

DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-1-32-41

УДК 336.71(045)

JEL G21, G28

Эффективность макропруденциальной политики: проблемы измерения и оценки

Г.Г. Господарчук^а, Е.С. Зеленева^б^а Национальный исследовательский Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского, Нижний Новгород, Россия;^б Финансовый университет, Москва, Россия

АННОТАЦИЯ

Макропруденциальная политика центральных банков играет ключевую роль в обеспечении финансовой стабильности не только на уровне отдельных государств, но и в масштабе всей мировой экономики. В связи с этим адекватное измерение ее эффективности является **актуальной** задачей национальных и наднациональных органов финансового регулирования. Настоящее исследование направлено на решение данной задачи. **Цель** исследования – разработка индикаторов и критериев комплексной оценки эффективности макропруденциальной политики стран, позволяющих осуществлять межстрановой анализ этой эффективности и выявлять лучшие мировые практики в макропруденциальном регулировании. Исследование базируется на консолидации рыночного и институционального подходов к измерению финансовой стабильности, а также на использовании нормативных **методов** и методов сравнительного экономического анализа. **В результате** исследования разработаны новые индикаторы диагностики эффективности макропруденциальной политики. Предложены критерии, позволяющие определять международные позиции стран по уровню общей, рыночной и институциональной эффективности макропруденциальной политики. Тестирование разработанных индикаторов и критериев выполнено применительно к 180 странам за период 1998–2019 гг. Разработанные индикаторы и критерии эффективности макропруденциальной политики отличаются от существующих комплексным характером, так как учитывают стабильность финансовых рынков и финансовых систем одновременно. Они также являются более репрезентативными, поскольку включают расширенный спектр параметров, учитываемых в расчетах финансовой стабильности.

Ключевые слова: финансовый рынок; финансовые институты; финансовая стабильность; сравнительный анализ; макропруденциальная политика; эффективность политики; центральный банк

Для цитирования: Господарчук Г.Г., Зеленева Е.С. Эффективность макропруденциальной политики: проблемы измерения и оценки. *Финансы: теория и практика*. 2023;27(1):32-41. DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-1-32-41

Effectiveness of Macroprudential Policy: Problems of Measurement and Evaluation

G.G. Gospodarchuk^а, E.S. Zeleneva^б^а National Research Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod, Nizhny Novgorod, Russia;^б Financial University, Moscow, Russia

ABSTRACT

The macroprudential policy of central banks plays a key role in ensuring financial stability not only at the level of individual states but also on the scale of the entire global economy. In this regard, adequate measurement of its effectiveness is an **urgent** task for national and supranational financial regulatory authorities. The present study is focused on solving this problem. **The purpose** of the study is to develop indicators and criteria for a comprehensive assessment of the effectiveness of countries' macroprudential policies, allowing for a cross-country analysis of this effectiveness and identifying the best global practices in macroprudential regulation. The study is based on the consolidation of the market and institutional approaches to measuring financial stability, as well as on the use of normative **methods** and methods of comparative economic analysis. **As a result** of the study, new indicators for diagnosing the effectiveness of macroprudential policy have been developed. Criteria are proposed to determine the international positions of countries in terms of the level of general, market, and institutional effectiveness of the macroprudential policy. Testing of the developed indicators and criteria was carried out for 180 countries for the period 1998–2019. The developed indicators

and criteria for the effectiveness of macroprudential policy differ from the existing ones in a comprehensive manner, since they take into account the stability of financial markets and financial systems at the same time. They are also more representative as they include a wider range of parameters taken into account in financial stability calculations.

Keywords: financial market; financial institutions; financial stability; comparative analysis; macroprudential policy; policy effectiveness; central bank

For citation: Gospodarchuk G.G., Zeleneva E.S. Effectiveness of macroprudential policy: Problems of measurement and evaluation. *Finance: Theory and Practice*. 2023;27(1):32-41. DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-1-32-41

ВВЕДЕНИЕ

Как следует из наукоемкого обзора литературы [1], в последние годы наблюдается рост научного интереса к проблемам эффективности макропруденциальной политики центральных банков. Это связано с тем, что качественная макропруденциальная политика способна обеспечить финансовую стабильность и тем самым создать условия для экономического роста [2]. Однако, как отмечается в ряде публикаций [3–4], понимание обществом сущности и эффективности макропруденциальной политики до сих пор ограничено. В частности, научные исследования макропруденциальной политики и практика регулирования финансовой стабильности не дают исчерпывающих ответов относительно ее целей, режимов, трансмиссионного механизма, правил принятия решений органами государственного управления и оценки эффективности этих решений. Наличие нерешенных проблем во многом объясняется многогранным характером макропруденциальной политики и двойственностью ее цели: обеспечение стабильности финансовых рынков и финансовых систем [4].

В научных исследованиях преобладает фрагментарный подход к оценке эффективности макропруденциальной политики. Фрагментарность проводимых исследований сдерживает развитие методологии эффективного государственного регулирования финансовой стабильности. Международные стандарты по формированию и использованию инструментов финансового регулирования носят рекомендательный характер и допускают их коррекцию на уровне национальных юрисдикций. Желание устранить проблему фрагментарности в оценке эффективности макропруденциальной политики послужило мотивацией настоящего исследования.

