картам. Важно, что данная мера оказывает меньшее воздействие на левверидж заемщиков и банков.

31. Это наиболее часто используемый в мире инструмент. Согласно проведенному МВФ в 2010 году обследованию, 34 из 52 стран-респондентов пользовались этой мерой¹⁸. Лимиты на ОКЗ особенно популярны в странах Азии, где отмечается бум в сфере недвижимости.

32. В России не установлено официальных норм в отношении ОКЗ. Отдельные банки используют коэффициенты ОКЗ в своих оценках кредитоспособности. Однако повышение конкуренции может заставлять банки придерживаться менее строгих требований. Официальные органы могут рассмотреть возможность того, чтобы воспользоваться официальными нормативами в данной области, в том числе устанавливая более низкие

¹⁸ Кроме того, в некоторых странах, таких как Австралия, Канада, Корея, Латвия, Соединенное Королевство и Таиланд, использовались индивидуализированные нормы достаточности капитала, основанные на ОКЗ.

коэффициенты в тех зонах, где цены на жилье повышаются существенно быстрее, чем в среднем по стране. Чтобы иметь возможность применять такой дифференцированный коэффициент, официальным органам необходимо будет собирать и анализировать информацию о ценах на жилье, а также о (фактических) ОКЗ, используемых банками.

ОДД

33. При изолированном использовании лимиты на ОДД (отношение долга к доходу) нацелены на защиту качества банковских активов. Они ограничивают рискованное кредитование и снижают вероятность дефолта. При использовании в сочетании с ОКЗ ОДД могут способствовать дальнейшему уменьшению цикличности обеспеченного залогом кредитования за счет создания дополнительного ограничения на потенциал домашних хозяйств по привлечению заемных средств. Так же, как и в случае лимитов на ОКЗ, поправки в верхние предельные значения ОДД могут вноситься с антициклической направленностью, чтобы учесть временное измерение системного риска (Lim et al., 2011).

34. Как и ОКЗ, ОДД может включать издержки, связанные с потенциальным рационированием кредита. Более того, могут быть достаточно высокие требования к данным, калибровка параметров является непростой задачей, и показатель подвержен опасности обхода.

35. В России нет официальных норм в отношении ОДД. Хотя это вызывает меньше проблем в растущей экономике, ситуация может измениться во время спадов при более высоких уровнях безработицы.

ДРФ

36. ДРФ (динамическое образование резервных фондов) призвано вносить равномерность в распределение убытков по ссудам на протяжении кредитного цикла. Этот подход основан на идее, что резервные фонды должны покрывать ожидаемые убытки в долгосрочном плане (на протяжении цикла), а не понесенные убытки. Обычно уровень резервных фондов в рамках подхода с динамическим образованием резервных фондов будет меньше подвержен резким колебаниям вследствие активности (или слабости) экономической активности, поскольку важнейшую роль здесь играют ожидаемые, а не фактические убытки. Требуя от банков накопления резервных буферных запасов во время подъема, ДРФ уравнивает собой тенденцию, при которой резервы на покрытие потенциальных убытков по конкретным кредитам оказываются низкими при высоком качестве кредитов. В результате этого предельные издержки на формирование резервных фондов на покрытие убытков по ссудам существенно сглаживаются на протяжении кредитного цикла. Подход с ДРФ является более действенным при его применении в отношении узко определяемых категорий кредитов в начале кредитного цикла. Точно так же ДРФ будет менее действенным, если банк несет крупные убытки в ходе подъема, которые уменьшают имеющийся защитный буфер в форме накопленных резервов.

37. В то время как ДРФ имеет целый ряд полезных свойств, у этого подхода также есть ограничения на то, что с его помощью может быть достигнуто. Например, он может способствовать амортизации достаточно крупных шоков для качества кредитов, уменьшая вероятность дефолта банка, но он не предназначен для покрытия крупных неожиданных убытков по ссудам (для чего имеется капитал банков) или рисков крайне маловероятных потрясений. Например, в Испании буферный запас динамических резервных фондов был достаточно велик, чтобы покрыть примерно половину убытков по ссудам, понесенных в течение 2008–2009 годов, но не все случаи невыполнения заемщиками своих обязательств, поскольку понесенные в конечном счете убытки по ссудам превысили ожидавшиеся убытки. И наоборот, резервное покрытие в Уругвае повысилось до излишне высокого уровня, когда не материализовались ожидавшиеся отказы от выплат по ссудам, на базе которых калибровались параметры модели (Lim et al., 2011). В то время как ДРФ способствует сглаживанию кредитного цикла, оно не призвано сдерживать быстрый рост кредита. В целом воздействие этого подхода на рост кредита является сдержанным, поскольку кредитование может переводиться на иностранные (материнские) банки и менее регулируемых финансовых посредников.

38. Сложности может вызывать удовлетворение потребностей в данных и калибровка параметров. При некоторых способах калибровки не принимается во внимание профиль кредитного риска банков. Для модели с оценками вероятностей дефолта требуются данные по индивидуальным организациям, которые во многих странах отсутствуют. Более того, данные должны охватывать весь кредитный цикл; данные, охватывающие только период бума, ведут к недооценке рисков. Данный подход в значительной мере пересекается с подходами на базе антициклических буферов капитала и инструментами с переменными весами по риску.

39. Можно считать, что смягчение норм формирования резервных фондов в России во время кризиса 2008–2009 годов было аналогичным тому, которое было бы проведено в рамках подхода ДРФ. Однако ДРФ предполагает накопление капитала во время «фазы бума», и затем этот капитал может расходоваться во время спада. В этом смысле либерализация норм образования резервных фондов в России представляло собой в большей мере попустительство, чем применение подхода ДРФ.

Следствия и выводы

40. Имеющаяся информация указывает на то, что риски для финансовой стабильности России являются умеренными, но увеличиваются. В частности, вызывает беспокойство очень быстрый рост необеспеченных розничных кредитов и уменьшение резервных запасов капитала и ликвидности. Эту динамику необходимо тщательно отслеживать.

41. ЦБ РФ следует вести дальнейшую работу, опираясь на достигнутые им результаты в области мониторинга системных рисков. Сфера охвата готовящегося ЦБ РФ обзора финансовой стабильности может быть расширена с включением в нее цен на недвижимость (как жилую, так и коммерческую), условий финансирования в секторе

предприятий и рисков для финансовых организаций на уровне групп компаний. Кроме того, официальным органам следует рассмотреть вопрос об использовании рыночных индикаторов (например, цен банковских акций; бета-индекса для банков; информации о свопах кредитного дефолта (СКД); основанных на СКД вероятностей дефолта банков; разности между межбанковскими ставками и доходностью по казначейским векселям; спредов по корпоративным облигациям; (см. сноску 12)) для анализа непосредственных рисков для финансовой стабильности.

42. Функция макропруденциальной политики может дополнять собой надежный пруденциальный надзор и меры макроэкономической политики (которые являются первоочередными моментами в предотвращении накопления рисков).

- **Объединенный орган надзора должен получить надлежащие полномочия для осуществления строгого (макро)пруденциального надзора.** Приоритетной задачей должно стать выполнение рекомендаций ФСАП 2011 года. Кроме того, чрезвычайно важно поддерживать и повышать независимость ЦБ РФ в ходе слияния двух органов надзора.
- **Официальные органы должны занять твердую позицию в отношении призывов к проведению излишне либеральной макроэкономической политики и добиваться повышения доверия к существующим основам политики.** Осмотрительная макроэкономическая политика ведет к снижению рисков для финансовой стабильности. Заслуживающая одобрения гибкость обменного курса в России, имеющие характеристики ЦПИ основы денежно-кредитной политики (и ожидаемый переход к режиму ЦПИ), а также новое бюджетное правило — все эти меры снижают риск для экономики и финансовой системы, и следует их поддерживать и усиливать.

43. Принципиально важно поддерживать и укреплять независимость центрального банка в процессе слияния двух органов надзора. В частности, важно, чтобы новый объединенный орган надзора был в состоянии независимо выпускать надлежащие нормативные положения и имел достаточный потенциал для принудительного проведения коррективных мер и окончательного урегулирования проблемных ситуаций как в банках, так и в небанковских организациях.

44. Необходимо официально закрепить ведущую роль ЦБ РФ в сфере макропруденциального надзора. В России ЦБ РФ уже показал на практике, что он способен проводить макропруденциальную политику. Если будет создан Совет по финансовой стабильности (СФС), как исходно предполагалось, этот Совет станет адекватной платформой для объединения всех заинтересованных сторон в целях максимизации выгод макропруденциальной политики, но будет важно закрепить ведущую роль ЦБ РФ в работе этого совета. Кроме того, ведомство, отвечающее за макропруденциальную политику (с ведущей ролью либо СФС в рамках ЦБ РФ, либо самого ЦБ РФ), будет работать более эффективно, если i) ему предоставлен официальный мандат, укрепляющий подотчетность и стимулы к принятию практических действий и уменьшающий (потенциальные) риски задержки в проведении практических мер вследствие политического давления или

лоббирования на пересечении интересов целого ряда ведомств; ii) четко определены роли участвующих ведомств.

45. Любые конкретные макропруденциальные меры, которые могут принимать официальные органы, будут зависеть от вида и ожидаемого воздействия системных рисков, которые будут требовать ответных мер. В то время как банки применяют (устанавливаемые ими для себя) нормы в отношении ОКЗ и ОДД, повышение конкуренции может заставлять их ослаблять стандарты кредитования. Таким образом, официальным органам может иметь смысл рассмотреть вопрос о введении официальных нормативов для ОКЗ и ОДД или по крайней мере их рекомендуемого диапазона, принимая во внимание левверидж сектора домашних хозяйств. Принимая любые меры, официальные органы должны взвешивать выгоды, приносимые этими мерами, и связанные с ними издержки.

46. В отношении рисков, связанных с высокой концентрацией деятельности (очень крупные открытые позиции по отношению к определенным сегментам рынка) «специализированных» организаций, официальным органам следует рассмотреть вопрос о том, чтобы либо i) ввести дополнительные требования к капиталу в рамках нормативов капитала для концентрации рисков Основы II, либо ii) ввести более высокую норму минимального капитала в рамках Основы I для «более простых финансовых организаций».

Таблица 1. Показатели финансовой устойчивости, 2007 год – май 2013 года

(В процентах)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Май 2013
Показатели финансовой устойчивости							
Достаточность капитала							
Капитал к взвешенным по риску активам	15,5	16,8	20,9	18,1	14,7	13,7	13,4
Базовый капитал к взвешенным по риску активам	11,6	10,6	13,2	11,4	9,3	8,5	9,3
Капитал к совокупным активам	13,3	13,6	15,7	14,0	12,6	12,3	...
Взвешенные по риску активы к совокупным активам	85,6	81,0	75,2	77,4	85,9	87,7	...
Кредитный риск							
НОК к совокупным ссудам	2,5	3,8	9,6	8,2	6,6	6,0	6,3
Резервы на покрытие убытков по ссудам к совокупным ссудам	3,6	4,5	9,1	8,5	6,9	6,1	6,2
Крупные кредитные риски к капиталу	211,9	191,7	147,1	184,6	228,4	209	204,9
Распределение ссуд, предоставленных кредитными организациями							
Сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	3,8	4,2	4,9	5,1	4,8	4,6	4,6
Добывающая промышленность	3,1	3,3	3,9	3,6	2,9	3,2	3,1
Обрабатывающая промышленность	13,5	14,4	15,7	16,0	15,2	14	13,7
Производство и распределение энергии, газа и воды	1,7	1,9	2,4	2,6	2,9	2,7	2,5
Строительство	6,0	6,1	6,2	5,9	5,6	5,5	5,7
Оптовая и розничная торговля	18,0	17,4	18,4	17,1	15,6	14,9	14,6
Транспорт и связь	3,7	4,3	3,4	3,8	5,4	5,4	4,7
Другая экономическая деятельность	23,3	23,3	21,9	22,2	22,3	20,5	21,0
Физические лица	24,8	25,1	23,0	23,7	25,3	29,2	30,1
<i>В том числе:</i> ипотечные кредиты	5,1	6,6	6,5	6,6	6,7	7,5	7,8
Географическое распределение межбанковских ссуд и депозитов							
Российская Федерация	40,0	27,1	29,5	41,1	41,6	47,1	35,0
Соединенное Королевство	23,3	29,1	21,7	21,4	20,2	17,5	24
США	4,1	7,1	4,1	2,5	3,0	3,6	5,3
Германия	6,8	7,5	4,7	6,0	4,2	1,6	2,4
Австрия	6,1	5,7	8,2	3,7	6,6	5,9	6,6
Франция	3,5	4,0	5,7	4,0	2,7	1,6	3,7
Италия	1,7	1,5	1,8	0,1	2,7	2,7	0,7
Кипр 1/	0,8	0,4	6,2	5,0	6,6	8,7	8,4
Нидерланды	2,6	4,6	4,6	2,6	3,2	1,5	2,0
Другие	11,0	13,1	13,4	13,6	9,0	9,8	12
Ликвидность							
Высоколиквидные активы к совокупным активам		28,0	26,8	13,5	11,8	11,1	10,7
Ликвидные активы к совокупным активам	24,8	25,9	28,0	26,8	23,9	23,2	21,8
Ликвидные активы к краткосрочным обязательствам	72,9	92,1	102,4	94,3	81,6	82,9	86,9
Отношение средств клиентов к совокупным ссудам	94,8	84,6	99,9	109,5	105,3	101,2	101,7
Прибыль на активы	3,0	1,8	0,7	1,9	2,4	2,3	2,1
Прибыль на акционерный капитал	22,7	13,3	4,9	12,5	17,6	18,2	17,0
Структура баланса, в процентах активов							
Темпы роста совокупных активов	44,1	39,2	5,0	14,9	23,1	18,9	...
Темпы роста совокупных ссуд клиентам	53,0	34,5	-2,5	12,6	28,2	...	...
Активы							
Всего ссуды клиентам	61,1	59,0	54,8	53,7	55,9	56,0	...
Счета в ЦБР и других центральных банках	6,4	7,4	6,0	5,4	4,2	4,4	3,0
Межбанковские ссуды	7,0	8,9	9,3	8,6	9,5	8,5	9,5
Авуары ценных бумаг	11,2	8,4	14,6	17,2	14,9	14,2	14,4
Обязательства							
Средства ЦБР	0,2	12,0	4,8	1,0	2,9	5,4	4,4
Межбанковские обязательства	13,9	13,0	10,6	11,1	11,0	9,6	9,0
Средства, привлеченные от организаций	35,0	31,3	32,5	32,9	33,6	31,6	...
Депозиты физических лиц	25,6	21,1	25,4	29,0	28,5	28,8	30,0
Облигации, простые векселя и банковские акцепты	5,5	4,0	3,9	4,0	3,7	4,4	...

