

Финансовая стабильность как фундаментальное условие долгосрочного экономического роста

Максим ВЛАСЕНКО



Белорусский государственный университет, кандидат экономических наук, доцент кафедры корпоративных финансов, Республика Беларусь, г. Минск, e-mail: m.vlasenko1989@gmail.com

В последние годы понятие «финансовая стабильность» часто звучит в экономическом информационном пространстве нашей страны. По тематике, связанной с финансовой стабильностью, опубликован ряд научных публикаций [1; 2]. О значимости финансовой стабильности в экономическом развитии государства часто говорят международные эксперты и высшие должностные лица центрального банка [3; 4]. Наконец, обеспечение финансовой стабильности обозначено как одна из двух ключевых целей деятельности Национального банка в 2020 г. наряду с поддержанием ценовой стабильности [5]. Однако в силу относительной но-

УДК 336.01

Ключевые слова:

финансовая стабильность; финансовый цикл; финансовые кризисы; макропруденциальная политика; системные риски.

визны финансовой стабильности как экономической категории и сферы государственного регулирования у общественности еще не сформировано единого представления о содержании данного понятия.

Когда финансовая стабильность упоминается в контексте национальной экономики, каждый воспринимает ее по-своему. Для кого-то это низкая инфляция, прогнозируемый валютный курс, растущая заработная плата. Для других – это здоровое состояние крупных валообразующих предприятий, доступность банковских кредитов, бездефицитный государственный бюджет. Безусловно, финансовая стабильность тесно связана со всеми обозначенными темами. Однако они не являются ее целевыми объектами, а воздействуют на финансовую стабильность в качестве факторов. И если в фокусе внимания макроэкономической стабильности находится достижение устойчивого экономического роста при низком уровне безработицы, а монетарная стабильность нацелена на сохранение покупательной способности национальной валюты, то финансовая стабильность – это устойчивое функционирование тех субъектов экономики, которые обеспечивают движение и распределение финансовых ресурсов, то есть банков и иных финансовых посредников, финансовых рынков и платежной системы.

Именно эти институты являются объектом государственного регулирования. Их роль в экономике сложно переоценить. Финансовые институты обеспечивают трансформацию сбережений населения в инвестиции реального сектора, а также проведение платежей, защиту от финансовых рисков. Все это крайне важно и для макроэкономической стабильности. С другой стороны, финансовая стабильность – это также поддержание целостных и работоспособных каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, с помощью которых импульсы, исходящие от монетарного регулятора, распространяются в экономике. Таким образом, финансовые посредники оказывают определенное влияние и на ценовую стабильность.

Процессы, в которых ключевым звеном является финансовый сектор экономики, должны осуществляться непрерывно и бесперебойно. В этом смысле значение имеет именно деятельность, осуществляемая финансовыми посредниками в совокупности, а также их способность проводить операции и сохранять накопления, а не жизнеспособность отдельного финансового института (если только он не является системно значимым). Этот нюанс обособляет финансовую стабильность и от традиционных мер пруденциального надзора, которые направлены на обеспечение безопасного функ-

ционирования каждого отдельного банка без учета его роли в экономических процессах. С точки зрения финансовой стабильности финансовая система должна сохранять способность к функционированию, даже если есть препятствующие этому факторы вроде резкого замедления экономического роста, девальвации национальной валюты, ухудшения положения крупных предприятий и т. п. Поэтому весь набор факторов, способных повлиять на финансовую стабильность, необходимо учитывать при ее мониторинге и обеспечении.