Цель исследования — разработка индикаторов и критериев комплексной оценки эффективности макропруденциальной политики стран, позволяющих осуществлять межстрановой анализ этой эффективности и выявлять лучшие мировые практики в макропруденциальном регулировании.

Данное исследование состоит из нескольких разделов. Первый раздел включает обзор текущих исследований, связанных с измерением и оценкой

эффективности макропруденциальной политики центральных банков. Второй раздел представляет собой изложение новой концепции измерения этой эффективности, алгоритма расчета интегрального показателя и критериев, позволяющих строить рейтинги и определять международные позиции стран по уровню эффективности макропруденциальной политики. Третий раздел содержит тестирование разработанной системы индикаторов и критериев с использованием базы данных по 180 странам мира за период 1998–2019 гг. Следующий раздел посвящен обсуждению полученных результатов. В последнем разделе представлены основные выводы.

ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

Анализ научной и специальной литературы по теме исследования показывает, что в настоящее время сложились *три основных подхода* к анализу и оценке эффективности макропруденциальной политики.

В рамках *первого подхода* эффективность макропруденциальной политики оценивается достигнутым уровнем финансовой стабильности. При этом вопрос измерения финансовой стабильности на макроэкономическом уровне продолжает оставаться предметом острых научных дискуссий. Об этом свидетельствует наличие множества разнообразных концепций для определения финансовой стабильности, используемых в научных исследованиях и в практике регулирования финансовой стабильности [5]. Это затрудняет межстрановой анализ эффективности макропруденциальной политики, не позволяет выявлять лучшие мировые практики и распространять их на страны, генерирующие угрозы для финансовой стабильности.

В рамках *второго подхода* исследуется эффективность отдельных инструментов макропруденциальной политики. Суть данных исследований состоит в анализе влияния регулятивных инструментов на стабильность экономики, финансовых рынков и финансовых систем. При этом в качестве регулятивных инструментов, как правило, рассматриваются требования к банковскому капиталу и к долговой нагрузке финансовых корпораций.

Исследования эффективности требований к капиталу банков концентрируются в основном на анализе

влияния этих требований на цикличность экономики и устойчивость банковского сектора.

Результаты исследований проциклического характера требований к капиталу банков сформировали две точки зрения относительно эффективности этого регулятивного инструмента. Согласно первой точке зрения требования к достаточности банковского капитала являются эффективным регулятивным инструментом, поскольку положительно влияют на финансовую стабильность. Такой точки зрения придерживаются Hodbod A. и др. [6]. Согласно второй точке зрения нормативы достаточности банковского капитала имеют ограниченную эффективность, в связи с чем отсутствуют основания для увеличения этих требований. Данной точки зрения придерживаются J. Mankart и др. [7].

Результаты исследований влияния требований к капиталу банков на устойчивость банковского сектора также показывают наличие двух точек зрения. Согласно первой точке зрения [8, 9] повышение требований к банковскому капиталу увеличивает устойчивость банков. Согласно второй точке зрения [10, 11] эффективность регулятивного капитала как инструмента обеспечения стабильности банковской системы ставится под сомнение.

Исследования эффективности требований к долговой нагрузке финансовых корпораций базируются в основном на анализе влияния задолженности финансовых корпораций на финансовую стабильность.

Согласно результатам ряда исследований [12–15] финансовый левверидж является основным индикатором банковских кризисов и цикличности экономики. В частности, M. Gross и др. [15] обнаружили, что кредитное плечо имеет проциклический характер. Проциклическость кредитного плеча может запускать финансовые и кредитные циклы в периоды роста банковских активов. А в период экономического спада наиболее значимым риском является скорость снижения доли заемных средств [12]. В результате исследования влияния задолженности финансовых корпораций на финансовую стабильность A. Haldane и V. Madouros [13] пришли к выводу о необходимости ограничения этой задолженности. В развитие данной темы ряд ученых и экспертов провели сравнительный анализ эффективности регулятивных инструментов и установили, что регулирование долга оказывает более сильное влияние на риск, чем регулирование капитала [14].

Рассматриваемый подход обладает тем преимуществом, что позволяет выявлять достоинства и недостатки используемых регулятивных инструментов и на этой основе разрабатывать рекомендации по совершенствованию макропруденциальной политики.

В то же самое время проводимые исследования носят фрагментарный характер, поскольку концентрируются на анализе взаимосвязи между регулятивными инструментами и стабильностью кредитных рынков и банковских систем. Кроме того, полученные в ходе исследований результаты иногда содержат противоречивые выводы, что требует проведения дальнейших исследований в данном направлении.

В рамках *третьего подхода* исследуется эффективность каналов трансмиссионного механизма макропруденциальной политики и даются рекомендации по оптимизации портфеля регулятивных инструментов и условий их применения.

В частности, W. Wang и S. Huang [16] исследовали эффективность процентного канала трансмиссионного механизма и пришли к выводу, что процентные ставки могут действовать как стабилизатор экономики. Как отмечают X. Freixas и D. Perez-Reyna [17], внезапное падение реальных процентных ставок может спровоцировать системный кризис. В то же время A. Mehrotra и R. Moessner [18] обнаружили, что ужесточение инструментов макропруденциальной политики в виде ограничений на позиции в иностранной валюте помогает временно защитить страны от побочных эффектов процентных ставок.