Источники: Центральный банк Российской Федерации и расчеты персонала МВФ.

1/ Открытые позиции по отношению к Кипру представляют в основном открытые позиции государственного банка относительно его дочернего предприятия в этой стране.

Приложение I. Методология кубического тренда

(На базе работы Dell’Ariccia et al., 2011)

Определим отношение кредита к ВВП как $cr_t = \frac{CR_t}{\sqrt{GDP_t GDP_{t-1}}}$

Для каждого t рассмотрим отрезок времени с периода $t - 10$ до периода $t - 1$:

$\{cr_{t-10}, cr_{t-9}, \dots, cr_{t-1}\}$ и оценим регрессию этих наблюдений по кубическому тренду.

Используем полученные в результате оценки коэффициенты для предсказания значений

$$\widehat{cr}_t = \beta_0 + \beta_1 t + \beta_2 t^2 + \beta_3 t^3.$$

Определим показатель кредитного разрыва как $cg_t = cr_t - \widehat{cr}_t$.

Для каждого t рассмотрим отрезок времени с периода $t - 10$ до периода t : $\{cg_{t-10}, cg_{t-9}, \dots, cg_t\}$ и рассчитаем стандартное отклонение $sdcg_t$.

Бум наблюдается, когда отклонение от тренда (кредитный разрыв) больше, чем взятое полтора раза его стандартное отклонение ($cg_t > 1,5sdcg_t$), и годовые темпы роста отношения кредита к ВВП превышают 10 процентов ($\frac{cr_t - cr_{t-1}}{cr_{t-1}} > 0,1$), или когда годовые темпы роста отношения кредита к ВВП превышают 20 процентов ($\frac{cr_t - cr_{t-1}}{cr_{t-1}} < 0,2$). Бумы, создаваемые спадом ВВП, во внимание не принимаются.

Начало бума — это первый год, в котором либо i) отношение кредита к ВВП превышает свой трендовый уровень более чем на три четверти своего стандартного отклонения ($cg_t > 0,75sdcg_t$), при том что его годовые темпы роста превышают пять процентов ($\frac{cr_t - cr_{t-1}}{cr_{t-1}} > 0,05$); либо ii) его годовые темпы роста превышают 10 процентов ($\frac{cr_t - cr_{t-1}}{cr_{t-1}} > 0,1$).

Бум заканчивается, как только либо i) темпы роста отношения кредита к ВВП становятся отрицательными ($\frac{cr_t - cr_{t-1}}{cr_{t-1}} < 0$); либо ii) отношение кредита к ВВП падает на три четверти своего стандартного отклонения от тренда ($cg_t < 0,75sdcg_t$), при том что его годовые темпы роста ниже 20 процентов ($\frac{cr_t - cr_{t-1}}{cr_{t-1}} < 0,2$).

Приложение II. Уравнение для предложения кредита

Здесь, в рамках двухэтапного процесса, приводится оценка уравнения для предложения кредита в целях выявления факторов, обуславливающих рост совокупного кредита и чрезмерное предложение кредита.

- Поскольку представляется, что некоторые переменные имеют единичные корни, сначала проводится коинтеграционный анализ с использованием трех лагов. Полученные результаты указывают на наличие коинтеграционной связи (*vec*) между предложением кредитов в реальном выражении (*L*), совокупными депозитами в реальном выражении (*D*), фондовыми ценами (*SP*), волатильностью цен на банковские акции (*VBS*) процентной ставкой по кредитам в реальном выражении (*I*). Данный вектор может быть записан в следующей форме:

$$l = 0,98d + 0,25sp - 0,09vbs + 0,1i. \quad (1)$$

- Затем эта коинтегрирующая связь используется для оценки модели с коррекцией ошибок. Подход от общего к частному дает следующее уравнение:

$$\begin{aligned} \Delta l_t = & 0,02 + 0,27 \Delta l_{t-2} + 0,50 \Delta d_t + 0,04 \Delta sp_t + 0,49 \Delta y_t + 0,75 \Delta y_{t-3} \quad (2), \\ & - 0,01 \Delta vbs_t + 0,07 \Delta i_t - 0,25 \Delta vec_t - 0,02 \Delta ins_t + u_{it}, \end{aligned}$$

где, *y* обозначает реальный ВВП, *ins* — волатильность цен на акции банковского сектора относительно совокупной волатильности рынка; и *u_{it}* представляет потрясения.

Приложение III. Некоторые значимые элементы институциональной структуры макропруденциальной политики¹

Информация и ресурсы. Чтобы измерять накапливающиеся системные риски, принципиально важно, чтобы директивные органы имели доступ к информации и данным о компонентах финансовой системы, в том числе данным по отдельным финансовым организациям, их открытым позициям по отношению к другим организациям, а также о динамике ситуации в системах платежей и расчетов. Когда в этой работе участвуют несколько органов, механизмы обмена информацией становятся сложными, поскольку часть информации является конфиденциальной и может влиять на состояние рынка. Важно также иметь достаточные ресурсы для обработки полученной информации и для разработки меры политики или предоставления рекомендаций.

Мандат и полномочия. Преимущества разработки официального мандата в макропруденциальной сфере заключаются в установлении четких целей, ответственности и полномочий для ведомства (ведомств), занимающихся макропруденциальной политикой. В ходе макропруденциального обследования, проведенного МВФ в 2010 году, было выявлено, что менее чем в половине стран-респондентов имеется официальный мандат в макропруденциальной сфере, выходящий за рамки финансовой стабильности. Такой мандат имеется в более значительной части стран с формирующейся рыночной экономикой (50 процентов), чем стран с развитой экономикой (35 процентов), что может быть связано с тем фактом, что страны с формирующимся рынком в прошлом чаще сталкивались с финансовыми кризисами, чем страны с развитой экономикой. Из стран, где нет такого официального мандата, примерно половина либо имеет планы ввести такой мандат, либо рассматривает этот вопрос.

Полномочия издавать предупреждения о риске и рекомендовать инструменты и меры регулирования — это принципиально важные элементы разработки и проведения политики. Примеры включают возможность издавать не носящие обязательного характера рекомендации для других органов. Рекомендации часто работают через механизм «соблюдай или разъясни» (например, в ЕС, Соединенном Королевстве и США), иногда подкрепляемый полномочиями и публиковать рекомендации.

Подотчетность. Задача в области создания институциональных основ заключается в том, чтобы добиться подотчетности в условиях, когда «издержки» мер макропруденциальной политики в форме ограничений на определенные виды деятельности чувствуются сразу, а «выгоды» в форме реже возникающих финансовых проблем образуются лишь в более долгосрочном плане и с трудом поддаются измерению. Эта проблема часто усугубляется наличием множества ведомств, занимающихся макропруденциальной политикой, причем эта деятельность может не входит в круг их первоочередных целей. Эта ситуация подчеркивает важность защиты официальных органов, отвечающих за макропруденциальную политику, от давления, связанного с политическим циклом.

Прозрачность и четкое информирование общественности о решениях по вопросам политики являются центральными элементами подотчетности. Это может включать предварительные заявления о стратегии, публикацию стенограмм заседаний, доклады о финансовой стабильности и ежегодные отчеты о достигнутых результатах с оценкой действенности мер политики по фактическим данным.

¹ На основе исследования FSB, IMF, BIS (2011).

Приложение IV. Некоторые из основных отличительных аспектов реальных прикладных моделей макропруденциальной политики
(На основе работы Nier et al., 2011)

- Степень институциональной интеграции центрального банка и функций финансового регулирования. Институциональная интеграция сказывается на координации целей и функций макропруденциальной, денежно-кредитной и микропруденциальной политики и на том, какой объем информации доступен в пределах центрального банка. Степень интеграции может быть полной и частичной, или может иметь место разделение функций.
- Ответственность за макропруденциальную политику. Ответственность за мандат в области макропруденциальной политики может лежать на центральном банке или связанным с центральным банком комитете, либо на независимом комитете или разделяться между несколькими ведомствами. Если мандат возложен на несколько ведомств, каждое из них должно отвечать за снижение системного риска, возникающего в сфере его ответственности.
- Роль казначейства. Официальная роль казначейства может быть i) активной, если оно играет ведущую роль в разработке и проведении политики или работе координационных комитетов; ii) пассивной, если казначейство участвует в работе таких комитетов, но на него не возлагается никакой конкретной роли; либо iii) оно просто может не играть никакой роли.
- Существование отдельного органа, который координирует меры политики, направленные на преодоление системного риска. Отдельный координационный комитет представляет собой общепринятый механизм в ситуациях, когда мандат на проведение мер политики разделен между несколькими ведомствами.

Таблица приложения. Стилизованные модели для макропруденциальной политики ^{1/}

Характеристики модели/модель	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4	Модель 5	Модель 6	Модель 7
1. Степень институциональной интеграции центрального банка и органов надзора	Полная (в рамках центрального банка)	Частичная	Частичная	Частичная	Нет	Нет (частичная*)	Нет
2. Ответственность за мандат в области макропруденциальной политики	Центральный банк	Комитет, «связанный с» центральным банком	Независимый комитет	Центральный банк	Несколько ведомств	Несколько ведомств	Несколько ведомств
3. Роль министерства финансов/ казначейства/ государства	Нет (активная*)	Пассивная	Активная	Нет	Пассивная	Активная	Нет (активная*)
4. Разделение решений по вопросам политики и контроля над инструментами	Нет	В некоторых областях	Да	В некоторых областях	Нет	Нет	Нет
5. Существование отдельного органа, координирующего различные меры политики	Нет	Нет	Нет (да*)	Нет	Да	Да (де-факто**)	Нет
Примеры конкретных моделей в странах/регионах	Чешская Республика, Ирландия (нов.), Сингапур*	Малайзия, Румыния, Таиланд, Соединенное Королевство (нов.)	Бразилия*, Франция (нов.), США (нов.)	Бельгия (нов.), Нидерланды, Сербия	Австралия	Канада, Чили, Гонконг САР*, Корея**, Ливан, Мексика	Исландия, Перу, Швейцария

Источник: Nier et al., 2011.

1/ Значения звездочек разъясняются в таблице.