Возможность системных сбоев в функционировании финансовой отрасли во многом обусловлена наличием такого феномена, как финансовые циклы. Их не следует отождествлять с экономическими циклами – колебаниями экономической конъюнктуры. Последние давно изучены и классифицированы (по причинам, длительности) в мировой научной литературе. Что же касается финансовых циклов, то несмотря на очевидную тесную взаимосвязь колебаний на финансовых рынках и в реальной экономике, они имеют несколько иные движущие силы. Интерес к финансовым циклам как к объекту исследований был подогрет глобальным финансовым кризисом 2008–2009 гг., который имел также и широкие макроэкономические последствия: падение темпов роста мирового ВВП на 4 п. п. (восстановление докризисных темпов динамики в ряде стран произошло лишь в 2014–2015 гг.), рост безработицы в мире на 7%, банкротство 85 крупных международных банков и огромные затраты государств на восстановление наиболее значимых из них, покрытые в конечном итоге за счет налогоплательщиков [6, с. 12].

Финансовый цикл обычно рассматривают как общее периодическое отклонение от трендовой динамики переменных, важных для финансовой стабильности. Тонкость заключается в том, что в отличие от экономических финансовых циклы в большей степени имеют субъективную природу и тесно связаны с ожиданиями и настро-

ениями экономических агентов. Они склонны интерпретировать временные циклические улучшения в реальной экономике как долгосрочный рост ее производительности и на этой основе наращивать использование заемных финансовых средств для приобретения рискованных активов [7, с. 11]. Утрата способности осознавать действительный уровень финансовых рисков провоцирует дальнейший рост стоимости этих активов, ослабление условий привлечения заемного финансирования, высокую инвестиционную активность, поддерживаемую краткосрочным ростом объемов производства и уровня рентабельности в экономике. На фоне всеобщего оптимизма системные риски остаются недооцененными. Их проявление начинается позже, когда экономическая активность естественным образом замедляется. Экономический спад «разворачивает» зависимости в обратном направлении – участники рынка осознают, что их доходов не хватает на покрытие чрезмерного долга, их финансовые активы падают в цене, поэтому они вынуждены реструктуризировать свои обязательства. В этой ситуации банки начинают сильно ужесточать стандарты кредитования и часто отказывают в ресурсной поддержке даже «здоровым» клиентам. Соответственно, возврат на траекторию роста осложняется.

Таким образом, в наиболее широком смысле финансовые циклы представляют собой периодические колебания в способности участников рынка осознавать истинный уровень финансовых рисков и связанные с ними изменения в объемах и стоимости обращающихся активов. При этом угрозу финансовой стабильности несет как необоснованный оптимизм (на стадии нарастания рисков), так и чрезмерный пессимизм (на этапе материализации рисков). Оба явления приводят к существованию так называемой проблемы процикличности – свойства финансового сектора усиливать фазы роста и падения в экономических циклах. Доказано, что финансовые циклы, как правило, в 1,5–2 раза длиннее, чем

бизнес-циклы, а также имеют большую амплитуду и, кроме того, их фазы не всегда совпадают во времени [2, с. 57].

Концептуально динамика финансового цикла во времени может быть оценена через периодические колебания в соотношении рыночной стоимости финансовых активов и заемных средств, использованных для их приобретения. На практике для выявления фаз финансового цикла часто пользуются кредитным гэпом – отклонением отношения кредита к ВВП от долгосрочного тренда. В рекомендациях Базельского комитета по банковскому надзору указывается, что значения кредитного гэпа в 3–5 п. п. уже являются сигналом о нежелательном «перегреве» на финансовом рынке. За экспансией неизбежно следует фаза спада, которая редко проходит безболезненно. Основная опасность финансовых циклов заключается в том, что зачастую смена их фаз сопровождается финансовыми кризисами.

В общем смысле финансовый кризис представляет собой стремительное падение доверия экономических субъектов к готовности правительства, центрального банка, организаций нефинансовых отраслей или банковского сектора выполнять свои обязательства на первоначальных условиях.

Финансовые кризисы по своей природе могут быть сгруппированы в три крупные категории, зачастую переплетающиеся между собой: банковский кризис, валютный кризис и кризис государственной задолженности [8, с. 21]. При этом один тип кризиса может инициировать возникновение другого типа: банковский кризис нередко предшествует валютному кризису, особенно в государствах с формирующимся рынком; проблемы банковского сектора могут запустить долговой кризис (в случае активного участия государства в распределении кредитных ресурсов); кризис внешней задолженности способен подорвать устойчивость банков (например, через отток капитала материнских компаний). Финансовый кризис считается системным, если он совпадает по

времени с рецессией в реальном секторе экономики.