Анализируя эффективность портфеля макропруденциальных инструментов, R. Herring [19] пришел к выводу о целесообразности исключения из него части обязательных нормативов достаточности капитала банков без ущерба для эффективности всего портфеля. L. Pfeifer и др. [20], напротив, предложили увеличить портфель регулятивных инструментов путем введения коэффициентов леввериджа.

Анализируя результативность макропруденциальной политики, A. Admati [21] обратил внимание на низкий уровень качества управления финансовой стабильностью, в связи с чем предложил оценивать ее эффективность на основе рейтингов ответственности и прозрачности властей. В продолжение этой темы S. Juhro и др. [22] отметили важность сочетания макропруденциальной и денежно-кредитной политики.

Разрабатывая рекомендации по повышению эффективности макропруденциальной политики, L. Donath и др. [23] подчеркнули необходимость комплексного мониторинга рисков финансовой стабильности, охватывающего все элементы финансовых систем и финансовых рынков. По мнению этих авторов, такой супервайзинг позволяет проводить комплексную диагностику и устранение системных уязвимостей в финансовой сфере. M. Chen и др. [24] предложили учитывать конкурирующие эффекты макропруденциальной политики по отношению к финансовым рынкам и финансовым системам.

Рассматриваемый подход обладает тем преимуществом, что позволяет оценивать эффективность трансмиссионного механизма макропруденциальной политики и на этой основе разрабатывать предложения по его совершенствованию. В то же самое время проводимые исследования концентрируются на анализе эффективности отдельных каналов трансмиссионного механизма без учета их взаимосвязи. При этом необходимость учета такой взаимосвязи признается и обосновывается.

Подводя итог анализу публикаций, следует отметить, что исследования эффективности макропруденциальной политики ведутся по трем относительно независимым направлениям; носят преимущественно фрагментарный характер и не позволяют давать комплексную оценку эффективности этой политики. Между тем, как следует из научных публикаций, потребность в такой комплексной оценке уже назрела. Все это свидетельствует о необходимости поиска новых, более информативных индикаторов и критериев измерения и оценки эффективности макропруденциальной политики центральных банков.

МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

Гипотеза данного исследования состоит в том, что комплексный характер оценки эффективности макропруденциальной политики обеспечивается консолидацией результатов достижения двух ее целей (обеспечение стабильности финансовых рынков и стабильности финансовых систем).

В проводимом исследовании приняты следующие допущения:

1. Под эффективностью макропруденциальной политики (GS) понимается степень достижения финансовой стабильности одновременно на финансовых рынках и в финансовых системах стран, что соответствует двум ее целям.

2. В основу консолидации целей макропруденциальной политики закладывается принцип их равенства. В связи с этим показатель общей эффективности макропруденциальной политики (GS) рассчитывается как среднее значение двух показателей: рыночной эффективности (MS) и институциональной эффективности (IS).

3. В качестве индикатора рыночной эффективности используется модифицированный показатель реальных процентных ставок. Суть модификации состоит в том, что при расчете номинальных процентных ставок на финансовом рынке, кроме ставок на кредитном рынке, дополнительно используются ставки на рынке облигаций. А при определении уровня инфляции, наряду с индексом потребительских

цен, предлагается учитывать индекс цен на рынке недвижимости и индекс цен на акции. Данная модификация позволяет получить более объективную картину о состоянии финансовых рынков.

4. В качестве индикатора институциональной финансовой стабильности применяется показатель «Отношение совокупного дохода (прибыли) к совокупному риску» финансовой системы. Данный индикатор показывает, какую величину неучтенных рисков финансовая система может покрыть в случае необходимости.

Исследование базируется на консолидации двух методологических подходов к оценке финансовой стабильности: рыночного (стабильность рынков) и институционального (стабильность институциональных единиц). Рыночный подход будет применен к оценке MS, институциональный — к оценке IS.

В исследовании используется нормативный метод для качественной оценки эффективности, а также методы сравнительного анализа для определения международной позиции стран по показателю эффективности макропруденциальной политики.

Тестирование разработанных индикаторов и критериев осуществляется на выборке из 180 стран мира за период 1998–2019 гг. Для тестирования используются статистические данные, размещенные на сайте Всемирного банка¹ и Европейского центрального банка².

Индикаторы количественной оценки эффективности макропруденциальной политики

С учетом принятых допущений индекс общей эффективности макропруденциальной политики (GS) предлагается рассчитывать по формулам (1)–(3):

$$GS = (MS + IS) / 2, \quad (1)$$

$$MS = (NC * C + NB * B) / (C + B) - (Ip * Q + In * N + Ia * A) / (Q + N + A), \quad (2)$$

$$IS = (ISb * Ab + ISk * Ak + ISf * Af) / (Ab + Ak + Af), \quad (3)$$

где MS — индекс рыночной стабильности (реальный средневзвешенный курс стоимости долговых инструментов); IS — индекс институциональной устойчивости (устойчивости финансовой системы); NC — номинальная средневзвешенная ставка на кредитном рынке; C — объем непогашенных кре-

¹ World Bank Open Data. The World Bank. URL: <https://data.worldbank.org/> (дата обращения: 12.12.2022).