Приложение V. Выборочные проявления системного риска и инструменты макропруденциальной политики в других странах

(На основе обзора литературы)

Инструменты макропруденциальной политики	Страны, где используется	Положительные аспекты	Отрицательные аспекты
Коэффициент левериджа	Канада, США	Защита от недооценки риска по активам. Менее подвержен арбитражу и неверному измерению	Грубый инструмент, который может сдерживать экономическую активность. Отсутствие штрафа за риск может создавать превратные стимулы к принятию излишнего риска.
Меняющиеся со временем антициклические надбавки к капиталу		Увеличивается стоимость заимствования одновременно с накоплением потенциала по амортизации убытков на случай возможного резкого спада. Может способствовать сглаживанию кредитных циклов. В рамках системы «Базель III» острота «проблема утечки» снижается за счет введения взаимного признания национальных антициклических буферных запасов. В частности, предусматривается, что показатели национальных буферных запасов будут применяться в отношении местных открытых позиций иностранных банков. Эта взаимность является обязательной только для буферов в размере до 2,5 процента. Проблема утечки может быть более значимой в небольших странах с крупными и открытыми финансовыми системами.	Ограниченный успех в уменьшении количества и продолжительности кредитных бумов. Это несовершенный инструмент, если излишний рост сосредоточен в конкретных секторах, и он может даже стимулировать принятие дополнительного риска. Может отвлекать внимание от стороны обязательств банковских балансов и подвержен проблеме «международных утечек». Действенность данной меры очень сильно зависит от адекватности принятых для активов весов по риску.
Верхний предел на общий кредит или на рост кредита	Болгария, Китай, Колумбия, Хорватия, Греция, Нигерия, Португалия, Сербия, Словакия, Румыния	Прямое влияние на кредит. Ограничивает его быстрый рост и повышение левериджа. Приносит определенные положительные результаты в замедлении темпов роста банковского кредита.	Подвержен опасности обхода. Может компенсироваться увеличением кредита со стороны небанковских организаций, что ведет к накоплению системного риска у часто менее регулируемых финансовых посредников и иностранных займов у некоторых заемщиков.
Весы по риску/зависящие от секторов веса по риску	Австрия, Аргентина, Бразилия, Болгария, Хорватия, Чешская Республика, Эстония, Франция, Индия, Ливан, Малайзия, Монголия, Новая Зеландия, Норвегия, Польша, Испания, Турция	Целенаправленный подход. Может создавать более четкие стимулы, чем антициклические буферы капитала. Адаптация весов по риску к потокам кредитования относительно его общих объемов может сдерживать кредитование во время бумов или стимулировать кредитование в периоды спада.	Может переводить риск в другие части системы — эффект «водяной кровати». В ходе реализации требуется решить задачу обеспечения последовательного применения по всему балансу. Потребности в данных выше, чем в случае инструментов на базе агрегированных данных.
Рост кредита по секторам	Китай, Колумбия, Малайзия, Филиппины, Португалия, Сингапур	Направлен на конкретные сектора с ограниченным влиянием на другие сектора.	Незначительное влияние на общий рост кредитования.
Меняющиеся со временем буферные запасы ликвидности	Аргентина, Китай, Хорватия, Индия, Индонезия, Ливан, Нигерия, Норвегия, Португалия, Сербия, ЮАР, Швейцария.	Прямое влияние за запасы ликвидных активов у банков и на расхождения балансовых статей по срокам погашения, что повышает стойкость к потрясениям. Труднее поддается арбитражу, чем основанные на капитале меры. Может также сдерживать амплитуду кредитного цикла (Хорватия).	Ограниченный международный опыт с требованиями к ликвидности. Микропруденциальные стандарты еще находятся в стадии разработки.
Базовые коэффициенты финансирования	Бельгия, Греция, Индия, Индонезия, Швейцария, Италия, Ливан, Монголия, Нидерланды, Польша, Португалия, Испания, Швеция, Уругвай	Влияют на качество и объем обязательств. Ограничивают возможности финансовых организаций опираться на рискованные источники для финансирования роста в периоды подъема, а потому минимизируют влияние кризисов ликвидности в периоды резкого спада.	

Литература

- Balakrishnan Ravi, Stephan Danninger, Selim Elekdag, and Irina Tytell, 2009, "The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies," IMF Working Papers 09/133, (Washington: International Monetary Fund).
- Bank of England, 2011, "Instruments of Macroprudential Policy," A Discussion Paper.
- Cardarelli, Roberto, Selim Elekdag, and Subir Lall, 2009, "Financial Stress, Downturns, and Recoveries," IMF Working Papers 09/100, (Washington: International Monetary Fund).
- Crowe, Christopher W., Deniz Igan, Giovanni Dell'Ariccia, and Pau Rabanal, 2011, "How to Deal With Real Estate Booms," IMF SDN/11/02.
- Dell'Ariccia, Giovanni, and Robert Marquez, 2006, "Lending Booms and Lending Standards," *Journal of Finance*, Vol. 61, No. 5, стр. 2511–2546.
- Dell'Ariccia, Giovanni, Deniz Igan, Luc Laeven, and Hui Tong, with Bas Bakker and Jerome Vandenbussche, 2012, "Policies for Macrofinancial Stability: How to Deal with Credit Booms," IMF SDN/12/06.
- FSB, IMF, and BIS, 2011, "Macroprudential Tools and Frameworks," Update to G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors (February).
- Igan, Deniz, and Heedon Kang, 2011, "Do Loan-to-Value and Debt-to-Income Limits Work? Evidence from Korea," IMF Working paper No. 11/297 (Washington: International Monetary Fund).
- Lim, Cheng Hoon, Francesco Columba, Alejo Costa, P. Kongsamut, A. Otani, M. Saiyid, T. Wezel, and X. Wu, 2011, "Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences," IMF Working Paper No. 11/238 (Washington, DC: International Monetary Fund).
- Nier, Erlend W., Jacek Osiński, Luis I. Jácome, and Pamela Madrid, 2011, "Institutional Models for Macroprudential Policy," IMF SDN/11/18.
- Osiński, Jacek, Katharine Seal, and Lex Hoogduin, 2012, "Macroprudential and Microprudential Policies: Towards Cohabitation," IMF SDN, готовится к публикации.
- Wong, Eric, Tom Fong, Ka-fai Li, and Henry Choi, 2011, "Loan-to-Value Ratio as a Macroprudential Tools—Hong Kong's Experience and Cross-Country Evidence," Hong Kong Monetary Authority Working Paper, 01/2011.

ПРИМЕНЕНИЕ ПОДДЕРЖКИ ЛИКВИДНОСТИ В ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЕ И СВЯЗАННЫЕ С НЕЙ РИСКИ В УСЛОВИЯХ СИСТЕМНОГО КРИЗИСА — ЦЕЛЕСООБРАЗЕН ЛИ ЭТОТ МЕХАНИЗМ ДЛЯ РОССИИ?¹

Следует ли Центральному банку Российской Федерации (ЦБ РФ) создать основы политики для облегчения условий валютного рынка в ситуации, когда он сталкивается с системным дефицитом ликвидности в иностранной валюте? Глобальный финансовый кризис вызвал системный дефицит ликвидности в иностранной валюте во всем мире, и центральные банки принимали различные меры для уменьшения этого дефицита. Насколько велика необходимость введения таких механизмов, при том что ЦБ РФ уже предоставлял поддержку ликвидности в национальной валюте, и значительные средства в иностранной валюте были размещены на спотовом валютном рынке в рамках режима курсовой привязки? Прямое кредитование в иностранной валюте может быть более эффективным способом облегчить дефицит ликвидности в иностранной валюте, позволяющим избежать кризиса платежного баланса. Крупномасштабная валютная интервенция ЦБ РФ и значительная поддержка ликвидности в национальной валюте, как представляется, нарушили условия арбитража на валютных рынках во время кризиса 2008 года, что привело к дополнительному оттоку капитала и едва не вызвало кризис платежного баланса. Предоставление прямых кредитов в иностранной валюте по рыночной стоимости тем, кто осмотрительно регулирует риски ликвидности в иностранной валюте, но испытывал дефициты в связи с системным характером кризиса, может помочь достижению правильного баланса.

А. Введение

1. Поддержание стабильного финансирования в иностранной валюте является одним из ключевых элементов обеспечения финансовой стабильности системы. Для банков, проводящих международные операции на мировых рынках, валютное финансирование является неотъемлемой частью их зарубежных операций. В странах с формирующимся рынком (СФР) финансирование в иностранной валюте часто отражает притоки капитала (в банки, нефинансовые корпорации и государственные организации), и радикальное изменение направления таких притоков является одним из основных источников системного риска не только для финансового сектора, но и для экономики в целом. Кроме того, риски для финансирования в иностранной валюте в странах с формирующимся рынком часто связаны с более общими шоками платежного баланса (ПБ), включая значительное

¹ Подготовлено Хироко Оура (ДДК).

снижение обменного курса и падение экспортных цен на основные биржевые товары. Глобальный финансовый кризис показал, что шоки финансирования в иностранной валюте создают особые проблемы для банков, отличающиеся от проблем ликвидности в национальной валюте.

2. В ответ на системный дефицит ликвидности в иностранной валюте во время глобального финансового кризиса многие центральные банки и правительства предоставляли ликвидность в иностранной валюте. В странах с развитой экономикой (СРЭ) центральные банки ввели временные экстренные механизмы поддержки ликвидности в иностранной валюте для банков. Предложение ликвидности в долларах часто поддерживалось своповыми соглашениями, имевшими четкие временные рамки, с Советом управляющих Федеральной резервной системы США (СФРС). В странах с формирующимся рынком принимался более широкий спектр мер, включая меры, весьма схожие с интервенциями на валютном рынке, изменения ограничений по счету операций с капиталом и целевую поддержку нефинансовых корпораций. Многие страны использовали свои международные резервы, а некоторые заключили двусторонние своповые соглашения с центральными банками – эмитентами конвертируемых валют и/или обращались за доступом к программам МВФ.

3. Каковы преимущества и издержки введения механизма для обеспечения ликвидности в иностранной валюте? Возникают вопросы о необходимости введения такого механизма, при том что ЦБ РФ уже предоставлял поддержку ликвидности в национальной валюте, и значительные средства в иностранной валюте были размещены на спотовом валютном рынке в рамках режима курсовой привязки. Во время кризиса 2008 года банки и корпорации могли получать иностранную валюту, вначале приобретая ликвидность в национальной валюте, а затем конвертируя ее в иностранную валюту на спотовом рынке.

4. В настоящей главе рассматриваются основания для введения такого механизма обеспечения ликвидности в иностранной валюте. С одной стороны, ЦБ РФ переходит от режима привязки обменного курса к системе таргетирования инфляции (целевых показателей инфляции). Это ограничит возможности проведения крупномасштабных валютных интервенций в будущем. Кроме того, действовавший набор мер политики по существу обеспечивал отрицательную ставку по финансированию в долларах, благодаря чему оказывалось выгодно заимствовать средства в рублях, конвертировать их в доллары с форвардным покрытием, а затем инвестировать в долларовые активы. Представляется, что во время глобального финансового кризиса это усилило и без того значительное давление на платежный баланс, связанное оттоком капитала, и создало риск кризиса платежного баланса/валютного кризиса. В итоге Банк России понизил курс рубля и ужесточил денежно-кредитную политику, чтобы избежать полномасштабного кризиса и восстановить доверие. В противоположность этому, прямое кредитование в иностранной валюте предоставило бы ЦБ РФ больше возможностей для гибкого установления процентной ставки в долларах на адекватном уровне, ограничив потенциальные злоупотребления. Предоставление ликвидности в иностранной валюте из международных резервов также согласуется с необходимостью

ужесточения внутренних денежно-кредитных условий, что нередко становится актуальным для стран с формирующимся рынком в условиях давления, связанного с кризисом платежного баланса.

5. Если ЦБ РФ введет механизм обеспечения ликвидности в иностранной валюте, следует позаботиться о том, чтобы установить такие рамки, которые позволят минимизировать злоупотребления. В первую очередь необходимы надлежащее управление риском и мониторинг, с тем чтобы предотвратить чрезмерное повышение рисков ликвидности в иностранной валюте. Может потребоваться дополнительная отчетность для выявления организаций, которые действительно нуждаются в поддержке ликвидности. Следует подчеркнуть, что это является исключительной мерой, направленной на преодоление системного стресса, а не механизмом, используемым для обычных операций, не говоря уже об их расширении.

В. Вводные сведения: инструменты финансирования в иностранной валюте

6. Банки могут использовать ряд вариантов финансирования в иностранной валюте.

- *Финансирование в зарубежных странах.* Если у банка имеются филиалы и дочерние отделения за рубежом, они могут привлекать депозиты физических лиц в принимающих странах. Другим возможным вариантом является оптовое финансирование в принимающей стране, включая выпуск коммерческих ценных бумаг, депозитных сертификатов и долгосрочных облигаций (приобретаемых местными взаимными фондами и другими институциональными инвесторами). Если банк имеет активы, приемлемые для использования в качестве залогового обеспечения (такие как государственные облигации и другие ценные бумаги страны местонахождения), он может использовать соглашения о продаже с последующим выкупом (РЕПО) или другие варианты обеспеченного финансирования, которые являются относительно более стабильными и дешевыми по сравнению с необеспеченным финансированием, особенно во времена кризиса. Некоторые банки могут иметь статус контрагента по денежно-кредитным операциям центрального банка принимающей страны, что позволяет им использовать механизмы поддержки ликвидности данной страны.
- *Трансграничное и межвалютное финансирование.* Банк может выпускать международные облигации в иностранной валюте. Если банк имеет иностранную материнскую компанию, этот материнский банк может предоставить ликвидность в иностранной валюте дочернему банку/филиалу. Другим направлением является межвалютное финансирование, при котором банки сначала получают финансовые средства в национальной валюте, а затем конвертируют их в иностранную валюту, обменивая их на спотовом валютном рынке с хеджированием валютного риска при помощи валютного форварда (с более коротким

сроком) или свопа на валютной основе (с более длительным сроком)². Межвалютное финансирование предоставляет банкам доступ к финансированию в иностранной валюте, даже если они не имеют доступа к прямым инструментам финансирования в иностранной валюте или процентные ставки по ним являются слишком высокими.

- *Финансирование в иностранной валюте на внутреннем рынке.* В частности, в некоторых странах с долларизацией экономики банки могут принимать депозиты в иностранной валюте в своей собственной стране.

С. Дефицит и поддержка ликвидности в иностранной валюте со времени глобального финансового кризиса

7. Глобальный финансовый кризис вызвал системный дефицит ликвидности в иностранной валюте на рынках финансирования и валютных рынках во всем мире.

