

Макроэкономическая стабильность и микропруденциальное регулирование внешнего корпоративного долга России

Сергей Александрович Переход, аналитик ИК «Финам»;
аспирант НИУ «Высшая школа экономики», г. Москва
E-mail: s.perehod@gmail.com, ORCID 0000-0002-4606-1226

Аннотация

Статья посвящена исследованию рисков внешнего корпоративного долга России и инструментов нивелирования текущих шоков (санкций, глобальной рецессии из-за пандемии COVID-19, низких цен на нефть) для обеспечения макроэкономической стабильности. Проведена детальная декомпозиция долга и анализ вероятных уязвимостей, сделан вывод о наиболее значимом риске перекладывания корпоративных обязательств на государственные финансы.

На основе выборки динамики долга за 2006–2019 гг. (56 наблюдений) показано более активное наращивание заимствований государственными компаниями (в сравнении с частным сектором), введено понятие «опцион господдержки». Уточнено определение финансовой стабильности в контексте долговой устойчивости. На основании выявленных рисков сделан вывод о необходимости координации заемной политики госкомпаний на внешних рынках и предложены элементы стратегии снижения угроз для страны. Проведено сопоставление микро- и макропруденциального подходов и особенности их применения в открытой экономике — экспортере сырья.

Ключевые слова: внешний корпоративный долг, макропруденциальная политика, финансовая стабильность, риск-менеджмент

JEL: F34, H63, G32

Для цитирования: Переход С. А. Макроэкономическая стабильность и микропруденциальное регулирование внешнего корпоративного долга России // Финансовый журнал. 2020. Т. 12. № 3. С. 102–113. DOI: 10.31107/2075-1990-2020-3-102-113.

DOI: 10.31107/2075-1990-2020-3-102-113

Macroeconomic Stability and Microprudential Regulation of Russia's Foreign Corporate Debt

Sergey A. Perekhod^{1, 2}

E-mail: s.perehod@gmail.com, ORCID 0000-0002-4606-1226

¹ Finam, Moscow 127006, Russian Federation

² National Research University Higher School of Economics, Moscow 101000, Russian Federation

Abstract

The article is devoted to the study of the risks of external corporate debt and instruments for leveling current shocks (sanctions, global recession due to the COVID-19 pandemic and low oil prices) for macroeconomic stability. A detailed decomposition has been carried out, and an analysis of probable vulnerabilities has been performed; a conclusion is drawn about the most important aspects, namely the redistribution of obligations on public finances. Based on a sample of debt dynamics

for 2006–2019 (56 observations), a more active increase in borrowing by state-owned companies is revealed (compared with the private sector), and the concept of “state support option” is introduced. The definition of financial stability in the context of debt sustainability is clarified. The strategy is based on issues related to threats to countries. The micro- and macroprudential approaches are compared with the features of their application in an open economy.

Keywords: external corporate debt, macroprudential policy, financial stability, risk management

JEL: F34, H63, G32

For citation: Perekhod S.A. Macroeconomic Stability and Microprudential Regulation of Russia’s Foreign Corporate Debt. *Financial Journal*, 2020, vol. 12, no. 3, pp. 102–113 (In Russ.). DOI: 10.31107/2075-1990-2020-3-102-113.

ВВЕДЕНИЕ

Последствия кризиса 2008 г. сфокусировали внимание центральных банков на предупреждении системных шоков, а политика обеспечения финансовой стабильности стала мейнстримом. В последние годы Банк России достиг большого прогресса в этом направлении, однако, несмотря на повышение устойчивости экономики после санкций 2014–2015 гг., оздоровления банковского и государственного секторов, она остается уязвимой для внешних факторов. Фактическая приостановка экономической деятельности по всему миру в начале 2020 г. может повлечь цепную реакцию распространения системных рисков. Уже сейчас можно наблюдать кризис ликвидности на рынках США: снижение фондовых индексов с темпами периода Великой депрессии, рекордный отток капитала из биржевых фондов, обвал стоимости облигаций инвестиционного уровня, паника центральных банков — снижение ставок и очередной перезапуск программ безлимитного выкупа активов (QE). Все это косвенно предвещает новый глобальный кризис и вынуждает исследовать риски внешних корпоративных обязательств для финансовой стабильности России.

Для начала стоит уточнить определение финансовой стабильности, т. к. до сих пор в литературе нет консенсуса и формальное определение не устоялось. Принципиальные разногласия в том, можно ли детерминировать ее в количественных параметрах (амплитуда отклонения ВВП или снижение стоимости активов) или она связана с качественными факторами (например, с бесперебойностью рынка финансового посредничества). В ряде публикаций финансовая стабильность определяется через категорию «системный риск» [IMF, 2011] — риск дестабилизации всей отрасли из-за проблем одной компании. В первой интерпретации системный риск связан с риском ликвидности, который влечет за собой реализацию всех остальных. Во второй — является индикатором уровня устойчивости при распространении стресса на других агентов сектора.

В своем исследовании мы определяем финансовую стабильность в контексте долговой устойчивости как *состояние платежеспособности компаний в периоды макроэкономических шоков, во время которых они обеспечены резервами или без существенного объема рефинансирования на финансовых рынках могут исполнять свои обязательства в ранее запланированные сроки*. Соответственно, превентивные меры нацелены на недопущение массовых дефолтов и поддержание ликвидности долгового рынка.