² Statistical Data Warehouse. European Central Bank. URL: <https://sdw.ecb.europa.eu/> (дата обращения: 12.12.2022).

дитов; NB — номинальная средневзвешенная ставка на рынке облигаций; B — капитализация рынка облигаций; Ip — индекс потребительских цен; Q — объем реального ВВП; In — индекс цен на рынке недвижимости; N — объем рынка недвижимости; Ia — индекс цен акций; A — капитализация фондового рынка, долл. США; ISb — отношение прибыли банка к активам, взвешенным с учетом риска; Ab — активы банков; ISk — отношение прибыли небанковских кредитных организаций к активам, взвешенным с учетом риска; Ak — активы небанковских кредитных организаций; ISf — отношение прибыли небанковских финансовых организаций (фондов, брокеров, дилеров) к активам, взвешенным с учетом риска; Af — активы небанковских финансовых организаций.

Индикаторы качественной оценки эффективности макропруденциальной политики

Для качественной характеристики эффективности макропруденциальной политики центральных банков предлагается использовать оценочную шкалу (табл. 1). Оценочная шкала включает пять уровней международной позиции: высокая, выше средней, средняя, ниже средней, низкая.

Из табл. 1 видно, что международные позиции стран по эффективности макропруденциальной политики зависят от критериев, соответствующих значениям $n1-n3$, $m1-m3$, $k1-k3$. Эти критерии означают следующее:

1. Критерий низкой рыночной эффективности макропруденциальной политики ($MS < 0$) означает, что реальные процентные ставки должны быть положительными. Отрицательные процентные ставки провоцируют спекуляции с широким спектром товаров за счет заемных средств и могут привести к высокой инфляции и появлению финансовых пирамид. Величина одного шага шкалы составляет $n1$ и соответствует минимальной марже, необходимой для предотвращения таких спекуляций.

2. При оценке институциональной эффективности макропруденциальной политики (IS) критерий $m1$ соответствует ситуации, когда финансовые институты не в состоянии полностью покрыть ожидаемые риски. Критерий $m3$ характеризует максимальный уровень непредвиденных рисков, которые могут возникнуть в мировой финансовой системе в период кризиса. Исходя из этого, величина шага должна быть равна одной трети $m3$.

3. При оценке общей эффективности макропруденциальной политики (GS) значения критериев $k1-k3$ рассчитываются как среднее значение критериев $n1-n3$, $m1-m3$.

РЕЗУЛЬТАТЫ

Для определения численных значений критериев эффективности макропруденциальной политики центральных банков были использованы статистические данные Всемирного банка³ и Европейского центрального банка⁴ для 180 стран мира за период 1998–2019 гг. В связи с отсутствием в открытом доступе некоторых агрегированных статистических данных (NB , B , N , Ia , A , ISk , ISf), используемых в формулах (1)–(3), был применен упрощенный вариант:

$$GS = (MS + IS) / 2 = ((NC - Ip) + ISb) / 2. \quad (4)$$

При формировании уровней рыночной эффективности макропруденциальной политики (MS) был использован шаг, равный 2%. Значение 2% было выбрано по результатам исследований, которые определяли интервал реальной нейтральной ставки центральных банков. Эти исследования показали, что в целом этот интервал стремится к 2%. Например, D. Kreptsev и др. [25] выделяют интервал от 1 до 3,2%, Международный валютный фонд⁵ — от 1 до 3%.

При формировании уровней институциональной эффективности макропруденциальной политики (IS) критерий $m3$ был установлен на уровне 4,5%, что соответствует Базельскому требованию к базовому капиталу для банков. Это значение (4,5%) свидетельствует о том, что в случае необходимости банковские системы смогут покрывать непредвиденные убытки в том же объеме, что и учитываемые ими риски. Это достаточно высокое значение. Тем не менее анализ данных об устойчивости банковских систем показывает, что этот критерий достижим. Так, в 2017 г. международную позицию «Высокая» по показателю (IS) занимали Свазиленд (6,4), Эстония (5,9), Аргентина (5,6), Уганда (5,6) и Швеция (4,5); в 2018 г. — Сейше-лы (7,51), Гана (5,57), Лесото (5,06), Норвегия (5,06); в 2019 г. — Сейшелы (6,15), Лесото (6,11), Гана (5,78), Руанда (5,65), Уганда (5,61), Замбия (5,10), Норвегия (4,74).

С учетом установленных значений критериев была сформирована полная оценочная шкала по показателям общей, рыночной и институциональной эффективности макропруденциальной политики (табл. 2).

³ World Bank Open Data. The World Bank. URL: <https://data.worldbank.org/> (дата обращения: 12.12.2022).

⁴ Statistical Data Warehouse. European Central Bank. URL: <https://sdw.ecb.europa.eu/> (дата обращения: 12.12.2022).

⁵ International Monetary Fund. 2019. Article IV consultation press release for Russian Federation. Country Report. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/08/01/Russian-Federation-2019-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-48549> (дата обращения: 12.12.2022).