- В странах с развитой экономикой потрясения на денежных рынках дестабилизировали оптовое банковское финансирование (как в национальных, так и в иностранных валютах), которое широко использовалось для расширения банковских инвестиций в ценные бумаги и производные инструменты (Adrian и Shin, 2010, и «Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности» МВФ, 2010 год). Банки часто опирались на местное оптовое финансирование, поскольку они не имели депозитной базы в иностранной валюте. В частности, некоторые европейские банки накопили большие открытые позиции по ипотечным ценным бумагам США, финансируемым за счет оптового финансирования, получаемого от взаимных фондов денежного рынка США (Baba, McCauley, and Ramswamy, 2009). Такие банки столкнулись с серьезным кризисом ликвидности, когда взаимные фонды денежного рынка сократили финансирование, отчасти из-за того, что они сами испытывали давление, связанное с изъятием средств, а также из-за повышения риска невыполнения обязательств контрагентами³ — европейскими банками.
- Системный дефицит ликвидности нарушил нормальное функционирование рынков валютных свопов и рынков свопов на межвалютной основе, что сделало межвалютное финансирование чрезвычайно дорогим или уменьшило его доступность (более подробно см. вставку 1). Сокращение рыночной ликвидности ограничило арбитражные торговые

² Валютные свопы, как правило, являются краткосрочными (3-6 месяцев) и состоят из двух операций: обмена основной суммой по спотовому курсу в начале действия контракта и обмена по форвардному курсу при наступлении срока окончания свопа. Свопы на валютной основе, как правило, являются более долгосрочными (1 год – 5 лет) и состоят из трех видов операций: обмена основными суммами по спотовому курсу в начале контракта, обмена процентными платежами в течение срока действия контракта и обмена основными суммами по окончании свопа с использованием того же спотового курса, что и в начале действия договора. Более подробно см. http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0803z.htm.

³ То есть риска убытков в случае дефолта одного из контрагентов (обычно финансовых организаций) по межбанковским депозитам и ссудам, депозитным сертификатам, коммерческим ценным бумагам, производным инструментам и т.д.

операции на рынках производных инструментов в иностранной валюте, нарушив условие покрытого процентного паритета на длительное время после кризиса даже для евро, иены и доллара (рис. 1). Этот разрыв привел к повышению стоимости межвалютного долларового финансирования с использованием евро и иены сверх ставки ЛИБОР в долларах.

Рисунок 1. Глобальные потрясения на валютных форвардных рынках и стоимость межвалютного финансирования в долларах



- В странах с формирующимся рынком дефицит ликвидности в иностранной валюте был тесно связан с радикальным поворотом потоков платежного баланса; как следствие, его воздействие ощущалось широкими сегментами экономики, помимо финансового сектора. Приток капитала в страны с формирующимся рынком резко меняется при изменении степени неприятия риска глобальными инвесторами. Для стран – производителей биржевых товаров, таких как Россия, колебание цен на биржевые товары может повлиять на потоки как по счету текущих операций, так и по счету операций с капиталом. Все это приводит к резкому росту волатильности обменных курсов. Органы государственного управления могут иметь высокие уровни долга в иностранной валюте. Банки могут быть подвержены валютному риску и риску валютной ликвидности⁴, в том числе через кредиты нехеджированным заемщикам. Нефинансовые корпорации и домашние хозяйства также могут иметь активы и обязательства, существенно не совпадающие по валютной структуре (например, в странах с долларизацией экономики). Эти общеэкономические факторы уязвимости к валютным шокам и шокам ликвидности в иностранной валюте могут привести

⁴ Валютный риск отражает колебания обменного курса и несоответствие валютной структуры активов и обязательств. Риск ликвидности в иностранной валюте вызывается несоответствием сроков погашения между активами и обязательствами в иностранной валюте.

к проблемам платежеспособности (правительств, банков и корпораций) и требуют корректировки макроэкономической политики, в дополнение к мерам политики в финансовом секторе.

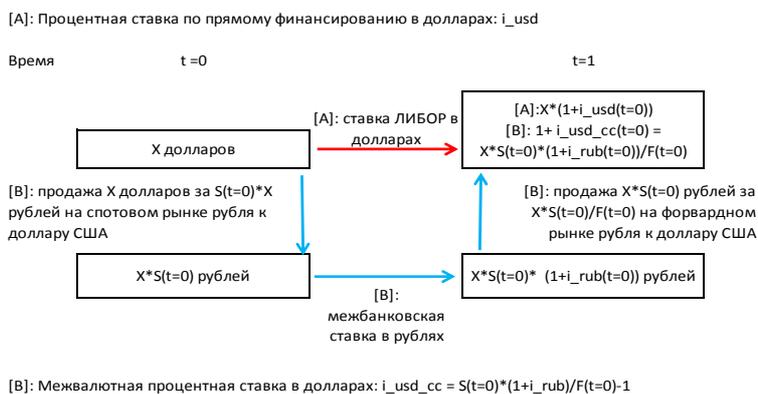
Вставка 1. Механизм базового межвалютного финансирования с использованием форвардных свопов в иностранной валюте и свопов на валютной основе и их динамика во время системного кризиса

У банков, нуждающихся в валютном (долларовом) финансировании, имеются две основные возможности: [A] прямое финансирование на межбанковском рынке средств в долларах (например, на Лондонском межбанковском рынке) и [B] межвалютное финансирование с использованием форвардных свопов в иностранной валюте или свопов на валютной основе (рис. 1.1). Процентная ставка по средствам в долларах в варианте [A] равна i_{usd} и устанавливается в момент заключения контракта ($t=0$). Процентная ставка по средствам в долларах в варианте [B] равна $i_{\text{usd_cc}}$ и определяется спотовым курсом рубля к доллару, форвардным курсом рубля к доллару со сроком в один месяц и процентной ставкой на межбанковском ссудном рынке в рублях. Все эти три исходных значения известны в момент заключения контракта ($t=0$), следовательно, $i_{\text{usd_cc}}$ точно устанавливается в момент $t=0$.

В обычные времена нормальные арбитражные операции должны сводить разность между этими двумя процентными ставками почти к нулю (за вычетом транзакционных издержек), особенно на хорошо развитых и ликвидных валютных рынках для стран с развитой экономикой — это свойство покрытого процентного паритета (ППП). Если прямая процентная ставка в долларах выше межвалютной ставки в долларах, арбитражер может (с уверенностью) получить прибыль, заимствуя средства в рублях, конвертируя их в доллары на спотовом рынке с покрытием их будущей стоимости в долларах путем продажи долларов на форвардном рынке, а затем инвестируя средства на долларовом рынке по ставке ЛИБОР.

Однако во время системного кризиса обостренное восприятие риска того, что контрагенты могут не выполнить свои обязательства, часто препятствует этим арбитражным операциям, нарушая ППП (рис. 1). Банки начинают все более настороженно относиться к своим контрагентам, опасаясь их неплатежеспособности в будущем (то есть, рисков непогашения кредитов контрагентами), и воздерживаются от участия в арбитражных операциях, несмотря на (свободные от валютного риска) возможности получения прибыли. Некоторые могут утратить доступ к отдельным или всем четырем основным рынкам, необходимым для принятия арбитражных позиций, или сталкиваться с гораздо более высокой ценой, чем цена, указываемая в отчетности. Таков механизм на уровне операций, ведущий к истощению рыночной ликвидности на рынке форвардных валютных рынков свопов и рынках свопов на валютной основе. Подобное нарушение ППП широко наблюдалось на большом числе валютных рынков (Baba and Packer, 2009a). Действительно, нарушение ППП (и некоторых других безарбитражных условий) может использоваться в качестве индикатора системного дефицита ликвидности (IMF, Global Financial Stability Report (МВФ, «Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности»), 2011a).

Рисунок 1.1. Механизм межвалютного финансирования



Примечания: $S(t=0)$ – обменный курс рубля к доллару (1 доллар за S рублей) по состоянию на $t=0$; $F(t=0)$ – форвардный обменный курс рубля к доллару со сроком в 1 месяц; $i_{\text{usd}}(t=0)$ – процентная ставка на Лондонском межбанковском рынке в долларах по состоянию на $t=0$; $i_{\text{rub}}(t=0)$ – процентная ставка на межбанковском рынке в рублях по состоянию на $t=0$; и $i_{\text{usd_cc}}(t=0)$ – межвалютная процентная ставка в долларах в операциях [B] с использованием спотовых и форвардных рынков обмена рублей на доллары и межбанковского рынка в рублях.

В случае евро и иены ППП оставался нарушенным со времени кризиса компании «Lehman Brothers» вплоть до 2013 года (рис. 1). Острый системный дефицит ликвидности, который последовал за крахом «Lehman», привел к резким скачкам ставки ЛИБОР в долларах, межвалютных ставок в евро/долларах и иенах/долларах и их разностей. В результате расширения основными центральными банками поддержки ликвидности в национальной валюте и, в ряде случаев, в долларах ставки быстро снизились (IMF, 2010). Однако, возможно, из-за сохраняющейся обеспокоенности относительно риска невыполнения обязательств контрагентами, ППП не восстановился полностью в течение нескольких лет, расширяясь еще больше при возникновении нового давления на мировых рынках (например, в конце 2011 года, когда усилилась озабоченность по поводу европейского долгового кризиса).

8. Ряд центральных банков применяют механизмы поддержки ликвидности в иностранной валюте, некоторые из них на временной основе в качестве ответной реакции на кризис. МВФ провел обзоры инструментов денежно-кредитной политики, применяемых центральными банками, в 2008 и 2010 году (Gray and Jadrijevic, 2010)⁵. По состоянию на 2010 год, 67 (32) процентов центральных банков проводили спотовые операции в иностранной валюте (валютные свопы) в рамках операций на открытом рынке. Центральные банки в странах Ближнего Востока принимали наиболее активное участие в спотовых валютных операциях (85 процентов). Некоторые центральные банки — в Бахрейне, Чешской Республике, а также Европейский центральный банк (ЕЦБ) — четко указали, что они использовали валютные свопы только на временной основе.

9. В странах с развитой экономикой центральные банки ввели временные механизмы поддержки ликвидности в иностранной валюте для банков, часто с использованием аналогичных механизмов в целях обеспечения ликвидности в национальной валюте, подкрепляемые своповыми соглашениями с СФРС. Эти механизмы имеют нижеследующие основные характеристики:

- *Временный характер.* В основных странах с развитой экономикой⁶ механизмы поддержки ликвидности в иностранной валюте были введены в конце 2007 года, и большинство из них прекратило действовать в феврале 2010 года. ЕЦБ, Соединенное Королевство, Швейцария, Канада и Япония возобновили использование этих механизмов в мае 2010 года, когда на рынке вновь возникло давление, но ожидается, что они прекратят действовать в 2014 году⁷.

⁵ Выборка 2011 года содержит 121 респондента (включая 3 валютных союза), представляющих 151 страну. 22, 60 и 18 процентов ответов поступили от стран с высокими, средними и низкими доходами, соответственно.

⁶ Включая зону евро, Швейцарию, Соединенное Королевство, Австралию, Новую Зеландию, Японию, Канаду, Данию, Швецию, Норвегию, Южную Корею и Сингапур.

⁷ Вместе с тем центральные банки могут согласиться продлить сроки действия программы, если сочтут необходимым, как это делалось в последние пять лет.

- *Чрезвычайный характер.* Механизмы предоставлялись для преодоления системных кризисов, а не в качестве постоянных механизмов, на которые банки могут рассчитывать в обычные времена⁸.
- *Контрагенты.* Механизмы предоставлялись финансовым организациям, которые удовлетворяли аналогичным критериям для предоставления поддержки ликвидности в национальной валюте.
- *Операции.* Некоторые центральные банки предлагали операции РЕПО (обратные РЕПО) (в том числе Банк Англии, ЕЦБ и Швейцарский национальный банк), а другие предлагали валютные свопы (Банк Японии). Некоторые центральные банки предлагали ограниченное количество валюты на основе конкурсных торгов (аукционов), тогда как другие предлагали механизмы без количественных верхних пределов, используя неконкурсные торги с фиксированной ставкой, при которых выполняются все заявки (полное распределение, таблица 1).
- *Залоговое обеспечение.* Механизмы были обеспечены залогом с использованием аналогичного приемлемого залогового обеспечения для механизмов поддержки ликвидности в национальной валюте в случае РЕПО (со «стрижкой») или с использованием денежных средств в национальной валюте в качестве залогового обеспечения в случае валютных свопов.
- *Поддержка.* Большинство центральных банков стран с развитой экономикой, которые предоставляли механизмы поддержки ликвидности в иностранной валюте, заключали своповые соглашения в долларах с СФРС.
- *Установление цен.* Стоимость такого финансирования устанавливалась на уровнях, которые были высокими в более спокойные времена, но конкурентными в периоды стресса (рис. 2). Ставка (ИСО+100 б.п. изначально, а затем +50 б.п. с конца 2011 года) большую часть времени была выше ставки ЛИБОР в долларах и межвалютной ставки в долларах, но повышение рыночной ставки, особенно межвалютной ставки в долларах в конце 2011 года сделало финансирование центрального банка более привлекательным.

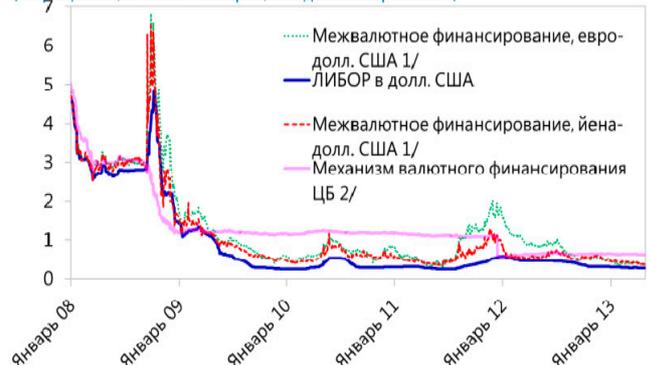
⁸ Стресс-тест ликвидности в иностранной валюте, проведенный в рамках ФСАП Японии (IMF, 2012), не включал доступ к применявшемуся Банком Японии механизму поддержки ликвидности в иностранной валюте на основе буферных запасов ликвидности в иностранной валюте, исходя из понимания того, что на этот механизм не следует рассчитывать в обычное время.

