

М.Ю. Головнин

ИЭ РАН, МШЭ, МГУ, Москва

Создание финансового мегарегулятора и современные подходы к проведению денежно-кредитной политики

Интерес к вопросам финансового регулирования в России в последнее время резко возрос в связи с дискуссией вокруг наделения Центрального банка функциями мегарегулятора, а затем - с принятием Федерального закона № 251-ФЗ¹ от 23.07.2013 «О внесении

изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Центральному банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков», по которому к Центральному банку фактически

¹ См. материалы сайта <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=149702>.

отошли полномочия Федеральной службы по финансовым рынкам. В рамках этой дискуссии с достаточно широкой проблематикой мы сосредоточимся на вопросах взаимосвязи модели финансового регулирования и целей денежно-кредитной политики.

Еще в период до глобального экономического и финансового кризиса 2007-2009 гг. в некоторых странах начался процесс реформирования системы финансового регулирования. Под влиянием финансовых инноваций и глобализации взаимосвязь различных сегментов национального финансового рынка существенно возросла. В связи с этим на национальном уровне появилась тенденция к созданию финансовых мегарегуляторов, особенно усилившаяся после образования в 1997 г. в Великобритании Управления финансовых услуг (Financial Services Authority, FSA). К началу глобального экономического и финансового кризиса было создано около 40 мегарегуляторов (Davies, 2013). При этом проводилась некоторая общая линия – создание финансового мегарегулятора, отделенного от центрального банка, хотя были примеры создания мегарегулятора на основе центрального банка (Нидерланды, Сингапур, Чехия, Словакия).

Теоретическая основа подобного отделения закладывалась в рамках дискуссии о целях денежно-кредитной политики, в том числе о необходимости включения финансовой стабильности в число этих целей. Одна группа исследователей постоянно указывала на необходимость проведения политики, направленной на обеспечение финансовой стабильности в тесной связи с денежно-кредитной политикой либо включение финансовой стабильности в число целей центрального банка (см., например (Kindleberger, Aliber, 2005, р. 14-15)). Другая группа исследователей, не отрицая важности обеспечения финансовой стабильности, опиралась на принцип «правильного орудия для работы», подразумевавший, что центральный банк должен использовать инструменты денежно-кредитной политики для достижения макроэкономических целей, а регуляторные, надзорные инструменты и возможности кредитора последней инстанции – для содействия финансовой стабильности (Bernanke, 2002). По логике последних функция обеспечения финансовой стабильности в принципе могла быть отделена от центрального банка и фактически передана отдельному органу (мегарегулятору). В пользу этого приводились и различные аргументы, среди которых в первую очередь следует выделить возможный конфликт интересов центрального банка, а также создание громоздкой

бюрократической структуры, не способной гибко реагировать на оперативные вызовы в области финансового регулирования.

Во время кризиса центральные банки фактически напрямую вмешались в функционирование финансовых рынков. Сначала это произошло в англо-саксонских странах (США, Великобритания), позднее, во время долгового кризиса, – в зоне евро. По мнению некоторых исследователей, центральные банки выступили как «кредиторы рынков последней инстанции» (Андрюшин, Бурлачков, 2008).

Возобновившиеся дискуссии вокруг модели финансового регулирования в посткризисный период были тесно связаны с пересмотром подходов как к регулированию финансовых рынков, так и к проведению денежно-кредитной политики. Вновь стала актуальной проблема «двойного мандата» денежно-кредитной политики: по ценовой и финансовой стабильности (Prasad, 2010, р. 23). Распространение кризиса из финансовой сферы, с одной стороны, и роль центральных банков в качестве кредиторов последней инстанции по отношению к разным типам финансовых институтов, с другой, стали серьезным аргументом в пользу необходимости наделения центрального банка функцией обеспечения финансовой стабильности. Исследователи и практики выступали и с другими, более конкретными, аргументами. Так, Дж. Френкель в качестве одного из серьезных недостатков режима инфляционного таргетирования выделяет отсутствие внимания со стороны денежных властей к «пузырям» цен на активы (Frankel, 2012). Бывший управляющий Банком Японии М. Ширакава отмечает, что разделение целей между центральным банком и финансовым регулятором эффективно, только если цели ценовой и финансовой стабильности не зависят друг от друга. Между тем он показывает, что в предкризисный период это было не так: в условиях стабильного уровня цен растущий «аппетит к риску» приводил к формированию финансовых дисбалансов (Shirakawa, 2012).