Таблица 1 / Table 1

Критерии оценки международной позиции стран по эффективности макропруденциальной политики, % / Criteria for Assessing the International Position of Countries on the Effectiveness of Macroprudential Policy, %

Международные позиции / International positions	Критерии рыночной эффективности (MS) / Market efficiency (MS)	Критерии институциональной эффективности (IS) / Institutional efficiency (IS)	Критерии общей эффективности (GS) / General efficiency (GS)
Высокая	$MS \geq n3$	$IS \geq m3$	$GS \geq k3$
Выше средней	$n2 \leq MS < n3$	$m2 \leq IS < m3$	$k2 \leq GS < k3$
Средняя	$2n1 \leq MS < n2$	$m1 \leq IS < m2$	$k1 \leq GS < k2$
Ниже средней	$0 \leq MS < n1$	$0 \leq IS < m1$	$0 \leq GS < k1$
Низкая	$MS < 0$	$IS < 0$	$GS < 0$

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

Таблица 2 / Table 2

Значения критериев оценки международной позиции стран по эффективности макропруденциальной политики, % / Values of Criteria for Assessing the International Position of Countries on the Effectiveness of Macroprudential Policy, %

Международные позиции / International positions	Критерии рыночной эффективности (MS) / Market efficiency (MS)	Критерии институциональной эффективности (IS) / Institutional efficiency (IS)	Критерии общей эффективности (GS) / General efficiency (GS)
Высокая	$MS \geq 6,0$	$IS \geq 4,5$	$GS \geq 5,25$
Выше средней	$4,0 \leq MS < 6,0$	$3,0 \leq IS < 4,5$	$3,5 \leq GS < 5,25$
Средняя	$2,0 \leq MS < 4,0$	$1,5 \leq IS < 3,0$	$1,75 \leq GS < 3,5$
Ниже средней	$0 \leq MS < 2,0$	$0 \leq IS < 1,5$	$0 \leq GS < 1,75$
Низкая	$MS < 0$	$IS < 0$	$GS < 0$

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

Для проверки рассчитанных критериев на адекватность был проведен графический анализ средних значений показателей, отражающих эффективность макропруденциальной политики центральных банков (MS, IS, GS) за период 1998–2019 гг. (рисунок). Результаты этого анализа подтвердили адекватность количественных значений критериев, представленных в табл. 2.

С использованием разработанных индикаторов и критериев была рассчитана общая (GS), рыночная (MS) и институциональная (IS) эффективность макропруденциальной политики центральных банков стран ЕС за период 2017–2019 гг., а также определены международные позиции анализируемых стран (табл. 3).

Анализ эффективности макропруденциальной политики стран ЕС позволяет прийти к следующим основным выводам.

Во-первых, средние значения показателей по общей, рыночной и институциональной эффективности макропруденциальной политики стран ЕС были ниже средних значений аналогичных показателей стран мира.

Во-вторых, в анализируемом периоде лучших показателей по общей эффективности макропруденциальной политики добились Румыния (2017 г.) и Греция (2018–2019 гг.); по рыночной эффективности — Греция (2017–2019 гг.); по институциональной эффективности — Эстония (2017–2018 гг.) и Дания (2019 г.).

В-третьих, источником общих системных рисков явились Великобритания (2017–2019 гг.), Литва (2017–2018 гг.), Люксембург (2018 г.) и Нидерланды (2019 г.).

В-четвертых, источником системных рисков на финансовых рынках были Австрия (2017–2018 гг.),

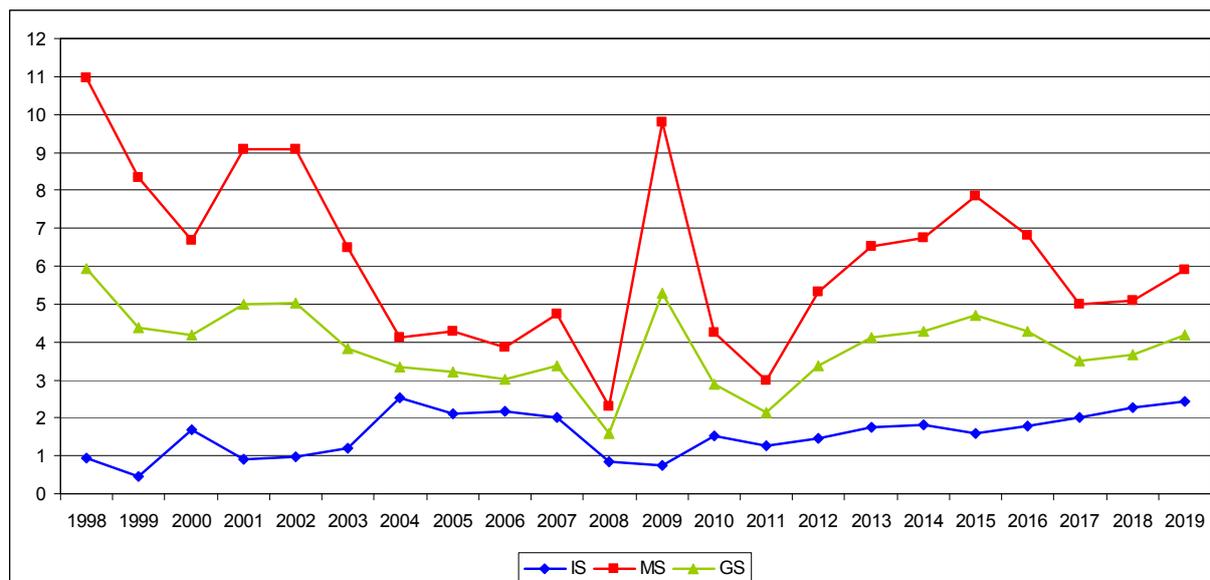


Рис. / Fig. Средние значения показателей эффективности макропруденциальной политики центральных банков за период 1998–2019 гг., % / Average Values of Indicators of Effectiveness of Macroprudential Policy of Central Banks for the Period 1998–2019, %