Наиболее типичный механизм развития событий, приводящих к системному финансовому кризису, включает в себя кредитный канал. В центре этого механизма находится банковский сектор, или, говоря точнее, чрезмерное кредитование. Банки, аккумулируя значительные потоки привлеченного капитала, в том числе иностранного, расширяют кредитование в целях роста краткосрочной эффективности, что повышает уровень рисков и нарушает макроэкономический баланс. Частичным решением проблем для участников рынка может стать отказ от национальных денег и переход к более стабильной иностранной валюте. В таком случае банковский, валютный и экономический кризисы наступают одновременно. Последствия, как правило, крайне болезненны для экономического роста страны и благосостояния населения. Как показывает история, средняя цена системного финансового кризиса – порядка 15–20% ВВП [4, с. 1].

Через финансовые кризисы в той или иной степени проходили экономики всех стран на разных этапах своего развития. Не стала исключением и Республика Беларусь, причем можно вспомнить сразу несколько значительных эпизодов за последнее десятилетие.

В 2009 г. под воздействием мирового финансового кризиса произошло существенное сужение внешнего спроса и, как следствие, резкое сокращение объемов экспорта. В результате образовавшегося давления на валютном рынке белорусский рубль потерял четверть своей стоимости, произошел значительный отток рублевых вкладов населения, процентные ставки по кредитам выросли, а темпы экономического роста в конечном счете упали до нуля. Уже через два года, в 2011 г., чрезмерная кредитная поддержка экономики (прежде всего на льготных условиях), практиковавшаяся после событий 2009 г., привела к сильнейшей девальвации национальной валюты и последовавшей за ней гиперинфляции. Возник теневой валютный

рынок, произошло снижение доверия к банковской системе, спровоцировавшее отток значительной части депозитов населения, прежде всего валютных. Это был масштабный валютный кризис, и его полной трансформации в банковский кризис воспрепятствовали беспрецедентная докапитализация крупнейших государственных банков за счет бюджетных средств и резкое увеличение процентных ставок. Тем не менее темпы экономического роста в последующие три года были в 4–5 раз ниже докризисных.

Еще один значительный эпизод случился на рубеже 2014–2015 гг., когда произошла сильная девальвация российской валюты. Вслед за этим последовало обесценение белорусского рубля. Значительно сжался российский рынок – основной внешний рынок сбыта отечественной продукции. В результате резко ухудшилось финансовое положение многих предприятий реального сектора. Последствия тех шоков пятилетней давности до сих пор негативно сказываются на темпах роста экономики страны.

Колоссальные издержки, которые несет экономика и общество при потере устойчивости финансового сектора, наглядно подчеркивают всю важность государственной политики по обеспечению финансовой стабильности (ее часто называют макропруденциальной политикой). Она призвана стимулировать финансовых посредников к заблаговременному созданию дополнительных запасов капитала и ликвидности на те времена, когда они могут потребоваться (наиболее распространенный индикатор при этом – упоминавшийся выше кредитный гэп: при его положительных значениях резервы создаются, при отрицательных же – расформируются на покрытие возникающих в фазу спада убытков). Принуждение банков к созданию дополнительных запасов капитала и ликвидности, безусловно, является непопулярной мерой, однако она необходима в целях долгосрочного сохранения финансовой стабильности.