Следующие за определением вопросы: почему Россия, являясь нетто-кредитором, накопила столь значительный долг? Через какие каналы долг усиливает шоки и какова специфика их влияния в малых открытых экономиках стран — экспортеров сырья? Какова эффективность различных пруденциальных мер и каковы их нежелательные эффекты? А также остались ли какие-либо уязвимости, учитывая адаптацию к санкциям и значительное сокращение внешних обязательств?

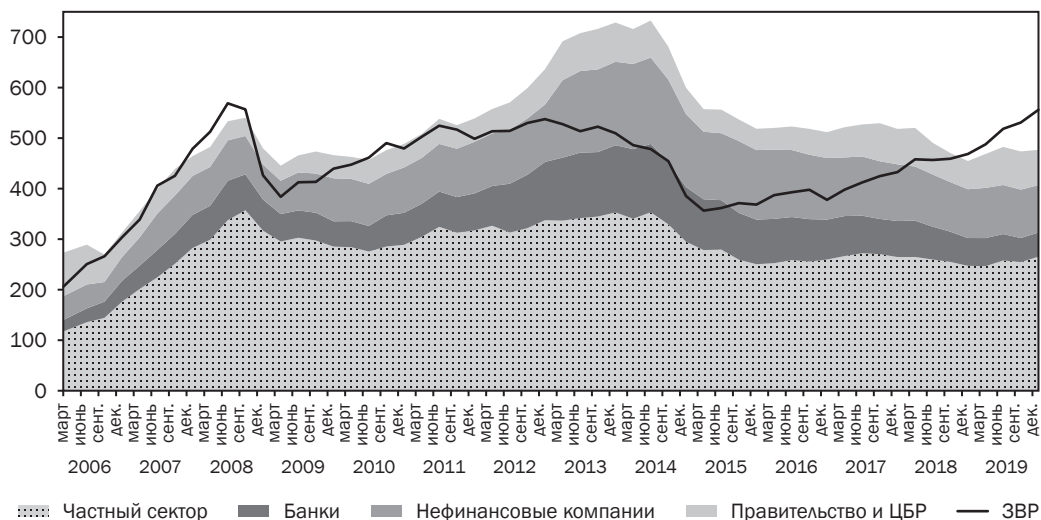
ОБЗОР ДИНАМИКИ ДОЛГА

Рассмотрим предпосылки формирования задолженности. Одновременное совпадение сырьевого цикла и роста инвестиционных потребностей внутри страны в начале 2000-х гг. вызвало массовый приток капитала. Переживший дефолт внутренний финансовый рынок не смог конкурировать с иностранным капиталом по уровню ставок, длительности и объему кредитования, а в период устойчивого укрепления рубля к доллару (до 2007 г.) внешнее кредитование стало еще дешевле. Дополнительно к этому в 2003 и 2006 гг. произошла либерализация валютного законодательства, в результате чего иностранные инвесторы получили свободный доступ на рынок РФ, а российские организации получили возможность беспрепятственного выхода на международные рынки.

В итоге до 2008 г. рост экономики сопровождался быстрым накоплением внешней задолженности, которое прервал мировой кризис, но уже с 2011 г. оно возобновилось и было остановлено новым кризисом. «Перелом» 2014 г. значительно увеличил стоимость заимствований: санкции ограничили сроки финансирования до 14 дней, доходы компаний снизились вместе с ценами на нефть, а кредитный риск вырос — суверенные рейтинги агентств S&P, Moody's (Ba1 — самый низкий) и Fitch стали спекулятивными, стоимость CDS 5Y Russia¹ в моменте возросла с 170 до более 600 б. п. Шоковый рост доходностей по еврооблигациям и кредитам иссяк за год, но в пиковые периоды они взлетали на 20–40 % [Омельченко А. Н., Хрусталева Е. Ю., 2016]. С 2016 г. на фоне роста глобальных рынков, повышенной склонности инвесторов к риску и восстановления экономики произошло снижение премий CDS до 59,7 б. п. и повышение рейтинга Fitch до «стабильного ВВВ» (самый высокий). В результате долг сократился на 285,5 млрд долл. США и соответствует уровню десятилетней давности (рис. 1) — 450 млрд долл., а резервы Банка России превысили его на 110,6 млрд долл.

Рисунок 1

Динамика государственного и частного долга за 2006–2020 г., млрд долл. США / Dynamics of public and private debt in 2006–2020, billion US dollars



Источник: расчеты автора по данным Банка России / Source: author's calculations based on data of the Bank of Russia.

¹ CDS (credit default swap) — финансовая операция страхования кредитного риска эмитента.

В ходе анализа были выявлены следующие риски, связанные с государственным и частным долгом.

Риск перекалывания долга на государственные резервы. Учитывая высокую роль государства в экономике, значительная часть долга является квазигосударственной. По данным банка России на начало 2020 г. 141,6 млрд долл. приходилось на госкомпании, а весь такой долг (вместе с долгом государственных органов) составил 225,5 млрд долл. Такую структуру обязательств необходимо учитывать при анализе устойчивости, ведь именно государство часто вынуждено страховать долги системообразующих предприятий из опасений перехода заложенных активов к иностранным кредиторам. Только благодаря господдержке в 2008 и 2014–2015 гг. удалось предотвратить дефолты госкорпораций.