Источник / Source: расчеты авторов по данным статистики / Authors' calculations based on the official statistics. URL: <https://data.worldbank.org/>; <https://sdw.ecb.europa.eu/> (дата обращения: 12.12.2022) / (accessed on 12.12.2022).

Таблица 3 / Table 3

Международные позиции стран ЕС в 2019 г. / International Positions of EU Countries in 2019

Международные позиции / International positions	Рыночная эффективность (MS) / Market efficiency (MS)	Институциональная эффективность (IS) / Institutional efficiency (IS)	Общая эффективность (GS) / General efficiency (GS)
Высокая			
Выше средней		Кипр, Дания	
Средняя	Кипр, Греция, Хорватия, Ирландия, Мальта, Румыния	Австрия, Чехия, Франция, Хорватия, Венгрия, Ирландия, Италия, Мальта, Португалия, Швеция, Словения	Кипр, Чехия, Дания, Греция, Хорватия, Ирландия, Мальта, Португалия
Ниже средней	Австрия, Болгария, Чехия, Германия, Дания, Эстония, Испания, Финляндия, Франция, Ирландия, Литва, Латвия, Польша, Португалия, Словения	Бельгия, Германия, Эстония, Испания, Финляндия, Люксембург, Нидерланды, Польша, Словакия	Австрия, Бельгия, Болгария, Германия, Эстония, Испания, Финляндия, Франция, Венгрия, Италия, Литва, Люксембург, Латвия, Польша, Румыния, Швеция, Словения, Словакия
Низкая	Бельгия, Великобритания, Венгрия, Люксембург, Нидерланды, Швеция, Словакия	Румыния	Великобритания, Нидерланды

Источник / Source: расчеты авторов по данным статистики / Authors' calculations based on the official statistics. URL: <https://data.worldbank.org/>; URL: <https://sdw.ecb.europa.eu/> (дата обращения: 12.12.2022) / (accessed on 12.12.2022).

Бельгия (2017–2019 гг.), Эстония (2017–2018 гг.), Испания (2017–2018 гг.), Великобритания (2017–2019 гг.), Литва (2017–2018 гг.), Люксембург (2017–2019 гг.), Швеция (2017–2019 гг.), Германия (2018 г.), Франция (2018 г.), Венгрия (2018–2019 гг.), Нидерланды (2019 г.) Словакия (2019 г.).

В-пятых, источником системных рисков в банковском секторе выступили Греция (2017 г.) и Румыния (2019 г.).

В-шестых, динамика эффективности макропруденциальной политики стран ЕС имеет разнонаправленный характер, что говорит о недостаточной координации этой политики между странами.

Подводя итог анализа эффективности макропруденциальной политики стран ЕС, следует отметить, что в целом эта эффективность находится на недостаточно высоком уровне, поскольку большинство стран занимают позиции «средняя» и «ниже средней». Эффективность макропруденциальной политики характеризуется разнонаправленными тенденциями и содержит угрозы финансовой стабильности преимущественно по отношению к финансовым рынкам. Данная ситуация объясняется проведением политики количественного смягчения в целях стимулирования экономического роста; недостаточным вниманием центральных банков к вопросам регулирования стабильности финансовых рынков, по сравнению с регулированием банковских систем; отсутствием методологии разработки, реализации и координации макропруденциальной политики, позволяющей принимать эффективные государственные решения в сфере финансового регулирования.

ДИСКУССИИ

В результате исследования были предложены новые показатели и критерии для комплексной оценки эффективности макропруденциальной политики. Ценность разработанных индикаторов и критериев состоит в том, что с их помощью можно проводить сравнительный анализ стран по общей, рыночной, институциональной эффективности макропруденциальной политики и на этой основе выявлять лучшие мировые практики и источники глобальных рисков в виде стран с низким уровнем эффективности.

Эти новые показатели и критерии были разработаны с учетом допущения о равенстве двух целей макропруденциальной политики. На практике соотношение целей может быть другим в зависимости от выбранного режима макропруденциальной политики. Поскольку разработка режимов макропруденциальной политики и оценка преимуществ и недостатков каждого из них не входила в перечень задач насто-

ящего исследования, полагаем, что исследования в данном направлении являются весьма актуальными с точки зрения повышения эффективности государственного и международного регулирования финансовой стабильности.