10. Со своей стороны, страны с формирующимся рынком использовали более широкий диапазон инструментов для облегчения условий финансирования в долларах.

Как показано в таблице 2, эти меры включали механизмы, весьма схожие с интервенциями на спотовом валютном рынке⁹; изменения ограничений по счету операций с капиталом; изменения резервных требований в иностранной валюте; операции на открытом рынке, включая валютные свопы и другие виды кредитования банков в иностранной валюте; отказ от применения принудительных регулятивных мер и внесение поправок в нормативы; и предоставление целевой поддержки нефинансовым корпорациям¹⁰. Многие страны использовали свои международные резервы; некоторые заключили двусторонние соглашения о свопе с СФРС или другими центральными банками; а некоторые обратились за доступом к программам, поддерживаемым ресурсами МВФ. Некоторые из этих мер были предназначены, прямо или косвенно, для предоставления ликвидности в иностранной валюте не только банкам, но и корпорациям, и в секторе нефинансовых корпораций часто были широко распространены валютные риски и риски ликвидности в иностранной валюте, что отражало открытый характер экономики.

11. Как и в странах с развитой экономикой, центральные банки стран с формирующимся рынком также либерализовали внутреннюю денежно-кредитную политику и предоставляли поддержку ликвидности, хотя эти меры начали приниматься на более позднем этапе глобального финансового кризиса. Глобальный финансовый

Рисунок 2. Стоимость механизма долларového финансирования ЦБ стран с развитой экономикой
Стоимость финансирования в долларах США
 (В процентах, 3-месячный срок, в годовом выражении)



Источники: Bloomberg и расчеты персонала МВФ.
 1/ Ставка межвалютного финансирования — синтетическая стоимость финансирования в долларах США, получаемая в результате заимствования в Йенах/евро по ставке ЛИБОР в Йенах/Еврибор и конвертирования в доллары США на спотовом рынке с форвардным покрытием в иностранной валюте.
 2/ В рамках механизма кредитования в долларах США, осуществляемом Банком Японии и ЕЦБ, до середины декабря 2011 года действовала ставка ИСО+100 б.п., а затем она была понижена до ИСО+50 б.п.

⁹ Некоторые страны попытались установить операционную основу, введя основанные на правилах аукционы для распределения иностранной валюты (Moreno, 2010), с тем чтобы такие меры не интерпретировались как политика, защищающая определенный уровень обменного курса. Например, в Колумбии участникам рынка была предоставлена возможность покупать иностранную валюту у центрального банка, когда волатильность обменного курса превышала определенное пороговое значение. В Мексике было принято правило, предусматривающее установление суточного объема валюты, которую можно было продать на аукционе, с минимальным нижним пределом цены.

¹⁰ См. работы Druck, Hofman, and Lu (2013) и Stone, Walker and Yasui (2009), в которых приведены аргументы «за» и «против» для каждого инструмента.

кризис начался в странах с развитой экономикой, и многие страны с формирующимся рынком испытали экономический спад только в конце 2008 года. В первой части этого года экономический рост в странах с формирующимся рынком в целом был высоким и сопровождался стойким инфляционным давлением, что оправдывало проведение жесткой денежно-кредитной политики. Эти страны стали прибегать к адаптивной денежно-кредитной политике только после усиления глобального финансового стресса, последовавшего за крахом компании «Lehman Brothers». В связи с радикальным поворотом потоков капитала и ухудшением экономических перспектив центральные банки приняли меры для уменьшения общего дефицита ликвидности и его последствий для балансов.

12. Однако не каждая страна с формирующимся рынком была в состоянии принять решительные меры по облегчению условий ликвидности в национальной валюте. Для тех стран, у которых имелись собственные факторы уязвимости, внешний шок превратился в полномасштабный кризис платежного баланса, и им потребовалось повысить внутреннюю директивную ставку, чтобы восстановить доверие и ограничить оттоки капитала. В целом страны с формирующимся рынком могли сталкиваться с необходимостью более серьезных компромиссов между предоставлением поддержки для корректировки дисбалансов частного сектора и поддержанием общего доверия к экономике. В отличие от стран с развитой экономикой, которые эмитируют международные резервные валюты, более либеральные денежно-кредитные условия и нетрадиционная денежно-кредитная политика в странах с формирующимся рынком во время финансового стресса могут вызвать отток капитала и давление продаж на их собственную валюту, повышая вероятность валютного кризиса (Jacomе, Sedik, and Townsend, 2011). Однако даже в таких случаях центральный банк все же может быть в состоянии предоставлять ограниченные механизмы поддержки валютной ликвидности, в той мере, в которой позволяют его международные резервы, так как это согласуется с ужесточением денежно-кредитной политики (то есть сокращением чистых иностранных активов и резервных денег). Действительно, в Венгрии предлагались валютные свопы для смягчения потребности в ликвидности в иностранной валюте (таблица 2, и IMF, 2009).

Д. «Поддержка ликвидности в иностранной валюте» в России во время кризиса: преимущества и последствия

13. Возвращаясь к России, ЦБ РФ предоставлял ликвидность в иностранной валюте на спотовом рынке в 2008-2009 годы, но это делалось в рамках режима курсовой привязки, а не путем прямого предоставления кредитов в иностранной валюте (рис. 3)¹¹. Финансовая система России испытывала серьезный общий дефицит ликвидности в связи со

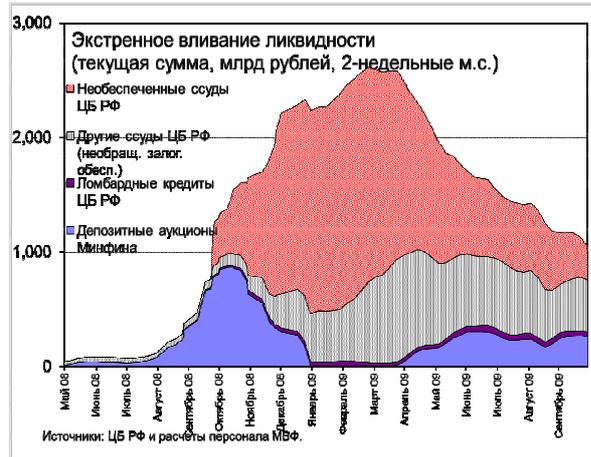
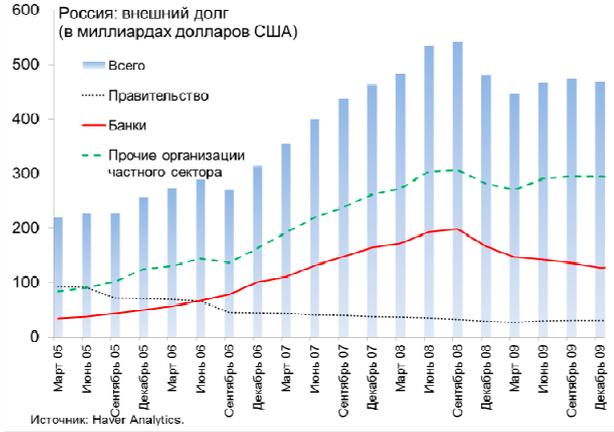
¹¹ Вместе с тем правительство отдельно предоставило 50 млрд долларов США (10 процентов резервов в то время) для поддержки банков и, в конечном счете, корпораций. Эти средства были помещены во Внешэкономбанк (ВЭБ) и могли предоставляться в кредит банкам и корпорациям для погашения обязательств перед иностранными кредиторами (принятыми до даты объявления) на условиях, отражающих рыночную конъюнктуру (Ishi, Stone, Yehoue, 2009, таблица 2).

снижением цен на нефть и резким изменением динамики внешнего заимствования банков и корпораций. ЦБ РФ предоставил значительный объем ликвидности в национальной валюте банкам и корпорациям (через банки), в том числе посредством необеспеченных кредитов банкам¹². ЦБ РФ не предлагал ссуды в иностранной валюте как таковые. Тем не менее, он разместил существенное количество иностранной валюты из международных резервов на спотовом валютном рынке для поддержания курса рубля в рамках целевого диапазона¹³. Банки и корпорации получали иностранную валюту, вначале приобретая ликвидность в национальной валюте, а затем конвертируя ее в иностранную валюту на спотовом рынке.

¹² Были приняты разнообразные меры, включая временное снижение норм обязательных резервов ликвидности, расширение доступа к механизмам рефинансирования ЦБ РФ (в том числе расширение перечня приемлемого залогового обеспечения с включением в него корпоративных облигаций), продажа с аукциона государственных облигаций, предоставление необеспеченных кредитов ЦБ РФ банкам с минимальным кредитным рейтингом и гарантии ЦБ РФ по межбанковским ссудам. Более подробно см. IMF (2011).

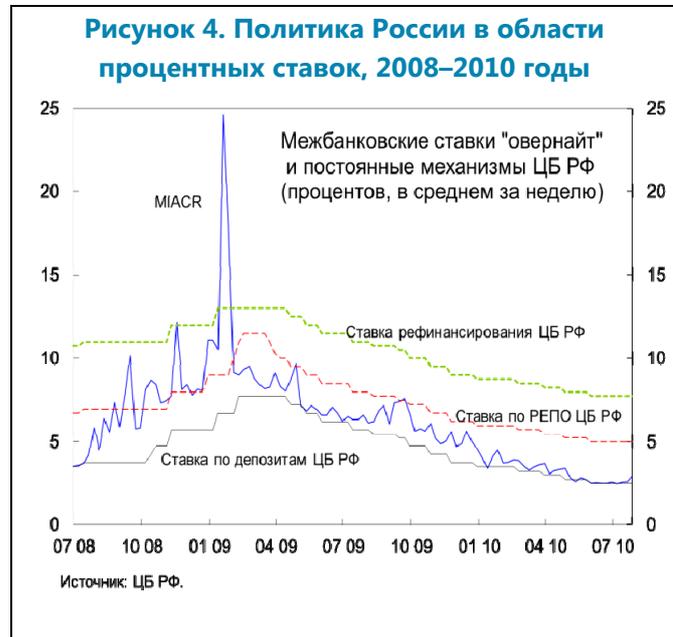
¹³ Авторы работы Druck, Hofman, and Lu (2013) считают эту меру одной из форм поддержки ликвидности в иностранной валюте, тогда как авторы Ishi, Stone, and Yehoue (2009) исключают ее из своей базы данных по предоставлению поддержки ликвидности в иностранной валюте.

Рисунок 3. Внешнеэкономические и денежно-кредитные условия в России во время кризиса 2008–2009 годов



14. Тем не менее, Россия подвергалась риску кризиса платежного баланса/валютного кризиса¹⁴. Адаптивная денежно-кредитная политика, обеспечившая большой объем

ликвидности в национальной валюте по низкой процентной ставке сразу же после шока, вызванного крахом компании «Lehman Brothers», привела к дальнейшему оттоку капитала. На макроэкономическом уровне внезапное изменение ожиданий в отношении обменного курса в связи с падением цен на нефть заставило банки и корпорации стремиться к хеджированию своих открытых позиций в иностранной валюте, что усиливало давление на рубль. Валютные интервенции ЦБ РФ сократили международные резервы с пикового уровня в 598 млрд долларов США в августе 2008 года до низшей точки — 375 млрд долларов США в марте 2009 года (рис. 3). Перед лицом растущих потерь резервов курс рубля был резко понижен, и была ужесточена денежно-кредитная политика с повышением процентной ставки и прекращением предоставления банкам поддержки ликвидности в национальной валюте (рис. 4).



15. Представляется, что одна из основных проблем, связанных с набором мер политики в 2008–2009 годы, заключалась в установлении цен. Оптимальная практика поддержки ликвидности во время системного кризиса (вставка 2) показывает, что чрезвычайно важно предоставлять ликвидность по ставкам, которые не приносят банкам значительной прибыли от арбитражных операций. Проблема установления цен, связанная с механизмом ЦБ РФ, четко проявляется при сравнении его стоимости с соответствующими значениями в странах с развитой экономикой.

- *В странах с развитой экономикой.* Плата за валютные механизмы, которые предоставлялись основными центральными банками стран с развитой экономикой, в целом соответствовали рыночным условиям: процентные ставки в долларах, взимаемые ЕЦБ и Банком Японии (ИСО+100 б.п. изначально, а затем + 50 б.п., начиная с конца 2011 года), были выше, чем ставка ЛИБОР в долларах и ставка по межвалютному финансированию большую часть времени, но ниже в период стресса (например, в конце 2011 года, рис. 2, вставка 1).

¹⁴ Более подробно см. документ МВФ (доклад по России), в котором обсуждается состояние платежного баланса и денежно-кредитная и курсовая политика в России во время кризиса.