Также макропруденциальная политика должна быть направ-

лена на корректировку и выравнивание кредитных потоков в экономике, так как дисбаланс может вызвать не только дефицит привлеченных ресурсов, но и их избыток. Неравномерное распределение, неэффективное использование банковских кредитов, когда они имеют низкую стоимость и доступны, могут подорвать финансовый рынок и вызвать нестабильность. Уже упоминавшаяся масштабная девальвация белорусского рубля в 2011 г. была вызвана, прежде всего, перекосами на кредитном рынке, в частности масштабным кредитованием не всегда эффективных проектов. Для недопущения таких дисбалансов в арсенале макропруденциальной политики имеются специальные инструменты (например, лимиты на показатели долговой нагрузки и обеспеченности кредита). Они позволяют сгладить цикличность и сбалансировать скорость развития финансового и реального секторов экономики. Данные инструменты стимулируют финансовых посредников кредитовать экономику, когда она нуждается в финансовых ресурсах, и ограничивают кредитный поток, когда он носит чрезмерный характер [9].

К числу задач политики по обеспечению финансовой стабильности относится и повышение устойчивости финансовой инфраструктуры, ограничение уровня концентрации рисков в отдельных сегментах и предотвращение ситуаций дефицита ликвидности на финансовом рынке.

Обзор мирового опыта показывает, что исторически полномочиями на проведение макропруденциальной политики наделялся центральный банк страны, как правило, совместно с правительством. В настоящее время примерно треть центральных банков в мире ставят обеспечение финансовой стабильности в свой важнейший приоритет наряду с ценовой стабильностью, и еще половина центральных банков считают финансовую стабильность второй по значимости целью после ценовой стабильности [4].

В 2013 г. в соответствии с изменениями, внесенными в

Банковский кодекс, у Национального банка появилась новая функция – мониторинг финансовой стабильности в стране. Вместе с тем мониторинг – это еще не полноценное обеспечение финансовой стабильности, а лишь выявление и оценка угроз устойчивой работе банковского сектора и уязвимых мест финансовой системы. В 2014–2016 гг. в регуляторный периметр Национального банка были включены лизинговые и микрофинансовые организации, Банк развития. С начала 2016 г. на основании Указа Президента Республики Беларусь № 78 Председатель Правления Национального банка несет персональную ответственность за обеспечение финансовой стабильности. Кроме того, в 2016 г. был создан межведомственный Совет по финансовой стабильности, который организует и координирует взаимодействие государственных органов при осуществлении мониторинга финансовой стабильности. В 2017–2019 гг. проходила активная разработка и внедрение передовых макропруденциальных инструментов, призванных обеспечить финансовую стабильность [4].

Нужно отметить, что, хотя деятельность по обеспечению финансовой стабильности является новой даже по мировым стандартам, многие стабилизационные

меры, применявшиеся в Беларуси за последнее десятилетие, носили макропруденциальный характер. Пожалуй, первой такой мерой можно считать приостановление с последующим запретом в 2009 г. банковского кредитования физических лиц в иностранной валюте. Как показало время, в частности девальвация 2011 г., мера была абсолютно правильной и своевременная, особенно в части долгосрочных жилищных кредитов. Большинство же макропруденциальных мер исторически было реализовано в рамках банковского регулирования и надзора, что естественно, учитывая доминирующую роль банковского сектора в распределении финансовых активов в Беларуси. В качестве примера можно привести меры 2014–2015 гг. по борьбе с чрезмерно высокими процентными ставками по кредитам, выдаваемым предприятиям реального сектора. Повышенные требования к капиталу сделали для банков невыгодной выдачу таких кредитов и способствовали более быстрому снижению процентных ставок до экономически обоснованного уровня. Еще одной мерой стало введение повышенных отчислений в резервы по валютным кредитам, выдаваемым предприятиям, у которых доход в иностранной валюте недостаточен.

Тем не менее, несмотря на достигнутые результаты, нашей

стране предстоит еще большая работа по калибровке и развитию механизмов, направленных на недопущение финансовых кризисов в будущем. Сюда можно отнести и распространение практик риск-ориентированного надзора, и дальнейшее урегулирование проблемы необслуживаемых кредитов (включая создание эффективного долгового рынка), и содействие развитию конкуренции на финансовом рынке, и создание современной финансовой инфраструктуры.