В исследовании предложено осуществлять расчет стабильности финансовых систем по всем участникам сектора финансовых организаций, а не только кредитных организаций. Это повышает репрезентативность результатов оценки институциональной эффективности макропруденциальной политики. В то же время финансовая деятельность присуща и другим секторам экономики. Поэтому расширение спектра секторов экономики для оценки эффективности макропруденциальной политики является перспективным направлением для дальнейших научных исследований.

Еще одним важным моментом в исследовании является то, что эмпирический анализ эффективности макропруденциальной политики стран проводился по упрощенной расчетной формуле (4). Это объясняется тем, что общедоступные официальные данные центральных банков, международных финансовых организаций и органов статистики не содержат информации обо всех данных, используемых в формулах (1)–(3). В связи с этим возникает необходимость в совершенствовании статистической базы, используемой при мониторинге финансовой стабильности на национальном и глобальном уровнях мировой экономики. Кроме того, эта база данных должна регулярно обновляться. Решение этих задач повысит уровень научных исследований в этой области, а также сделает практические выводы более точными.

ВЫВОДЫ

В результате проведенного исследования разработан интегральный показатель комплексной оценки эффективности макропруденциальной политики, включающий в себя частные показатели в виде рыночной и институциональной эффективности. Такой показатель комплексной оценки эффективности макропруденциальной политики разработан впервые. Его применение позволяет формировать рейтинги стран по общей, рыночной и институциональной эффективности макропруденциальной политики, выявлять страны-лидеры и страны, создающие угрозы финансовой стабильности на глобальном уровне.

Сформированы критерии качественной оценки общей, рыночной и институциональной эффективности макропруденциальной политики, позволяющие определять международные позиции стран по данным показателям. Такие критерии предложены впервые.

В целом проведенное исследование является первым шагом в комплексной оценке эффективности макропруденциальной политики центральных банков. Данная оценка базируется на ряде допущений, которые появились в связи с отсутствием научно обоснованной методологии и международных стандартов формирования и реализации макропруденциальной политики. В связи

с этим возникает необходимость в дальнейшем проведении таких научных исследований. Их результаты позволили бы уточнить и дополнить результаты настоящего исследования, а также создать платформу для принятия эффективных государственных и межгосударственных решений в сфере стратегического управления финансовой стабильностью.

БЛАГОДАРНОСТИ

Исследование выполнено при финансовой поддержке Министерства образования и науки Российской Федерации в рамках Программы стратегического академического лидерства «Приоритет-2030» № Н-481–99_2021–2022 (2021–2022 гг.). Национальный исследовательский Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского, Нижний Новгород, Россия.

ACKNOWLEDGEMENTS

This study was financially supported by the Ministry of Education and Science of the Russian Federation as part of the Priority 2030 Strategic Academic Leadership Programme No. Н-481–99_2021–2022 (2021–2022). National Research Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod, Nizhny Novgorod, Russia.

REFERENCES

1. Tang Zh., Zhang T., Liu Ch., Wu J. A scientometric review on literature of macroprudential policy. *Economic Research — Ekonomika Istraživanja*. 2021;34(1):1498–1519. DOI: 10.1080/1331677X.2020.1844579
2. Ehigiamusoe K. U., Lean H. H., Chan J. H. Influence of macroeconomic stability on financial development in developing economies: Evidence from West African region. *The Singapore Economic Review*. 2020;65(4):837–856. DOI: 10.1142/S 0217590819500553
3. Zulkhibri M. Macroprudential policy and tools in a dual banking system: Insights from the literature. *Borsa Istanbul Review*. 2019;19(1):65–76. DOI: 10.1016/j.bir.2018.04.001
4. Al-Rjoub S. A financial stability index for Jordan. *Journal of Central Banking Theory and Practice*. 2021;10(2):157–178. DOI: 10.2478/jcbtp-2021–0018
5. Gospodarchuk G., Suchkova E. Financial stability: Problems of inter-level and cross-sectoral equilibrium. *Equilibrium: Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*. 2019;14(1):53–79. DOI: 10.24136/EQ.2019.003
6. Hodbod A., Huber S. J., Vasilev K. Sectoral risk-weights and macroprudential policy. *Journal of Banking & Finance*. 2020;112:105336. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2018.04.015
7. Mankart J., Michaelides A., Pagratis S. Bank capital buffers in a dynamic model. *Financial Management*. 2020;49(2):473–502. DOI: 10.1111/fima.12253
8. Noreen U., Alamdar F., Tariq T. Capital buffers and bank risk: Empirical study of adjustment of Pakistani banks. *International Journal of Economics and Financial Issues*. 2016;6(4):1798–1806. URL: https://www.researchgate.net/publication/309671377_Capital_Buffers_and_Bank_Risk_Empirical_Study_of_Adjustment_of_Pakistani_Banks
9. Danarsari D. N., Viverita, Rokhim R. Capital buffer for stronger bank stability: Empirical evidence from Indonesia's commercial banks. *Pertanika Journal of Social Sciences and Humanities*. 2018;26(S):55–68. URL: [http://www.pertanika.upm.edu.my/resources/files/Pertanika%20PAPERS/JSSH%20Vol.%2026%20\(S\)%20Aug.%202018/5%20JSSH\(S\)-0690-2018.pdf](http://www.pertanika.upm.edu.my/resources/files/Pertanika%20PAPERS/JSSH%20Vol.%2026%20(S)%20Aug.%202018/5%20JSSH(S)-0690-2018.pdf)
10. Gornall W., Strebulaev I. A. Financing as a supply chain: The capital structure of banks and borrowers. *Journal of Financial Economics*. 2018;129(3):510–530. DOI: 10.1016/j.jfineco.2018.05.008
11. Oduor J., Ngoka K., Odongo M. Capital requirement, bank competition and stability in Africa. *Review of Development Finance*. 2017;7(1):45–51. DOI: 10.1016/j.rdf.2017.01.002
12. Avgouleas E. Bank leverage ratios and financial stability: A micro- and macroprudential perspective. Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper. 2015;(849). URL: https://www.levyinstitute.org/pubs/wp_849.pdf
13. Haldane A. G., Madouros V. The dog and the frisbee. *Revista de Economía Institucional*. 2012;14(27):13–56. URL: <https://revistas.uexternado.edu.co/index.php/ecoins/article/view/3277/2927> (In Spanish).
14. Cociuba S. E., Shukayev M., Ueberfeldt A. Managing risk taking with interest rate policy and macroprudential regulations. *Economic Inquiry*. 2019;57(2):10561081. DOI: 10.1111/ecin.12754