- *Возможности арбитража в России.* Напротив, структура процентных ставок для банков России в конце 2008 года была такова, что банки могли получать значительную, свободную от риска арбитражную прибыль, заимствуя средства в рублях и инвестируя их в доллары. Подразумеваемая ставка финансирования в долларах с использованием форварда «доллар-рубли» упала до отрицательных значений после событий с компанией «Lehman Brothers» (рис. 5)¹⁵. Банки, которые сохраняли доступ к средствам по этим ставкам¹⁶, могли получать свободную от риска валютную прибыль, заимствуя средства в рублях (по межбанковской ставке МосПрайм или ставкам по РЕПО ЦБ РФ) и предоставляя кредиты на долларовых рынках (Лондонском межбанковском рынке или других рынках). После того как СФРС снизил свою директивную ставку, процентный доход по долларам стал близок к нулю, а ставка МосПрайм (сроком на 1 месяц), для сравнения, была высокой — свыше 20 процентов. Тем не менее, основным источником прибыли было снижение стоимости рубля, подразумеваемое на форвардном рынке «доллар-рубли», которое достигло 30-50 процентов в годовом выражении в конце 2008 года.

16. Представляется, что проблема установления цен еще больше усилила и без того серьезное давление, связанное с оттоком капитала. В четвертом квартале 2008 года поток капитала превратился в значительный чистый отток. Приобретение иностранных активов (в рамках арбитражных операций) в особенности способствовало этому радикальному повороту, в большей степени, чем уменьшение обязательств (рис. 5). Действительно, в работе Ishi, Stone, and Yehoue (2009) содержатся ссылки на информационные сообщения, в которых говорится, что некоторые российские банки использовали дешевую ликвидность в рублях для инвестирования за границей и получения прибыли от снижения курса.

17. В качестве альтернативы, прямое предоставление кредитов/свопов в иностранной валюте, в принципе, может ослабить некоторые из вышеуказанных проблем. Центральный банк может установить правильную стоимость заимствования в иностранной валюте, которая не создает возможностей для арбитража, вместо того чтобы косвенно полагаться на (не обеспечивающие паритет) рыночные форвардные ставки в иностранной валюте. Продажа на аукционе фиксированной суммы иностранной валюты по конкурентным ценам способствовала бы предоставлению дефицитной ликвидности в иностранной валюте тем, кто нуждается в ней больше всего. Если валютный кредит предоставляется из международных резервов (вместо того, чтобы предоставлять ликвидность в национальной валюте, а затем предлагать банкам конвертировать ее в иностранную валюту), чистые иностранные активы сокращаются, и внутренние денежно-кредитные условия становятся более жесткими. Но такое ужесточение может быть желательным, когда

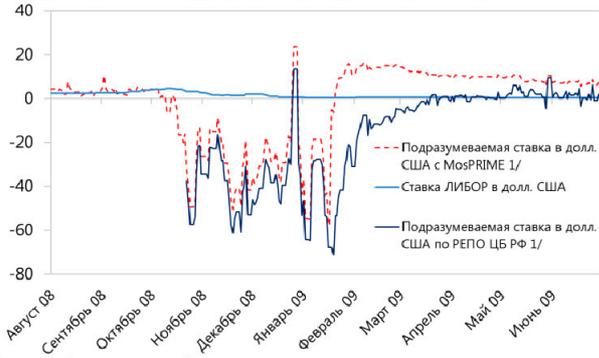
¹⁵ Траектория на этом рисунке для простоты рассчитана с использованием средних цен. Межвалютная процентная ставка в долларах остается отрицательной также при прямом включении спредов между курсами покупки и продажи (см., к примеру, функцию FXFA агентства «Bloomberg»).

¹⁶ Возможно, что не все банки имели доступ к этим рынкам по котировочным ставкам.

центральному банку необходимо повысить внутренние процентные ставки, чтобы восстановить доверие и ограничить возможность валютного кризиса.

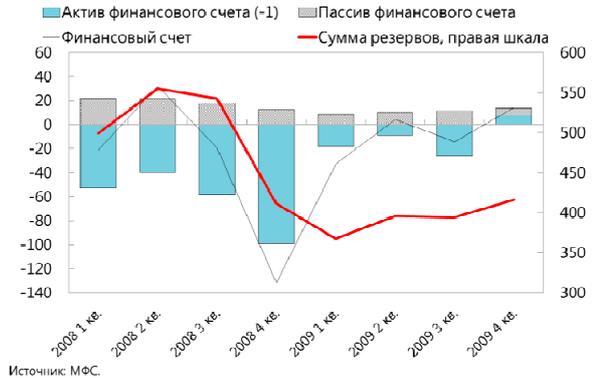
Рисунок 5. Возможности для межвалютного арбитража в России и потоки капитала, 2008–2009 годы

Межвалютный процентный арбитраж: доллар США и рубль, 1 месяц (в процентах, в годовом выражении)



Источники: Bloomberg и расчеты персонала МВФ.
1/ Ставка межвалютного финансирования — подразумеваемая ставка по займам в долларах, получаемая в результате заимствования в рублях, конвертирования средств в доллары на спотовом рынке и обратного обмена на рубли с форвардным валютным покрытием.

Россия: платежный баланс и резервы (в миллиардах долларов США)



Источники: МФС.

18. Наконец, возможность предоставлять ликвидность в иностранной валюте может стать более существенной, когда Россия полностью перейдет к системе таргетирования инфляции. ЦБ РФ планирует перейти к системе таргетирования инфляции в 2014 году, и при этой системе интервенции на валютном рынке станет труднее обосновать. Использование аукциона и интервенций на основе правил для поддержания обменного курса по сути может представлять собой отход от валютной интервенции. Однако в действительности трудно провести четкую грань между предоставлением иностранной валюты и интервенцией, как показывает пример Мексики. Кроме того, в работе Ishi, Stone and Yehoue (2009) показано, что страны, применяющие систему таргетирования инфляции, с большей вероятностью вводили механизмы поддержки ликвидности в иностранной валюте во время последнего кризиса.

Вставка 2. Оптимальная практика поддержки ликвидности центральными банками в условиях системного кризиса 1/

В настоящей вставке перечислены некоторые основные проблемы, связанные с разработкой и оценкой механизма предоставления ликвидности в иностранной валюте во время системного финансового кризиса. Большинство положений применимо также к системе предоставления ликвидности в национальной валюте.

- *Надлежащее управление риском ликвидности банками.* В дополнение к инструментам антикризисного управления должна существовать прочная основа предотвращения/мониторинга кризисов. Банки должны иметь надежную основу регулирования риска ликвидности, а органы надзора должны вести мониторинг рисков, создаваемых банками, и, в соответствующих случаях, корпоративным сектором. Полезным инструментом может служить стресс-тест ликвидности в иностранной валюте. В странах с формирующимся рынком, имеющих открытые позиции в иностранной валюте, валютные риски обычно тщательно контролируются и регулируются. Тем не менее, недостаточно вести мониторинг риска ликвидности в иностранной валюте, так как он не позволяет отслеживать несоответствие сроков погашения активов и обязательств в иностранной валюте. В обзоре МВФ, посвященном стресс-тестам (Schumacher and Oura, 2012 и Oura, 2012), указано, что в половине стран выборки власти проводят тесты ликвидности в иностранной валюте.
- *Налаживание координации между организациями и внутри организаций.* На национальном уровне необходимы меморандумы о договоренности (МОД) между центральным банком, министерством финансов, органом (органами) надзора и учреждением по страхованию депозитов, устанавливающие принципы распределения ответственности за утверждение поддержки ликвидности, обмен информацией, разделение других обязанностей и получение государственных гарантий по ресурсам, предоставляемым в целях поддержки. Для решения трансграничных вопросов желательно иметь меморандумы о договоренности между органами надзора/центральными банками принимающей страны и страны происхождения. В частности, одним из важных условий поддержки ликвидности в иностранной валюте является подготовка к получению поддержки ликвидности от других центральных банков или из частных источников.
- *Выбор инструментов.* Обычно используются три основных инструмента: (1) РЕПО с обеспечением в форме ценных бумаг, входящих в перечень приемлемого залогового обеспечения; (2) обеспеченный залогом кредит с обеспечением в форме активов, входящих в перечень приемлемого залогового обеспечения (в том числе активов, не связанных с ценными бумагами, которые не могут быть использованы для сделок РЕПО), или валютных свопов; и (3) кредит под залог любого обеспечения, имеющегося у банка. Важно также, что банки могли достаточно гибко использовать свои резервы в центральном банке и ликвидные активы для краткосрочного управления ликвидностью. Центральному банку следует рассмотреть возможность снижения резервных требований и требований в отношении ликвидных активов, если они существуют.
- *Условия и объемы.* Условия и объемы должны определяться достаточностью резервов (или других ресурсов в иностранной валюте). Крупные и более долгосрочные кредитные операции в иностранной валюте рискованно проводить при относительно низких уровнях резервов. В этом случае уместны более короткие сроки (от одного дня до одной недели) и

ограниченные суммы. Спотовые интервенции приводят к необратимому сокращению международных резервов, тогда как операции РЕПО и валютные свопы уменьшают используемую часть резервов до окончания срока их действия. Когда центральный банк неоднократно пролонгирует кредиты в иностранной валюте с очень короткими сроками, очень важно продемонстрировать, что эти меры являются дискреционными и экстренными, и у заемщика не должно сложиться ложное чувство безопасности.

- *Залоговое обеспечение.* При использовании механизмов поддержки ликвидности, как в национальной, так и в иностранной валюте, получение залогового обеспечения имеет важнейшее значение для снижения рисков для баланса центрального банка. В случае валютных свопов залоговое обеспечение представляет собой попросту денежные средства в национальной валюте. В случае РЕПО и обеспеченных залогом кредитов крайне важно сохранять твердые критерии приемлемости залогового обеспечения. Многие центральные банки стран с развитой экономикой используют те же критерии приемлемости залогового обеспечения, что и для внутренних операций на открытом рынке (ООР), возможно, с дополнительной «стрижкой» по активам в национальной валюте, отражающей валютный риск (например, ЕЦБ взимает дополнительные 15 процентов).
- *Установление цен.* Цены должны соответствовать рыночным условиям с точки зрения оффшорной стоимости финансирования в иностранной валюте и не должны приводить к субсидированию банков. Это очень важно для предотвращения проведения банками, имеющими легкий доступ к рынку финансирования в иностранной валюте, арбитражных операций с использованием механизмов центрального банка. Стоимость финансирования в иностранной валюте, рассчитываемая на основе валютной форвардной и внутренней процентной ставки (то есть синтетической ставки финансирования в иностранной валюте, рассчитываемой при условии получения финансирования в национальной валюте и использования валютного форварда (или свопа), где синтетическая ставка в иностранной валюте = внутренняя процентная ставка — снижение курса национальной валюты, подразумеваемое спотовой и форвардной ставкой), должна определять адекватные сборы. Дискриминационные или «рыночные» цены также могли бы предотвратить злоупотребления этим механизмом и необоснованное сокращение валютных резервов.
- *Контрагенты.* При необходимости в условиях кризиса следует расширить круг контрагентов за рамки стандартных контрагентов по ООР. В частности, на крупных рынках центральные банки не работают напрямую со всеми коммерческими банками (и других системно значимыми финансовыми фирмами). Когда кризис ограничивает распределительную функцию межбанковского рынка, центральному банку может потребоваться использовать иные операционные инструменты и позволить более широкому кругу финансовых организаций иметь прямой доступ к ООР центральных банков. В отношении филиалов иностранных банков в общем случае должен действовать тот же порядок, что и в отношении отечественных банков. Однако имеются примеры, когда центральный банк отсылал иностранные банки в их штаб-квартиру за получением поддержки ликвидности (в иностранной валюте), с тем чтобы нормировать использование валютных резервов.
- *Прозрачность.* Центральные банки должны публиковать свои позиции по международным резервам, включая РЕПО, свопы и другие операции, которые влияют на применимый объем резервов. Во время кризиса в Азии отсутствие прозрачности (интервенции проводились с использованием свопов и форвардов без надлежащего отражения соответствующих позиций в статистике международных резервов) в конечном итоге привело к потере доверия, что вызвало валютный кризис.

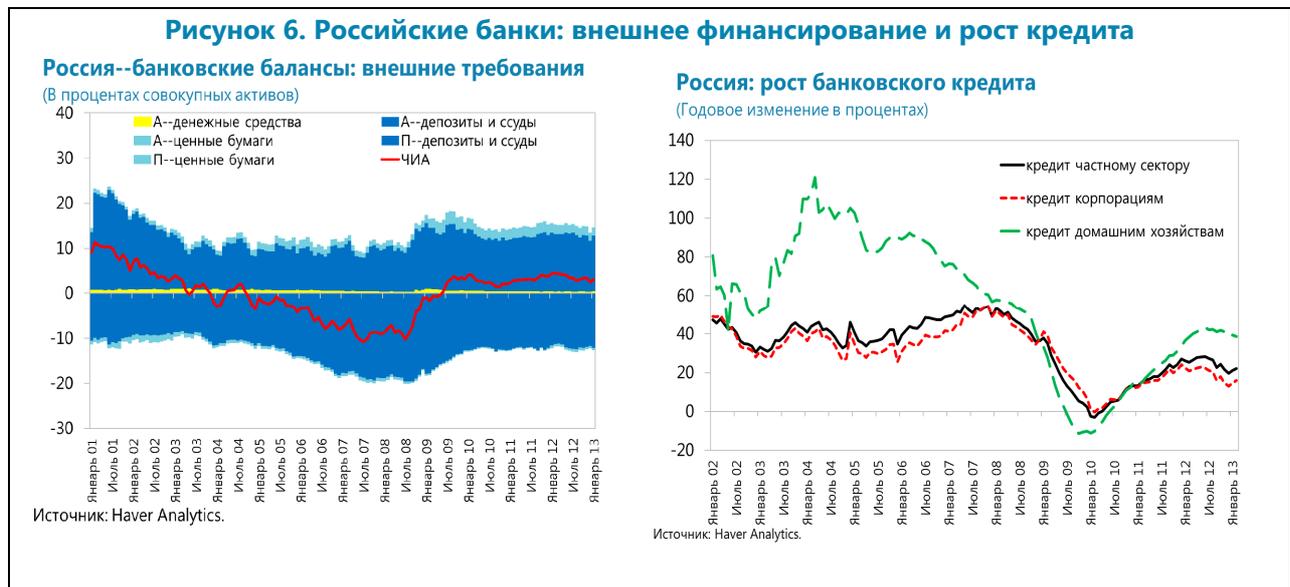
1/ Основано на справочных документах МВФ "Emergency Liquidity Support by Central Banks in Systemic Crisis" («Экстренная поддержка ликвидности центральными банками в условиях системного кризиса») by Zsofia Arvai, Luis Jacome, and Alexandre Chailloux и "Central Bank FX Reverse Transactions" («Обратные операции центральных банков в иностранной валюте») by Alexandre Chailloux, Simon Gray, and Mark Stone. Эти справочные документы имеются на сайте МВФ «Fundwide Collaboration Workspace for Crisis Group» по адресу: <http://www-intranet.imf.org/fundwide/collaboration/CG/default.aspx>.