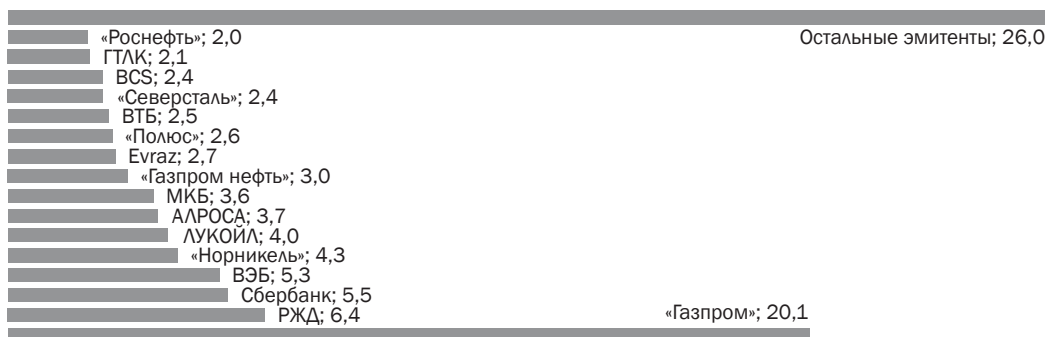
Риски срока погашения. В структуре преобладает относительно долгосрочный долг (более пяти лет): из общей внешней задолженности 20,6 млрд долл. — долг до востребования, 59,3 млрд долл. необходимо выплатить в 2020 г., срок от одного года до двух лет — 55,44 млрд долл. и еще на 64,3 млрд долл. График выплат не определен. Проведенный анализ рынка еврооблигаций показал, что 245 эмиссий должны быть погашены до конца 2025 г. (87 %) и только 32 выпуска имеют срок погашения с 2026 до 2052 г.

Валютные риски. Выплаты по долгам во многом определяют и отток капитала из страны, а приток ограничен санкциями — под них попало около 50 % долга всех нефинансовых компаний и 15 % долга банков. Это стало причиной изменения его структуры из-за переориентации компаний на внутренний долговой рынок и увеличения доли рублевых заимствований до 71 %. За период между пиком объема долга во II кв. 2014 г. и III кв. 2019 г. структура долга изменилась в следующих долях: долларовая часть снизилась с 62,2 до 51,8 %, рублевая — с 24 до 23,4 %, доля долга в евро выросла с 11,6 до 21,8 %, доля других валют выросла с 2,1 до 3 %. Более статичным оказался рынок еврооблигаций — из всего объема (98,53 млрд долл.) долларовые долги составляют 79,16 %, рублевые — 4,28 %, евро — 10,33 %, другие валюты (CHF, CNY, GBP) составляют 6,23 %. Поскольку санкции запрещают взаимодействие с американскими и частично европейскими компаниями, структура долга может еще больше измениться, т. к. контрагенты опасаются вторичных санкций [Переход С. А., 2019].

Доля валютных заимствований существенно различается по отраслям. Она традиционно высока для экспортеров (более 70 % компаний): добыча полезных ископаемых, химия и нефтехимия, металлургия (рис. 2). С точки зрения таких компаний наличие долга в иностранной валюте достаточно рационально, т. к. возникает «естественное хеджирование». Однако исследования [Коротин В. Ю., Исламов Р. Т., 2014] показывают, что эффект от такого хеджирования довольно слабый и его возможности часто преувеличиваются.

Рисунок 2

Крупнейшие эмитенты еврооблигаций, млрд долл. США / Largest issuers of eurobonds, billion US dollars



Источник: расчеты автора по данным cbonds.ru / Source: author's calculations according to cbonds.ru.

Риски концентрации долга. Они достаточно типичны для российского рынка и связаны со структурой экономики — есть очень крупные компании, активы которых превышают активы многих банков. Финансовые трудности в таких организациях усиливают волатильность на рынках и могут стать причиной снижения инвестиционной активности, а также вызвать кризис банковской системы и возникновение бюджетного дефицита.

Несмотря на рост долговой нагрузки после 2014–2015 гг. (из-за переоценки валютных пассивов), все секторы (кроме строительства и машиностроения) демонстрируют приемлемый уровень отношения процентных расходов к EBITDA даже в нефтегазовой отрасли, где долг в абсолютных значениях большой [Банк России, 2019]. В предыдущие годы кредитование крупных заемщиков быстро росло из-за замещения внешнего долга внутренним, после 2014 г. ситуация изменилась — кредитование росло медленно, компании получали высокую прибыль и увеличивали дивиденды.

В целом для России метрики долговой устойчивости находятся на комфортном уровне: коэффициент «Внешний долг/ВВП» — 29 % (выше 50 % — высокий риск), а «платежи по внешнему долгу/экспорт» — 22 % (выше 25 % — высокий риск), что по методологии МВФ оценивается как низкий и средний уровень риска соответственно. Объем международных резервов (562,4 млрд долл.) полностью покрывает весь долг (для сравнения: долг Турции, Чили, ЮАР, Индонезии превышает резервы в 3–5 раз) и импорт на 16 месяцев (при необходимом трехмесячном запасе). Экспортеры обеспечивают достаточный приток валюты — в 2019 г. профицит счета текущих операций достиг 70,6 млрд долл. (в 2020 г. возможен дефицит). В условиях низкого роста ВВП у бизнеса нет потребности в серьезном кредитовании. Отдельно стоит отметить политические риски для компаний: полное ограничение внешнего финансирования, вероятность заморозки активов из-за судебных процессов против «Газпрома» и по делу ЮКОСа, блокирование проекта «Северный поток-2», политические ковенанты, предусматривающие досрочное погашение обязательств, массовый отток капитала нерезидентов из ОФЗ (доля 33,2 %, или более 2,9 трлн руб.) и еврооблигаций (доля 54,5 %, или 22,3 млрд долл.) могут снизить устойчивость компаний.