15. Gross M., Henry J., Semmler W. Destabilizing effects of bank overleveraging on real activity — an analysis based on a threshold MCS-GVAR. *Macroeconomic Dynamics*. 2018;22(7):1750–1768. DOI: 10.1017/S 1365100516001024
16. Wang W., Huang S. Risk sharing and financial stability: A welfare analysis. *Journal of Economic Interaction and Coordination*. 2021;16(1):211–228. DOI: 10.1007/s11403–020–00291–5
17. Freixas X., Perez-Reyna D. Optimal macroprudential policy and rational bubbles. *Journal of Financial Intermediation*. 2021;46:100908. DOI: 10.1016/J.JFI.2021.100908
18. Mehrotra A., Moessler R. Macroprudential policy and interest rate spillovers. *Applied Economics Letters*. 2023;30(1):61–65. DOI: 10.1080/13504851.2021.1975025
19. Herring R.J. Less really can be more: Why simplicity and comparability should be regulatory objectives. *Atlantic Economic Journal*. 2016;44(1):33–50. DOI: 10.1007/s11293–016–9488–4
20. Pfeifer L., Holub L., Pikhart Z., Hodula M. Leverage ratio and its impact on the resilience of the banking sector and efficiency of macroprudential policy finance. *Czech Journal of Economics and Finance*. 2017;67(4):277–299. URL: https://journal.fsv.cuni.cz/storage/1388_277–299_pfeifer_final_issue_04_2017.pdf
21. Admati A. The missed opportunity and challenge of capital regulation. *National Institute Economic Review*. 2016;235(1):4–14. DOI: 10.1177/002795011623500110
22. Juhro S. M., Prabheesh K. P., Lubis A. The effectiveness of trilemma policy choice in the presence of macroprudential policies: Evidence from emerging economies. *The Singapore Economic Review*. 2021. DOI: 10.1142/S 0217590821410058
23. Donath L., Cerna V., Oprea I. The monetary macroprudential policy stance in safeguarding financial stability. The case of Romania. *Procedia Economics and Finance*. 2015;32:111–118. DOI: 10.1016/S 2212–5671(15)01371–4
24. Chen M., Kang Q., Wu L., Jeon B.N. Do macroprudential policies affect bank efficiency? Evidence from emerging economies. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. 2022;77:101529. DOI: 10.1016/j.intfin.2022.101529
25. Kreptsev D., Porshakov A., Seleznev S., Sinyakov A. The equilibrium interest rate: A measurement for Russia. Bank of Russia Economic Research Working Papers. 2016;(13). URL: http://www.cbr.ru/content/document/file/87567/wps_13_e.pdf

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



Галина Геннадьевна Господарчук — доктор экономических наук, профессор кафедры финансов и кредита, Национальный исследовательский Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского, Нижний Новгород, Россия

Galina G. Gospodarchuk — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Department of Finance and Credit, National Research Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod, Nizhny Novgorod, Russia
<https://orcid.org/0000-0003-3660-6779>

Автор для корреспонденции / Corresponding author:
gospodarchukgg@iee.unn.ru



Елена Сергеевна Зеленева — ассистент департамента банковского дела и монетарного регулирования, младший научный сотрудник Научно-исследовательского центра денежно-кредитных отношений, Финансовый университет, Москва, Россия

Elena S. Zeleneva — Assistant, Department of Banking and Monetary Regulation, Junior Research Fellow, Research Center for Monetary Relations, Financial University, Moscow, Russia
<https://orcid.org/0000-0003-0892-6070>
eszeleneva@fa.ru

Конфликт интересов: авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.
Conflicts of Interest Statement: The authors have no conflicts of interest to declare.

Статья поступила в редакцию 14.10.2022; после рецензирования 28.10.2022; принята к публикации 27.11.2022.
Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.
The article was submitted on 14.10.2022; revised on 28.10.2022 and accepted for publication on 27.11.2022.
The authors read and approved the final version of the manuscript.