При наделении центрального банка задачей обеспечивать финансовую стабильность возникает вопрос об инструментах ее решения. Использование традиционных инструментов денежно-кредитной политики (например, процентной ставки) может создать противоречие с возможностью достигнуть другие цели (прежде всего – стабильности цен). Для решения указанной проблемы была разработана концепция макропруденциальной политики, которая опирается на инструментальный пруденциальный регулирования, изменяя его необходимым образом для решения макро-

экономических задач, связанных с системными финансовыми рисками (Macroprudential Policy, 2011). К инструментам макропруденциальной политики относят, например, нормативы достаточности капитала, требования к уровню ликвидности, ограничения определенных видов финансовой деятельности (по отдельным группам активов или пассивов), налогообложение финансовых операций и др. (Favara, Ratnovski, 2012). Таким образом, связь между различными целями денежно-кредитной политики может быть установлена, если центральный банк наделяется функциями финансового регулятора и таким образом у него появляются возможности для проведения им макропруденциальной политики.

При этом, однако, остается открытым вопрос о том, нужно ли увязывать макропруденциальную и микропруденциальную политику в рамках одной организации. Против подобной связи приводятся традиционные аргументы: моральные риски (*moral hazard*) и излишняя бюрократизация (Masciandaro et al., 2011, p. 13). Аргументом в пользу необходимости подобной связи является наличие системно значимых финансовых институтов, регулированию которых в последнее время уделяется особое внимание. Таким образом, логика развития событий в посткризисный период подводит к необходимости создания единого мегарегулятора на базе центрального банка. Однако на практике крайне небольшое число стран осуществили переход к подобной модели после 2008 г. В качестве примеров можно назвать Ирландию, Грузию и Казахстан. В то же время отмечается, что идея мегарегулятора, отделенного от центрального банка, утратила былую популярность (Davies, 2013).

Расчеты исследователей показывают, что создание мегарегулятора перед глобальным кризисом не означало повышения устойчивости к его последствиям экономики той или иной страны. Относительно роли центрального банка как регулятора однозначных результатов получено не было (Masciandaro et al., 2011).

Как известно, в настоящее время к модели финансового мегарегулятора на базе центрального банка переходит и Россия. Этот переход совпадает с переходом к режиму инфляционного таргетирования в денежно-кредитной политике, который Банк России планирует завершить к 2015 г. (Основные

направления, 2012, с. 3). Центральный банк России заявляет о важности для него цели достижения финансовой стабильности, по крайней мере в среднесрочной перспективе, а также изучения вопросов применения макропруденциального регулирования. В изменившихся условиях необходимо будет ускорить переход к макропруденциальному регулированию, согласовав его с регулированием различных сегментов финансового рынка.

Осуществляемые сегодня реформы проводятся крайне спешно, что, с одной стороны, можно обосновать постепенным ухудшением экономической конъюнктуры в России с конца 2011 г.², которое может потребовать нестандартных действий Центрального банка на различных сегментах финансового рынка уже в ближайшее время. В условиях значительного усиления внутренних шоков внешними воздействиями исхода из имеющегося опыта 1998 и 2008 г. следует ожидать гипертрофированной реакции финансовых рынков на изменения в реальном секторе. Одновременно реформа создаст своеобразный «вакуум» переходного периода, который, наоборот, может затруднить регулирование финансового сектора в достаточно сложный для экономики период. Дополнительным осложнением может стать жесткое следование цели прироста индекса потребительских цен в рамках введения инфляционного таргетирования, которое будет сдерживать экономическую активность.

Одной из ключевых проблем России – помимо регулирования – является содействие развитию финансового сектора. На фоне других стран уровень развития финансового сектора России выглядит относительно низким (см. таблицу).

В «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2013 год и период 2014 и 2015 годов» предусмотрены меры, направленные на развитие финансовых рынков в соответствующий период (Основные направления, 2012, с. 31–32). Но поскольку документ создавался до начала реформы, эти меры ограничиваются лишь теми сегментами финансового рынка, на которые в момент его подготовки мог реально воздействовать Центральный банк. В изменившихся условиях перед Центральным банком стоит задача разработать меры, направленные на развитие всего финансового сектора России как минимум на среднесрочную перспективу,

² Темпы прироста реального ВВП в России (в % к соответствующему кварталу предыдущего года) устойчиво снижались с 5,1% в IV квартале 2011 г. до 1,2% во II квартале 2013 г. (по предварительным данным) (см. http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/accounts/# и http://www.gks.ru/bgd/free/b04_03/IssWWW.exe/Stg/d02/vvp8.htm).

Таблица

Отдельные показатели развития финансового сектора России в 2012 г., % ВВП

	Кредит банковской системы	Капитализация фондового рынка	Объем торгов на фондовом рынке
Россия	42,5	43,4	36,3
Среднемировое значение	170,1	77,2	72,7

Источник: Всемирный банк (<http://data.worldbank.org/>).

тем более что в новой редакции Закона о Банке России³ перед ним ставятся дополнительные задачи не только в плане обеспечения стабильности российского финансового рынка, но и его развития.