ОПЦИОН ГОСУДАРСТВЕННОЙ ПОДДЕРЖКИ

Поведение компаний на долговом рынке зачастую происходит по следующему алгоритму: на повышательной фазе инвестиционного цикла они активно привлекают заемные средства, что в краткосрочном периоде повышает экономическую активность, однако в среднесрочном — долг увеличивает их уязвимость, и во время реализации стресса государство вынуждено тратить суверенные резервы на спасение их от дефолта. Согласно отчету Всемирного банка, российский кризис 2008 г. начался «как кризис частного сектора, спровоцированный чрезмерными заимствованиями частного сектора в условиях глубокого тройного шока: со стороны условий внешней торговли, оттока капитала и ужесточения условий внешних заимствований» [Всемирный банк, 2009, с. 13].

Чтобы исправить ситуацию, правительством был сформирован перечень из 295 системообразующих организаций, которые получили прямую господдержку в размере 735,3 млрд руб. (ВЭБ получил 175 млрд руб., АСВ — 200 млрд, ВТБ — 180 млрд, РСХБ — 45 млрд, РЖД — 50 млрд руб.). Банк России выдал субординированный кредит Сбербанку на 500 млрд руб., а всего кредитов без обеспечения банкам — 3,116 трлн руб.; ФНБ разместил в ВЭБе депозит в размере 267,4 млрд руб. и денежные средства на реструктуризацию банковских долгов (297,1 млрд руб.)². Крупнейшие компании (ТНК, «Русал», ЛУКОЙЛ, Х5, «Газпром», Evraz, «Роснефть» и «ВымпелКом») обратились к государству за

² Расчеты автора на основе официальных источников.

помощью в рефинансировании обязательств. Эта ситуация повторилась в 2014 г.: несбалансированность валютных активов и пассивов организаций, резкое снижение цен на нефть и ограничение доступа на иностранные рынки капитала вызвали огромный финансовый шок. Государство было вынуждено выделить 1 трлн руб. на докапитализацию 27 банков, а также страховать Внешэкономбанк от рекордных убытков в 1,2 трлн руб. за 2014–2017 гг. На основании проведенного анализа можно выдвинуть гипотезу, что системно значимые компании ведут более рискованную заемную политику, т. к. уверены в том, что их поддержат из-за принципа *too big to fail*.

Чтобы исследовать эффект «опциона господдержки», была собрана квартальная статистика динамики объема долгов с I кв. 2006 г. по III кв. 2019 г. Расчеты выявили изменение среднеквартального роста долга в зависимости от экономического цикла. Декомпозиция динамики обязательств показала, что частные компании более активно занимали лишь в коротком первом периоде, но сильнее сокращали во втором и четвертом. Госкомпании за счет нефинансового сектора наращивали долг даже в период кризиса, а после 2008 г. темпы роста значительно опережали динамику частного долга. Только санкции после 2014 г. смогли заставить госкомпании его сокращать (табл. 1).

Таблица 1

Среднеквартальное изменение долга по периодам роста и падения ВВП / The average quarterly change in debt for periods of growth and decline in GDP

	Рост I кв. 2006 – III кв. 2008 гг.	Спад IV кв. 2008 – IV кв. 2009 гг.	Рост I кв. 2010 – IV кв. 2014 гг.	Спад I кв. 2015 – I кв. 2016 гг.	Рост II кв. 2016 – III кв. 2019 гг.
Периоды	1	2	3	4	5
Частные компании: темп роста, %	18,59	-2,0	0,19	-1,86	-0,11
Частные компании: накопленный долг за период, млн дол.	239 855	-31 620	10 863	-25 933	-4076
Госкомпании: темп роста, %	10,04	0,67	4,35	-0,8	-2,44
Госкомпании: накопленный долг за период, млн дол.	77 233	4384	117 564	-9374	-74 337

Источник: расчеты автора по данным Банка России / Source: author's calculations based on data of the Bank of Russia.

МИКРО- И МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНАЯ ПОЛИТИКА

После определения финансовых деформаций необходимо решить, в какой момент и какой из инструментов должен быть введен/усилен либо ослаблен/отменен. Кризисы вынудили регулятора иметь в арсенале различные инструменты для сглаживания бизнес-циклов, укрепления устойчивости финансового сектора и обеспечения стабильности, снижения накопленных идиосинкратических рисков, нивелирования эффектов финансовых циклов на рост ВВП [IMF, 2019].

Современная финансовая архитектура сочетает в себе микро- и макропруденциальные составляющие, которые в обоих случаях направлены на обеспечение стабильности, но способы ее достижения различаются, и они могут как синергетически дополнять друг друга, так и вступать в противоречие (табл. 2). Перечисленные инструменты используются с учетом состояния рыночной среды: переменные инструменты — в зависимости от фазы цикла или стрессовых факторов, постоянные — в любое время (нацелены на укрепление инфраструктуры) [Group of Thirty, 2010; Банк России, 2017а]. Особенность второго подхода состоит в том, что его применение растянуто во времени, поэтому применение постоянных инструментов следует планировать заблаговременно.