Е. Основные соображения, связанные с созданием эффективного механизма защиты ликвидности в иностранной валюте в России

19. Эффективный механизм поддержки ликвидности в иностранной валюте должен строиться на принципах, аналогичных тем, которые действуют в отношении поддержки ликвидности в целом (вставка 2). Без надлежащих мер защиты механизмы центрального банка могут вызвать моральный риск и, в конечном счете, потери для центрального банка. Кроме того, адекватность и эффективность системы обеспечения ликвидности следует оценивать в контексте общей системы предотвращения и урегулирования кризисов, которая включает основу для раннего вмешательства надзорных органов в деятельность проблемных банков (предотвращение кризисов), микро-и макро-пруденциальный надзор и соответствующие инструменты, а также инструменты управления кризисом (официальная поддержка ликвидности и капитала, упорядоченное и эффективное окончательное урегулирование (санация) и программы гарантирования депозитов). При решении вопросов, касающихся дальнейших усовершенствований в этой широкой области, следует руководствоваться рекомендациями, содержащимися в ФСАП 2011 года¹⁷. Вместе с тем существует ряд конкретных областей, которые следует укрепить при рассмотрении механизмов поддержки ликвидности в иностранной валюте в России.

20. Прежде всего важно вести мониторинг факторов уязвимости и ограничивать их рост. Финансовый кризис в России в 2008–2009 годах было отчасти вызван глобальными тенденциями, но его коренные причины носили внутренний характер. За четыре года, предшествовавших кризису, кредит отечественных банков корпоративному сектору и домашним хозяйствам возрос до экономически неприемлемого уровня в примерно 400 процентов. В условиях роста цен на недвижимость и биржевые товары и ввиду того, что внимание властей в прошлом было сосредоточено в основном на стабильности валютного курса, кредиты российских банков все больше финансировались за счет внешнего заимствования (рис. 3, 6). Как следствие, банки и корпорации были уязвимы к резким изменениям курсовых ожиданий.

¹⁷ См. «Russian Federation: Technical Note on Crisis Management and Crisis Preparedness Framework» («Российская Федерация: техническая справка об урегулировании кризисов и системе обеспечения готовности к кризисам») (IMF Country Report No.11/335).



21. В частности, необходимо вести тщательный мониторинг условий и использования внешних долговых обязательств банков и корпораций.

Небанковские частные корпорации больше полагаются на внешние долговые обязательства, чем банки, и в последнее время заимствование вновь стало расти быстрыми темпами (рис. 7). Возобновился также рост внешних долговых обязательств банков, но, начиная с 2009 года, их чистые иностранные активы достигли положительных значений, что является явным улучшением по сравнению с периодом времени непосредственно перед началом глобального финансового кризиса. При оценке рисков, связанных с несоответствием



сроков погашения обязательств/ликвидности в иностранной валюте, необходимо учитывать не только контрактные сроки погашения. Внешние займы часто включают условия, которые дают кредиторам возможность требовать погашения обязательств до наступления срока платежа

при выполнении определенных рыночных условий¹⁸. Многие внешние займы, полученные Россией до начала глобального финансового кризиса, действительно содержали такие условия, что привело к внезапному сокращению остаточных сроков до погашения и увеличению потребности в ликвидности именно тогда, когда рыночные условия ухудшились.

22. Для более полной оценки трансграничных рисков, которые часто являются одной из причин риска ликвидности в иностранной валюте, особое значение имеют сотрудничество между принимающей страной и страной происхождения и регулярный сбор данных.

- Как отмечено в ФСАП 2011 года, ЦБ РФ ведет мониторинг довольно ограниченного набора трансграничных операций банков. Данные о трансграничных открытых позициях по странам ограничены межбанковскими требованиями. Хотя данные платежного баланса предоставляют некоторую информацию о трансграничных финансовых потоках по банкам, они не охватывают финансовые и инвестиционные операции российских банков, которые не пересекают границ России¹⁹. Если, например, российские банки приобретут позиции, аналогичные открытым позициям европейских банков в США (то есть будут получать финансирование от фондов денежного рынка в США для покупки американских ценных бумаг на рынках США), будет трудно оценить точные масштабы таких открытых позиций на основе существующих данных.
- В более широком плане, отчетность и мониторинг трансграничных рисков, ликвидности и валютной ликвидности являются слабыми в большинстве стран, в том числе в странах с развитой экономикой, даже при том, что данные по общей ликвидности в настоящее время улучшаются по мере подготовки стран к введению нормативов системы «Базель-III» в отношении ликвидности²⁰. Тем не менее, нормативные требования в отношении покрытия рисков ликвидности в иностранной валюте недостаточны. При необходимости некоторые национальные органы надзора требуют от системно значимых организаций представления дополнительных сведений в связи с рисками и факторами уязвимости с которыми сталкивается финансовая система.

¹⁸ Например, некоторые условия привязаны к мировым процентным ставкам (например, ставке ЛИБОР в долларах США) и требуют досрочного погашения, когда ставки превышают определенное пороговое значение.

¹⁹ Например, когда филиалы российских банков на Кипре принимают депозиты в стране и предоставляют кредиты местным структурам или любым структурам из других стран, кроме России, эти операции не отражаются в платежном балансе.

²⁰ Анализ количественного воздействия (АКВ), проводимый Базельским комитетом по банковскому надзору (БКБН) для подготовки нормативов «Базель-III», призван удостовериться в том, что банки и национальные органы регулирования создают адекватные основы отчетности и мониторинга для введения этих нормативов. Один из российских банков принял участие в самом последнем мероприятии, отчет о котором был опубликован в марте 2013 года (<http://www.bis.org/publ/bcbs243.htm>).

23. Стресс-тесты, особенно проводимые по принципу «снизу вверх», могут эффективно использоваться для мониторинга валютных рисков и рисков ликвидности в иностранной валюте даже при ограниченной обязательной отчетности, представляемой регулирующим органам. Стресс-тесты по принципу «снизу вверх» организуются органом надзора и осуществляются банками. Орган надзора обычно разрабатывает конкретные общие сценарии и устанавливает допущения относительно шоков, которые должны применяться ко всем банкам-участникам, а банки рассчитывают воздействие, используя собственные внутренние данные. Ввиду ограниченности данных о ликвидности многие органы надзора в большей степени полагаются на данные банков и методологии проведения стресс-тестов ликвидности, чем проверки платежеспособности (Schumacher and Oura, 2012). Проведенный МВФ обзор стресс-тестов, организуемых органами надзора/центральными банками (Oura, 2012), показывает, что примерно половина регулирующих органов проводит отдельные стресс-тесты ликвидности в иностранной валюте. При подготовке ФСАП Японии 2012 года²¹ МВФ и Банк Японии в проведенных ими стресс-тестах ликвидности заострили внимание на рисках ликвидности в долларах США, включая риски пролонгации, связанные с валютными свопами (одним из ключевых инструментов долларového финансирования для японских банков), которые возникли после краха компании «Lehman Brothers».

24. Будет чрезвычайно важно четко разъяснить, что возможный механизм поддержки ликвидности в иностранной валюте является исключительной мерой для преодоления системного кризиса, а не постоянным механизмом. Такие исключительные механизмы поддержки ликвидности (в национальной и иностранной валюте) не должны использоваться не по назначению для финансирования обычных операций банков, не говоря уже о расширении кредита. Установление четких сроков окончания действия механизма и платы за его использование в соответствии с рыночными условиями имеет важнейшее значение для предотвращения морального риска и злоупотреблений, которые могут не только вызвать прямые потери для центрального банка, но и сопряжены с риском крупных оттоков капитала и валютного кризиса.

25. Любой механизм обеспечения ликвидности должен быть согласован с общими комплектами мер политики в целях восстановления доверия. В случае стран с формирующимся рынком нетрадиционная денежно-кредитная политика и другие виды поддержки финансового сектора после наступления кризиса могут принести больше вреда, чем пользы, если страна имеет свои собственные внутренние факторы уязвимости. Центральному банку и правительству может потребоваться сделать трудный выбор в условиях существенной неопределенности. В разгар кризиса необходимо сосредоточить внимание на мерах, которые могут помочь восстановить доверие. Например, в работе Stone, Walker and Yasui (2009) обсуждаются различные меры поддержки ликвидности в иностранной валюте,

²¹ <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=26137.0>. В последнее время Банк Японии продолжил эту работу, проведя аналогичные мероприятия в рамках подготовки своего Доклада о финансовых системах: <http://www.boj.or.jp/en/research/brp/fsr/fsr130417.htm/>

принятые Бразилией в 2008–2009 годы, и отмечается, что объявление о своповом соглашении с СФРС США внесло наибольший вклад в стабилизацию валютных рынков по сравнению со всеми другими мерами по поддержке ликвидности в иностранной валюте (включая интервенции на спотовом и фьючерсном рынке, аукционы валютных свопов, кредиты в долларах экспортерам и корпорациям, имеющим внешнюю задолженность).

Таблица 1. Сведения о своповых соглашениях в долларах с СФРС и соответствующих методах предоставления ликвидности в долларах в странах, по центральным банкам, с октября 2008 года по 2010 год

Страна	Размер лота (млрд долл. США)	Дата	Диапазон сроков, предлагаемых с момента заключения контракта	Минимальная ставка предложения	Примечания	Формат аукциона в каждой юрисдикции 1/
ЕЦБ	Полное размещение	13/10/08	Овернайт, 1 неделя, 1 месяц, 3 месяца	ИСО в долл. США + 100 б.п.	Срок действия истек в феврале 2010 года, возобновлен в мае 2010 года, продлен до февраля 2014 года. Ставка предложения снижена до ИСО в долларах США + 50 б.п. в ноябре 2011 года	Неконкурсный, с фиксированной ставкой, полное размещение
Швейцария	Полное размещение	13/10/08	Овернайт, 1 неделя, 1 месяц, 3 месяца	ИСО в долл. США + 100 б.п.	Срок действия истек в феврале 2010 года, возобновлен в мае 2010 года, продлен до февраля 2014 года. Ставка предложения снижена до ИСО в долларах США + 50 б.п. в ноябре 2011 года	Неконкурсный, с фиксированной ставкой, полное размещение
Англия	Полное размещение	13/10/08	Овернайт, 1 неделя, 1 месяц, 3 месяца	ИСО в долл. США + 100 б.п.	Срок действия истек в феврале 2010 года, возобновлен в мае 2010 года, продлен до февраля 2014 года. Ставка предложения снижена до ИСО в долларах США + 50 б.п. в ноябре 2011 года	Неконкурсный, с фиксированной ставкой, полное размещение
Австралия	30	29/09/08	1 месяц, 3 месяца	ЛИБОР в долл. США	Срок действия истек в феврале 2010 года .	Конкурсный аукцион с множественными ценами
Новая Зеландия	15	28/10/08	Не использован	...	Срок действия истек в феврале 2010 года .	...
Япония	Полное размещение	29/09/08	1 месяц, 3 месяца	ИСО в долл. США + 100 б.п.	Срок действия истек в феврале 2010 года, возобновлен в мае 2010 года, продлен до февраля 2014 года. Ставка предложения снижена до ИСО в долларах США + 50 б.п. в ноябре 2011 года	Неконкурсный, с фиксированной ставкой, полное размещение

Канада	30	29/09/08	Не использо- ван	...	Срок действия истек в феврале 2010 года, возобновлен в мае 2010 года, продлен до февраля 2014 года. Ставка предложения снижена до ИСО в долларах США + 50 б.п. в ноябре 2011 года	...
Дания	15	29/09/08	1 месяц, 3 месяца	ЛИБОР + 50 б.п.	Срок действия истек в феврале 2010 года	Конкурсный аукцион с единой ценой
Швеция	30	29/09/08	3 месяца	ИСО в долл. США + 50 б.п.	Срок действия истек в феврале 2010 года	Конкурсный аукцион с единой ценой
Норвегия	15	29/09/08	1 месяц, 3 месяца		Срок действия истек в феврале 2010 года	Конкурсный аукцион с множественными ценами
Корея	30	29/10/08	3 месяца	ИСО в долл. США + 50 б.п.	Срок действия истек в феврале 2010 года	Конкурсный аукцион с множественными ценами
Бразилия	30	29/10/08	Не использо- ван	...	Срок действия истек в феврале 2010 года	...
Мексика	30	29/10/08	3 месяца	ИСО в долл. США + 50 б.п.	Срок действия истек в феврале 2010 года.	Конкурсный аукцион с множественными ценами
Сингапур	30	29/10/08	Не использо- ван	...	Срок действия истек в феврале 2010 года .	...
И Источники: Goldberg, Kennedy, and Miu (2010) и FRB (2013)						
^{1/} 1/Приемлемость залогового обеспечения определяется согласно критериям для внутренних операций на открытом рынке.						