Развитие финансового сектора имеет большое значение и для выполнения основной функции Центрального банка – проведения денежно-кредитной политики, поскольку она повышает эффективность трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики в России, которая до сих пор, согласно имеющимся исследованиям, остается относительно низкой (Вдовиченко, Воронина, 2004; Дробышевский, Трунин, Каменских, 2008). Между тем для эффективного применения режима инфляционного таргетирования наличие работающих трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики крайне важно.

Таким образом, переход к финансовому мегарегулятору на основе центрального банка в России в целом отвечает логике развития подходов к денежно-кредитной политике и финансовому регулированию в посткризисных условиях. Однако сам этот процесс ставит Банк России перед многочисленными вызовами, связанными с решением как среднесрочных задач (развитие национального финансового сектора, формирование эффективных трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики, разработка политики на основе принципов макропруденциального регулирования), так и важных текущих вопросов (недопущение в условиях ухудшения экономической ситуации «провалов» в регулировании, скорейшее введение принципов макропруденциальной политики и согласование инструментария денежно-кредитной политики с финансовым регулированием).

Литература

Андрюшин С., Бурлачков В. (2008). Денежно-кредитная политика и глобальный финансовый кризис: вопросы методо-

логии и уроки для России // *Вопросы экономики*. №11.

Вдовиченко А.Г., Воронина В.Г. (2004). Правила денежно-кредитной политики Банка России. Консорциум экономических исследований и образования. Научный доклад № 04/09.

Дробышевский С.М., Трунин П.В., Каменских М.В. (2008). Анализ трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики в российской экономике. Научные труды № 116Р. Институт экономики переходного периода.

Основные направления (2012). Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2013 год и период 2014 и 2015 годов. [Электронный ресурс]. М., Центральный банк Российской Федерации. Режим доступа: [http://www.cbr.ru/today/publications_reports/on_2013\(2014-2015\).pdf](http://www.cbr.ru/today/publications_reports/on_2013(2014-2015).pdf), свободный. Загл. с экрана. Яз. рус. (дата обращения 12.08.2013).

Bernanke B.S. (2002). Remarks before the New York Chapter of the National Association for Business Economics. [Электронный ресурс] N.Y. October 15. Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021015/>, свободный. Загл. с экрана. Яз. англ. (дата обращения 12.08.2013).

Davies H. (2013). Financial Regulators' Global Variety Show. [Электронный ресурс] Project Syndicate. 22 February. Режим доступа: <http://www.project-syndicate.org/commentary/seeking-the-right-model-for-financial-regulation-by-howard-davies>, свободный. Загл. с экрана. Яз. англ. (дата обращения 05.08.2013).

Favara G., Ratnovski L. (2012). Macroprudential Policy: Economic Rationale and Optimal Tools. [Электронный ресурс] VoxEU. 6 August. Режим доступа: <http://www.voxeu.org/article/macroprudential->

³ В соответствии с ФЗ-251 от 23.07. 2013.

- policy-economic-rationale-and-optimal-tools, свободный. Загл. с экрана. Яз. англ. (дата обращения 12.08.2013).
- Frankel J.** (2012). The Death of Inflation Targeting. [Электронный ресурс] Project Syndicate. 16 May. Режим доступа: <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-death-of-inflation-targeting>, свободный. Загл. с экрана. Яз. англ. (дата обращения 12.08.2013).
- Kindleberger Ch.P., Aliber R.** (2005). Manias, Panics, and Crashes. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Macroprudential Policy (2011). Macroprudential Policy Tools and Frameworks. Progress Report to G20. [Электронный ресурс] FSB, IMF, BIS. 27 October. Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pr/g20/pdf/102711.pdf>, свободный.
- Загл. с экрана. Яз. англ. (дата обращения 12.08.2013).
- Masciandaro D., Pansini R.V., Quintyn M.** (2011). The Economic Crisis: Did Financial Supervision Matter? // *IMF Working Paper*. No. 261.
- Prasad E.** (2010). After the Fall // *Finance & Development*. June.
- Shirakawa M.** (2012). Central Banking – before, during, and after the Crisis. [Электронный ресурс] Remarks at a Conference Sponsored by the Federal Reserve Board and the International Journal of Central Banking. Washington DC. 24 March 2012. P. 2. Режим доступа: <http://www.bis.org/review/r120329b.pdf>, свободный. Загл. с экрана. Яз. англ. (дата обращения 12.08.2013).

Поступила в редакцию 13 августа 2013 года

Редколлегия Журнала Новой экономической ассоциации приносит извинения М.М. Локшину и Р.Г. Емцову, авторам заметки «Бедность и неравенство в современной России» (ЖНЭА, 2013, № 2 (18)), в связи с тем, что им не было своевременно сообщено о снятии из номера статьи, обсуждению которой был посвящен их текст.