**Сопоставление макро- и микропруденциального подходов /
Comparison of macro- and microprudential approaches**

Аспект	Микропруденциальный подход		Макропруденциальный подход	
Тактическая цель	Снижение идиосинкратического риска		Предотвращение системных сбоев	
Стратегическая цель	Защита интересов кредиторов, инвесторов и вкладчиков		Минимизация сокращения ВВП	
Модель рисков	Специфические шоки		Общие и систематические шоки	
Макроэкономический фактор	Экзогенный		Эндогенный	
Взаимосвязанность и концентрация	Незначима		Значима	
Оценка перспектив	Акцент на внутреннем контроле и проверках		Вероятностный подход, основанный на оценках рисков и сценарном анализе	
Раскрытие информации	Отчеты по РСБУ и конфиденциальная информация для целей надзора		Публичное освещение результатов оценки финансовой устойчивости и сигналов раннего оповещения	
Калибровка регулирования	Подход «снизу вверх»: отслеживание рисков отдельных агентов		Подход «сверху вниз»: отслеживание дисбалансов во всем секторе	
Инструмент	Преимущество	Недостаток	Преимущество	Недостаток
Стресс-тестирование	Позволяет оценить достаточность капитала	Не учитывает распространение системного риска [Freixas X. et al., 2015]	Оценка системных рисков	Сложность моделирования эффектов финансового заражения
Нормативы	Ограничение кредитных рисков и формирование резервов на возможные потери	Исполнение требований де-факто не гарантирует устойчивость	Качественный рост риск-менеджмента компаний и анализ трансграничных взаимосвязей	Избыточное резервирование капитала снижает объемы кредитования
Ограничения активов и пассивов	«Тонкая настройка» баланса организации	Снижает эффективность бизнеса узкоспециализированных компаний	Потенциальное снижение влияния «пузырей» цен	Может привести к уходу из отрасли низкорентабельных компаний

Источник: составлено автором по работам [Дьячков Д. В., 2018; Екпу V., 2016] / Source: compiled by the author based on the works [Dyachkov D.V., 2018; Ecpu V., 2016].

Базовыми постоянными целями пруденциальной политики являются:

1) повышение устойчивости системно значимых компаний и снижение риска концентрации. Меры состоят из разнообразных динамических надбавок к коэффициентам риска и резервирования буферов капитала в зависимости от компаний, секторов, классов активов;

2) контроль уровней финансового рычага. Чрезмерный рост кредита может стать причиной роста финансовых пузырей из-за недостаточной пропорции пассивов к капиталу. Соотношение активов и пассивов определяет платежеспособность организации — зависимость от краткосрочного фондирования может вынудить к распродаже активов по нерыночным ценам. Надбавки позволяют сдерживать рост кредита во время подъема цикла и формируют запас ликвидных активов, что смягчает падение ВВП во время рецессии;

3) контроль уровня внешнего долга связан с необходимостью сглаживать процикличность притоков капитала и повышать устойчивость к резким оттокам. Меры снижения рисков включают ограничения к заемщикам (отношение кредита к стоимости обеспечения/доходу по кредитам), интервенции для ослабления валютного курса (делает внешние займы дороже) или ограничения притока капитала.

Указанные меры (табл. 3) оказывают двойственное влияние на рынок, создание резервов или валютных ограничений сглаживает эффекты шоков, но и увеличивает издержки и сокращает инвестиции, что приводит к уменьшению прибыли [Кадомцева С. В., Исраэлян М. А., 2016]. В итоге имеем парадокс, заключающийся в противоречии между финансовой стабильностью и эффективностью работы капитала. Более того, наличие регулирования может создать впечатление устойчивости компаний к шокам, что приводит к более рискованному поведению агентов. В условиях шока пруденциальные меры могут оказаться неэффективными — инерционное накопление долга не замедляется в фазе спада, а из-за неспособности компенсировать совокупный спрос «закручивается» дефляционная спираль, что приводит к росту реального долга и долговой нагрузки заемщиков.

Таблица 3

**Классификация инструментов пруденциальной политики /
Classification of prudential policy instruments**

Инструмент	Повышение устойчивости сектора	Сглаживание цикла	Ограничение рычага	Источник инициативы
Регуляторный капитал				
Коэффициент левериджа (соотношение капитала и активов)	*		*	«Базель III»
Дифференцированные надбавки к нормативам достаточности капитала		*	*	
Контрциклический буфер капитала и дополнительные требования для системно значимых институтов (SIFI)		*	*	
Буфер консервации капитала	*		*	
Надбавка за системную значимость	*		*	Швейцария, Китай
«Условный» (<i>contingent</i>) капитал	*			США, Нидерланды
Ограничения на распределение прибыли для докапитализации банков	*	*	*	«Базель III»
Ликвидность				
Нормирование соотношения долгосрочных активов и пассивов	*		*	«Базель III»
Показатель краткосрочной ликвидности	*		*	
Нормирование покрытия ликвидности LCR (<i>Liquidity coverage ratio</i>)		*		Банк междунац. расчетов (БМР)
Резервы на возможные потери				
Динамические резервы на возможные потери	*	*		Банк Испании
Лимитирование операций				
Норматив соотношения объема кредита и стоимости залога LTV (<i>Loan to value ratio</i>)		*		Гонконг, Южная Корея
Норматив соотношения процентных выплат и дохода заемщика LTI (<i>Loan to income</i>)		*		
Нормативы задолженности и дохода DTI (<i>Debt to income</i>)		*		
Изменяющиеся размеры маржи и дисконта для сделок РЕПО		*		БМР
Лимит вариационной маржи		*		
Лимит валютной позиции		*		Индия, Малайзия, Филиппины
Лимит кредитования в иностранной валюте		*		
Лимит риска концентрации (норматив Н30)	*	*		БМР
Норматив стабильного фондирования (NSFR)		*		Китай, Корея, БМР
Норматив внешних заимствований		*		Банк Казахстана