Таблица 2. Экстренная поддержка ликвидности в иностранной валюте по видам инструментов в странах с формирующимся рынком, сентябрь 2008 года – июнь 2009 года

Купля/продажа иностранной валюты на спотовом рынке (кроме стран с режимом валютной привязки)

- Турция, ЦБ начинает посредничать в проведении межбанковских операций в иностранной валюте (2008 год)
- Турция, ЦБ прекращает ежедневную покупку долларов и переходит ежедневным продажам долларов (2008 год)
- Чили, ЦБ приостанавливает программу накопления резервов (2008 год)
- Чили, ЦБ приступает к осуществлению программы ежедневной продажи иностранной валюты на аукционе (2009 год)
- Колумбия, ЦБ предоставляет иностранную валюту на основе правила (предоставляет участникам рынка возможность покупать иностранную валюту у ЦБ, когда волатильность превышает определенное пороговое значение) (2008 год)
- Мексика, ЦБ предлагает основанный на правиле ежедневный аукцион иностранной валюты с минимальным нижним пределом цены (2009 год)

Изменения резервных требований

- Индонезия, ЦБ понижает резервное требование в иностранной валюте (2008 год)
- Румыния, ЦБ понижает резервное требование в иностранной валюте (2009 год)
- Сербия, ЦБ понижает резервное требование в иностранной валюте и вносит дополнительные изменения в валютную структуру обязательных резервов (2008 год)
- Турция, ЦБ понижает резервное требование в иностранной валюте (2008 год)
- Украина, ЦБ ослабляет резервное требование в иностранной валюте (2009 год)
- Аргентина, ЦБ ослабляет резервное требование в иностранной валюте (2008 год)
- Чили, ЦБ ослабляет резервное требование в иностранной валюте, которое должно выполняться в любой иностранной валюте, а не только долларах США (2008 год)
- Мексика, ЦБ начинает выплачивать ежемесячные проценты по банковским депозитам в долларах (2008 год)
- Перу, ЦБ отменяет резервные требования по долгосрочным международным банковским кредитам (2008 год)
- Перу, ЦБ снижает предельное резервное требование по депозитам в иностранной валюте (2008 год)

Кредитование с использованием валютных свопов

- САР Гонконг, ЦБ предлагает валютные свопы банкам (2008 год)
- Индия, ЦБ предлагает временные валютные свопы зарубежным филиалам индийских банков (2008 год)
- Индия, ЦБ предлагает временные валютные свопы индийским банкам, имеющим зарубежные отделения. Банкам разрешено получать ликвидность в национальной валюте у центрального банка для использования в своповых операциях (2008 год)

- Индонезия, ЦБ продлевает сроки валютных свопов (2008 год)
- Корея, правительство предоставляет ликвидность на рынке свопов в иностранной валюте (2008 год)
- Корея, ЦБ вводит механизм конкурентного аукциона валютных свопов (2008 год)
- Венгрия, ЦБ предлагает валютные свопы ежедневно (2008 год)
- Венгрия, ЦБ предлагает своп «евро/швейцарский франк» с фиксированной ценой (2008 год)
- Венгрия, ЦБ предлагает шестимесячные свопы «евро/форинт» и трехмесячные свопы «евро/форинт» с переменной ценой (2009 год)
- Польша, ЦБ вводит валютные свопы (2008 год)
- Сербия, ЦБ предлагает ликвидность в национальной валюте и валютные свопы для дочерних отделений иностранных банков, принявших обязательство поддерживать открытые позиции со страной
- Чили, ЦБ предлагает программу валютных свопов и позднее продлевает срок ее действия (2008 год)

Кредиты банкам в иностранной валюте

- Корея, правительство предоставляет временные трехлетние гарантии по банковским займам в иностранной валюте (2008 год)
- Филиппины, ЦБ начинает предлагать РЕПО в долларах США (2008 год)
- Вьетнам, ЦБ расширяет перечень приемлемого залогового обеспечения по своим кредитам в иностранной валюте с включением в него недавно выпущенных суверенных долговых обязательств страны в долларах США (2009 год)
- Россия, правительство предоставляет свои валютные резервы государственному банку (ВЭБ) для передачи в кредит банкам и корпорациям (2008 год)
- Турция, ЦБ повышает лимит по своему механизму кредитования в иностранной валюте и понижает ставки (2008 год)
- Турция, ЦБ продлевает сроки по операциям РЕПО между банками и по отношению к ЦБ (2009 год)
- Аргентина, ЦБ предоставляет банкам возможность использовать аукцион для заимствования долларов в целях финансирования торговли (2009 год)
- Бразилия, ЦБ продает 1-месячные линии ликвидности в долларах (2008 год)
- Бразилия, правительство разрешает бразильским банкам заимствовать (обеспеченные залогом) резервы для передачи в кредит экспортерам (2008 год)
- Бразилия, ЦБ проводит аукционы кредитов в иностранной валюте и принимает суверенные глобальные облигации Бразилии в качестве залогового обеспечения (2008 год). Позднее перечень приемлемого залогового обеспечения расширяется (2009 год)
- Бразилия, ЦБ предлагает операции РЕПО в долларах, предназначенные для экспортеров (2008 год)

Поддержка, предоставляемая небанковским организациям

- Индия, ЦБ предоставляет обеспеченные залогом валютные кредиты нефтеперерабатывающим компаниям (2009 год)
- Индонезия, правительство создает новое агентство по финансированию экспорта для предоставления ликвидности в иностранной валюте посредством гарантий, страхования или кредитования
- Корея, правительство и ЦБ предоставляют финансирование экспортерам (2008 год).
- Корея, ЦБ расширяет перечень приемлемого залогового обеспечения по валютным кредитам, предоставляемым банкам, включая экспортные счета от всех предприятий, для облегчения финансирования экспорта банками (2008 год)
- Венгрия, правительство предоставляет иностранную валюту государственному банку развития для поддержки кредита компаниям (2009 год)
- Россия, правительство предоставляет свои валютные резервы государственному банку (ВЭБ) для передачи в кредит банкам и корпорациям (2008 год)
- Бразилия, ЦБ предлагает компаниям кредиты в долларах сроком на 1 год (2008 год)

Изменения ограничений по счету операций с капиталом

- Индия, ЦБ разрешает банкам брать займы в иностранной валюте в зарубежных отделениях (2008 год)
- Индия, ЦБ повышает верхний предел рефинансирования по банковским экспортным кредитам (2008 год)
- Индия, ЦБ повышает верхний предел процентной ставки по валютному экспортному кредиту (2009 год)
- Индонезия, введение требования о репатриации экспортной выручки государственными фирмами (2008 год)
- Корея, ЦБ отменяет лимиты на покупку банками долларов США на офшорных форвардных рынках без фактической поставки (2008 год)
- Филиппины, ЦБ ослабляет отдельные правила представления документации по операциям в иностранной валюте для обеспечения более свободного доступа к долларам (2009 год)
- Украина, ЦБ ослабляет лимиты на внешнее заимствование банками (2008 год)
- Аргентина, вводит 3-дневный срок ожидания для инвесторов, покупающих отечественные ценные бумаги для продажи за доллары за границей (2008 год)

Отказ от применения принудительных регулятивных мер/изменение соответствующих нормативов

- Нигерия, ЦБ снижает лимиты на чистые открытые позиции в иностранной валюте (2008, 2009, 2010 годы)
- Филиппины, ЦБ снижает лимиты на авуары ликвидности в иностранной валюте, превышающие обязательства в иностранной валюте (2008 год)
- Филиппины, ЦБ ослабляет требование пересчета по рыночным ценам в отношении депозитов в иностранной валюте для уменьшения требований в долларах (2008 год)

Своповые/кредитные соглашения с другими центральными банками

- Китай с Японией и Кореей (2008 год)
- САР Гонконг с Нидерландами (2009 год)
- Эстония с Швецией (2009 год)
- Венгрия с ЕЦБ (2008 год)

- Исландия с Данией, Норвегией, Швецией и Финляндией (2008 год)
- Латвия с Швецией и Данией (2008 год)
- Польша с Швейцарией и ЕЦБ (2008 год)
- Бразилия, Корея, Мексика с США (2008 год – февраль 2010 года) В числе стран с развитой экономикой Австралия, Канада, ЕЦБ, Япония, Сингапур, Норвегия, Новая Зеландия, Дания, Швеция, Швейцария и Соединенное Королевство также имели своп-соглашения с США. Сроки большинства из них истекли в феврале 2010 года, за исключением Канады, Японии, ЕЦБ, Швейцарии и Соединенного Королевства, в случае которых сроки договоренности были продлены до 2014 года.

Прочее

- Бразилия, правительство отменяет определенный налог на операции в иностранной валюте (2008 год)
- Чили, правительство перемещает депозит в иностранной валюте из иностранных банков в отечественные банки и координирует с ЦБ продажу с аукциона депозитных сертификатов в долларах США внутренним банкам (2008 год)

Источники: данные, отобранные автором из справочной базы данных работы Ishi, Stone, and Yehoue (2009), основанной на веб-сайтах центральных банков, Factiva и страновых докладах МВФ; Moreno (2010); и Druck, Hofman and Lu (2013).

Примечание. ЦБ—центральный банк.

Литература

- Adrian, Tobias, and Hyun Son Shin, 2010, "Liquidity and Leverage," *Journal of Financial Intermediation* 19(3), pp. 418–437.
- Arvai, Zsofia, Luis Jacome, and Alexandre Chailloux, "Emergency Liquidity Support by Central Banks in Systemic Crisis," IMF manuscript (Washington: International Monetary Fund).
- Baba, Naohiko, Robert McCauley, and Srichander Ramaswamy, 2009, US Dollar Money Market Funds and Non-US Banks, *BIS Quarterly Review*, March 2009
- Baba, Naohiko and Frank Packer, 2009a, From Turmoil to Crisis: Dislocations in the FX Swap Market before and after the Failure of Lehman Brothers, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 28.
- Baba, Naohiko and Frank Packer, 2009b, Interpreting Deviations from Covered Interest Parity during the Financial Market Turmoil of 2007–08, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33.
- Chailloux, Alexandre, Simon Gray, and Mark Stone "Central Bank FX Reverse Transactions," manuscript (Washington: International Monetary Fund).
- Druck, Pablo, David Hofman, and Yinqiu Lu, 2013, "Foreign Exchange Liquidity Support," manuscript (Washington: International Monetary Fund).
- Federal Reserve Board, 2013, Quarterly Report on Federal Reserve Balance Sheet Developments, (March).
- Goldberg, Linda, Craig Kennedy, and Jason Miu, 2010, Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs, *FRBNY Staff Report No. 29*.
- Gray, Simon and Claudia Jadrijevic, 2010, Central Bank Monetary Policy Instruments: 2010 Survey Results from the Information System for Instruments of Monetary Policy (ISIMP) database, (Washington: International Monetary Fund).
- International Monetary Fund, 2009, Russian Federation: 2009 Article IV Consultation Staff Report, *IMF Country Report No. 09/246*.
- , 2010, "Systemic Liquidity Risk: Improving the Resilience of Institutions and Markets," Chapter 2, *Global Financial Stability Report* (Washington: International Monetary Fund).
- , 2011a, "How to Address the Systemic Part of Liquidity Risk," Chapter 2, *Global Financial Stability Report* (Washington: International Monetary Fund).

- , 2011b, Russian Federation: Financial Sector Stability Assessment, IMF Country Report No. 11/291 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2012, Japan: Financial Sector Stability Assessment Update, IMF Country Report No. 12/210, August (Washington).
- Ishi, Kotaro, Mark Stone, Etienne Yehoue, 2009, "Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies," IMF Working Paper WP/09/226 (Washington: International Monetary Fund)..
- Jacome, Luis, Tashin Saadi Sedik, and Simon Townsend, 2011, "Can Emerging Market Central Banks Bail Out Banks? A Cautionary Tale from Latin America," IMF Working Paper WP/11/258 (Washington: International Monetary Fund).
- Moreno, Ramon, 2010, "Central Bank Instruments to Deal with the Effects of the Crisis on Emerging Market Economies," BIS Papers No. 54.
- Oura, Hiroko and Liliana Schumacher, 2012, Macrofinancial Stress Testing—Principles and Practices, IMF Policy Paper FO/DIS/12/156 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2012, Macrofinancial Stress Testing: Principles and Practices—Background Material, IMF Policy Paper FO/DIS/12/156 Supplement 1 (Washington: International Monetary Fund).
- Stone, Mark, Christopher Walker, and Yosuke Yasui, 2009, "From Lombard Street to Avenida Paulista: Foreign Exchange Liquidity Easing in Brazil in response to the Global Shock of 2008–9.