Резюмируя изложенное, нужно отметить, что обеспечение финансовой стабильности является одним из важнейших условий устойчивого роста белорусской экономики. Актуальность данного направления особенно высока в условиях текущих проблем, таких как высокий кредитный риск в банковском секторе, обусловленный низкой эффективностью деятельности реального сектора; значительная долларизация балансов банков; высокий уровень фискальных рисков и внешнего долга. От степени успешности решения данных проблем напрямую зависит рост экономики и благосостояние населения в среднесрочной перспективе.

* * *

Материал поступил 28.02.2020.

Библиографический список:

1. Пашкевич, А. Обеспечение финансовой стабильности: итоги и задачи на перспективу / А. Пашкевич // Банкаўскі веснік. – 2019. – № 7. – С. 14–19.
2. Власенко, М.Н. Сопряженность монетарной политики и макропруденциального регулирования: теоретический анализ и опыт Беларуси / М.Н. Власенко // Белорусский экономический журнал. – 2018. – № 3. – С. 43–59.
3. Final conference in Minsk reviews the outcomes of the EU Twinning Project «Strengthening the National Bank of Belarus» [Электронный ресурс] / Проекты в Беларуси при финансовой поддержке Европейского союза. – Режим доступа: <https://euprojects.by/news/final-conference-in-minsk-reviews-the-outcomes-of-the-eu-twinning-project-strengthening-the-national/>. – Дата доступа: 25.02.2020.
4. Калечиц, Д.Л. Обеспечение финансовой стабильности как цель деятельности Национального банка [Электронный ресурс] // Тезисы выступления заместителя Председателя Правления Национального банка Республики Беларусь Д.Л. Калечица на встрече депутатов Палаты представителей Национального собрания Республики Беларусь с руководством Национального банка. – Режим доступа: <http://www.nbrb.by/top/pdf/obespechenie-finansovoy-stabilnosti-kalechitsdl.pdf>. – Дата доступа: 25.02.2020.
5. Карта основных задач Национального банка на 2020 год [Электронный ресурс] // Национальный банк Республики Беларусь. – Режим доступа: <http://www.nbrb.by/today/about/maptargets/map-targets-2020.pdf>. – Дата доступа: 25.02.2020.
6. Власенко, М.Н. Финансовый рынок и реальный сектор экономики: взаимосвязь и трансмиссия шоков / М.Н. Власенко, И.В. Юзефальчик // Банкаўскі веснік. – 2018. – № 12. – С. 9–17.
7. Власенко, М.Н. Финансовые циклы и их выявление в экономике Беларуси / М.Н. Власенко // Банкаўскі веснік. – 2016. – № 12. – С. 11–18.
8. Власенко, М.Н. Типология финансовых кризисов. Кризис государственной задолженности / М.Н. Власенко // Банкаўскі веснік. – 2016. – № 7. – С. 20–30.
9. Калечиц, Д.Л. Система обеспечения финансовой стабильности в Республике Беларусь: становление, развитие и перспективы / Д.Л. Калечиц // Белорусский экономический журнал. – 2018. – № 2. – С. 4–17.

Financial stability as a fundamental condition for long-term economic growth

Maksim ULASENKA, *Belarusian State University, PhD in Economics, Associate Professor, Department of Corporate Finance, Republic of Belarus, Minsk, e-mail: m.vlasenko1989@gmail.com.*

Abstract. *The article substantiates the importance of maintaining stable functioning of the country's economy financial sector in order to achieve macroeconomic stability. It describes the phenomenon of financial cycles, the nature of which is different from well-known business cycles, considers the main types of financial crises and the degree of their impact on the real sector of the economy. The author gives historical examples of implementation of episodes of the financial crisis in the Republic of Belarus from the perspective of macroeconomic consequences are given. The importance of macroprudential policy in ensuring financial stability and preventing financial crises is shown.*

Keywords: *financial stability; financial cycle; financial crises; macroprudential policy; systemic risks.*