Источник: составлено автором по работам [BIS, 2010; IMF, 2011; Банк России, 2011] / Source: compiled by the author based on the works [BIS, 2010; IMF, 2011; Bank of Russia, 2011].

Заблаговременное использование пруденциальных инструментов во время восходящей фазы кредитного цикла позволяет стимулировать экономику, не перегруженную долговым бременем, даже в условиях рецессии. Однако реализация пруденциальных мер может столкнуться со значительными ограничениями в малых открытых экономиках [Иванова Н. и др., 2019] и тем более сильно зависящих от экспорта сырья (подобно России) [Джагитян Э. П., 2017]. В литературе присутствует важная оговорка относительно таких стран: из-за свободного движения капитала регуляторы не могут одновременно устанавливать процентные ставки и курс валюты. «Невозможная троица» превращается в простую дилемму: валютный курс может стать преградой для установления внутренних процентных ставок, а попытки ужесточения денежной политики провоцируют приток капитала и еще большее укрепление курса национальной валюты. Аналогичный эффект в странах — экспортерах сырья: в периоды роста цен страна становится привлекательной для притока капитала (снижаются премии за риск, укрепляется валютный курс, происходит рост стоимости залогов, который оказывает влияние на предложение кредитов) [Банк России, 2017b]. В случае замедления экономики капитал «разворачивается» и накопленные дисбалансы уже не могут поддерживаться, возникает обратный порочный круг: желание инвесторов избавиться от плохих активов приводит к уменьшению их цены или дефолтам, что снижает ликвидность и капитал агентов. В итоге они сокращают свою деятельность, что еще сильнее влияет на цены активов, далее снижается совокупный спрос в экономике и провоцирует дефолты. Проблема обостряется тем, что при принятии индивидуальных решений ни банки, ни заемщики не учитывают экстерналий этих решений на макроуровне [Екри, 2016, р. 36]. Поэтому меры должны быть контрциклически сырьевым циклам. На данный момент подобные риски немного снизились из-за санкционных ограничений притока иностранного капитала и низких цен на нефть.

Инструменты реагирования на стресс носят реактивный характер, что позволяет сглаживать волатильность и распространение системных рисков. Реагирование на стресс предусматривает сдерживание эффектов финансового заражения через предоставление краткосрочной ликвидности (как правило, через РЕПО) или ослабление регуляторных требований для проблемных банков. Крайними мерами могут быть ограничения на «короткие продажи» или операции с деривативами, ограничения (или налоги) на движение капитала.

Применение части этих инструментов потребовалось и в начале 2020 г. на фоне распространения пандемии вируса COVID-19 и провала продления сделки ОПЕК+. В начале марта Банк России на 30 дней отложил покупку валюты и, более того, приступил к ее продаже в рамках бюджетного правила, увеличил лимит по операциям «валютный своп», до 30 сентября ввел регуляторные послабления, предоставил 1,5 трлн рублевой ликвидности на аукционах РЕПО.

НОВЫЕ ЭЛЕМЕНТЫ РИСК-СТРАТЕГИИ

Санкции после 2014 г. стимулировали ускорение принятия мер, повышающих устойчивость финансового сектора, и некоторые меры внедрялись бы и в их отсутствие, но более медленными темпами. Во-первых, Банк России вывел с рынка или докапитализировал через ФКБС финансово несостоятельные организации: из 923 банков осталось 436; во-вторых, проведен ряд мер по девальютации экономики: снижение ключевой ставки и рефинансирование валютного долга на рублевый, снижение объема валютных кредитов и депозитов, продвижение рубля как расчетной валюты на пространстве ЕАЭС; в-третьих, применение бюджетного правила, которое предполагает покупку валюты в резервы ФНБ на доходы от продажи нефти при цене выше 40 долл. за баррель, что частично стабилизировало доходы бюджета и валютный курс. Вышеперечисленные меры в меньшей степени коснулись нефинансовых компаний в силу того, что Банк России не имеет

юридических полномочий по контролю за ними, потому важнейшим в этом плане видится превентивное снижение их рисков.

В мировой практике широкое применение имеют разнообразные *ограничения как на объемы (пороги долга), так и на инструменты внешнего финансирования*. С одной стороны, ограничения могут быть реализованы посредством надбавок к коэффициентам риска при их кредитовании национальными банками, с другой — это не мешает организациям занимать на внешних рынках. Для применения их в России первым этапом должна стать разработка единых критериев определения опасной черты долговой нагрузки, а возможными метриками могут быть норматив Н6 (норматив максимального риска на заемщика), долг компании к ВВП, совокупный долг/EBITDA или EBITDA/процентные расходы. На следующем этапе следует установить дифференцированные надбавки по отраслям. Дополнительно можно исследовать целесообразность законодательных ограничений заимствований для нефинансовых компаний.

Новыми элементами повышения эффективности управления внешним долгом могут стать:

Координация заемной политики. Для контроля активности на внешних рынках необходимо разработать стратегию совместного развития организаций. Для этого необходимо по аналогии с банками формализовать перечень системно значимых нефинансовых компаний. Регуляторами этой работы могут выступить Минфин и Минэкономразвития.

Продолжение курса на дедолларизацию долга и экономики. Санкции уже оказали влияние на рынок еврооблигаций, и компании все больше должны ориентироваться на рублевые займы. Если будет запрещено использование долларовых корреспондентских счетов, ликвидность активов снизится и создаст проблемы для погашения обязательств. В таком случае Банк России будет обязан из своих резервов поддерживать ликвидность. Для мягкой девальютации планомерно повышаются резервные требования по обязательствам в иностранной валюте: перед юрлицами-нерезидентами — 8 %, перед физлицами — 7 %. Также повышены коэффициенты риска по кредитам и облигациям в иностранной валюте для экспортеров до 110 %, а неэкспортеров — до 130 %. Обсуждается идея страхования валютных вкладов в части снижения предельного отклонения ставок от базовой доходности, сверх которого банки уплачивают дополнительные взносы. В связи с частичной переориентацией торговли на азиатские рынки можно диверсифицировать портфель займами в китайских юанях.

Развитие внутреннего долгового рынка предполагает кардинальные решения замещения наиболее дорогих зарубежных долгов отечественным капиталом. Однако существует несоответствие доступного предложения внутреннего финансирования (по своим срокам, стоимости, масштабам и уровню терпимости к риску) инвестиционным потребностям. Частично это можно решить, репатриировав капитал избыточных иностранных активов тех же госкомпаний. Уже сейчас происходит активное снижение процентных ставок российского денежного рынка, соответственно, снижается требуемая доходность и расходы на обслуживание при покупке облигаций. Также следует обратить внимание на ускоренное развитие инструментов, обеспечивающих трансформацию распыленных внутренних капиталов в концентрированные «длинные» займы. Речь идет о рынках долгосрочных корпоративных облигаций и синдицированных кредитов.

Долговое финансирование инвестиций. Рост долга без роста инвестиций может привести к «долговой пирамиде», когда экономика перейдет от производственной составляющей к обслуживанию долга, поэтому заемные средства должны направляться на инвестиции. Важным фактором является прозрачность и возможность оценки эффективности использования заемных средств.

Включение в методологию определения системно значимых банков критерия международной активности [Банк России, 2020, с. 4]. Банком России предложено дополнение

критериев определения системно значимых банков путем включения в них показателей привлечения средств от нерезидентов (вес 5 %) и их кредитования (5 %). В документе также предлагается применять дифференцированные надбавки за системную значимость и норматив концентрации кредитного риска НЗ0, требования TLAC/MREL³, которые могут способствовать снижению затрат государства на спасение банков.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Начало 2020 г. сопровождалось обвалом фондовых и сырьевых рынков, стремительным замедлением мировой экономики, что может предвещать новый глобальный кризис. Пока основной шок пришелся на финансовый сектор, но в условиях продолжительного периода низкого спроса на товары российского экспорта может произойти значительное сокращение ВВП. Несмотря на резкое понижение ключевых ставок центральными банками, спреды доходности по займам выросли, что затруднит возможности рефинансирования долга уже сейчас.

За последние годы долговая устойчивость России качественно улучшилась по сравнению с кризисами 1998, 2008 или 2015 гг., и сейчас мы как никогда подготовлены к подобным событиям. Тем не менее постоянное совершенствование концепции макропруденциализма и риск-менеджмента внутри организаций создаст предпосылки для упреждения новых системных шоков.

Список источников

- Всемирный банк в России. Доклад об экономике России / Всемирный банк, 2009. 32 с.
- Джагитян Э. П. Макропруденциальная политика в посткризисном банковском регулировании // Мировая экономика и международные отношения. 2017. Т. 61. № 11. С. 13–23. URL: <https://doi.org/10.20542/0131-2227-2017-61-11-13-23>.
- Дьячков Д. В. О взаимодействии макропруденциальной и микропруденциальной политик // Вестник евразийской науки. 2018. № 4. С. 1–10.
- Иванова Н., Андреев М., Синяков А. и др. Обзор конференции Банка России «Эффективность макропруденциальной политики: теория и практика» // Деньги и кредит. 2019. Т. 78. № 3. С. 89–121.
- Кадомцева С. В., Исраелян М. А. Макропруденциальное регулирование и разработка системы раннего оповещения о потенциальном возникновении финансовой нестабильности в России // Научные исследования экономического факультета. Электронный журнал. 2016. Т. 7. № 4. С. 7–27.
- Концепция макропруденциального стресс-тестирования / Банк России, 2017. 71 с.
- Коротин В. Ю., Исламов Р. Т. Риск-ориентированное планирование структуры долга нефтяной компании // Проблемы экономики и управления нефтегазовым комплексом. 2014. № 12. С. 59–65.
- Обзор финансовой стабильности. II–III кварталы 2019 года. № 2 (15) / Банк России, 2019. 74 с.
- Об определении системно значимых кредитных организаций и подходов к их регулированию / Банк России, 2020. 30 с.
- Омельченко А. Н., Хрусталева Е. Ю. Оценка влияния санкций на стоимость финансирования предприятий в России // Экономический анализ: теория и практика. 2016. № 10 (457). С. 4–16.
- Переход С. А. Риски внешнего корпоративного долга российских компаний / Государственное управление и развитие России: национальные цели и институты. Сборник статей международной конференц-сессии РАНХиГС. 2019. Т. 1. С. 974–985. М.: ИД «Научная библиотека».
- Роль макропруденциальной политики в условиях корреляции сырьевых циклов с потоками капитала и финансовым циклом / Банк России, 2017. 21 с.
- Екпу V. Micro-prudential Vs Macro-prudential Approaches to Financial Regulation and Supervision / Conference Paper. WAIFEM, 2016. 58 p.

³ Инструменты *Total loss-absorbing capacity (TLAC)* обеспечивают способность поглощения убытков глобальных системно значимых банков на стадии урегулирования их несостоятельности посредством прекращения обязательств или конвертации требований по ним в обыкновенные акции. Стандарт *Minimum requirement for own funds and eligible liabilities (MREL)* содержит критерии для определения минимальных требований к собственным средствам и обязательствам.

Freixas X., Laeven L., Peydro J. L. Systemic Risk, Crises, and Macroprudential Regulation. Massachusetts: The MIT Press, 2015. 472 p.

Global Financial Stability Report. Lower for Longer / IMF, October 2019. 109 p.

Enhancing Financial Stability and Resilience: Macroprudential Policy, Tools, and Systems for the Future / Group of Thirty, October 2010. 96 p.

Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences / CGFS Paper № 38. BIS, 2010.

Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences / IMF, 2011. 85 p.

Поступила в редакцию 7 апреля 2020 г.

Принята к публикации 17 июня 2020 г.

References

Bank of Russia (2017a). The Concept of Macroprudential Stress Testing. 71 p. (In Russ.).

Bank of Russia (2017b). The Correlation of Commodity Cycles With Capital Flows and the Financial Cycle: the Role of Macroprudential Policy (In Russ.).

Bank of Russia (2019). Financial stability Report for the second and third quarters of 2019. № 2 (15). pp. 75. (In Russ.).

Bank of Russia (2020). On the Definition of Systemically Important Credit Organizations and Approaches to Their Regulation. 30 p. (In Russ.).

BIS (2010). Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences. CGFS Paper № 38. 37 p.

Dzhagityan E.P. (2017). Macroprudential Policy in Post-Crisis Banking Regulation. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya*, vol. 61, no. 11, pp. 13–23 (In Russ.). Available at: <https://doi.org/10.20542/0131-2227-2017-61-11-13-23>.

Diachkov D.V. (2018). On the Interaction of Macroprudential and Microprudential Policies. *Vestnik evraziiskoi nauki – The Eurasian Scientific Journal*, vol. 10, no. 4, pp. 1–10 (In Russ.).

Екпу В. (2016). Micro-prudential Vs Macro-prudential Approaches to Financial Regulation and Supervision. Conference Paper. WAIFEM, 58 p.

Freixas X., Laeven L., Peydro J.L. (2015). Systemic Risk, Crises, and Macroprudential Regulation. Massachusetts: The MIT Press. 472 p.

IMF (2011). Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences. 85 p.

IMF (2019). Global Financial Stability Report. Lower for Longer. October. 109 p.

Group of Thirty (2010). Enhancing Financial Stability and Resilience: Macroprudential Policy, Tools, and Systems for the Future, October, 96 p.

Ivanova N., Andreev M., Sinyakov A. et al. (2019). Review of Bank of Russia Conference on 'Macroprudential Policy Effectiveness: Theory and Practice'. *Russian Journal of Money and Finance*, vol. 78, no. 3, pp. 89–121 (In Russ.). Available at: <https://doi.org/10.31477/rjmf.201903.89>.

Kadomtseva S.V., Israelyan M.A. (2016). Macroprudential Regulation and Early Announced Development of the Potential Emergence of Financial Instability in Russia. *Nauchnye issledovaniya ekonomicheskogo fakul'teta – Scientific Research of Faculty of Economics*. Electronic Journal, vol. 7, no. 4, pp. 7–27. (In Russ.).

Korotin V.Yu., Islamov R.T. (2014). Risk-Oriented Planning of Debt Structures of an Oil Company. *Problemy ekonomiki i upravleniya neftegazovym kompleksom – Problems of Economy and Management of the Oil and Gas Complex*, no. 12, pp. 59–65 (In Russ.).

Omel'chenko A.N., Khrustalev E.Yu. (2016). Evaluation of Sanctions' Impact on the Cost of Financing for Russian Companies. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika – Economic Analysis: Theory and Practice*, no. 10, pp. 4–16 (In Russ.).

Perekhod S.A. (2019). Risks of External Corporate Debt of Russian Companies In: Public Administration and Development of Russia: National Goals and Institutions. Collection of articles of the international conference session of the RANEPa, vol. 1, pp. 974–985. Moscow: Nauchnaya biblioteka Publ. (In Russ.).

The World Bank (2009). The World Bank in Russia. Report on the Russian Economy. 32 p. (In Russ.).

Received 07.04.2020

Accepted for publication 17.06.2020