

DOI: 10.26794/2587-5671-2024-28-4-144-156
УДК 336.74(045)
JEL E42, E58, G2

Влияние небанковского финансового посредничества на банковские кризисы

В.В. Кузнецова^а, О.И. Ларина^б

^а Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова, Москва, Россия;

^б Государственный университет управления, Москва, Россия

АННОТАЦИЯ

Статья посвящена исследованию тенденций развития небанковского финансового посредничества. Масштабы небанковского сегмента финансового рынка существенно возросли, и считается, что на начало 2022 г. на его долю приходилось около половины глобальных финансовых активов, что может затронуть финансовую стабильность всей мировой экономики. В связи с этим анализ рисков, исходящих от институтов небанковского финансового посредничества, является актуальной задачей национальных органов финансового регулирования. Настоящее исследование направлено на решение данной задачи. **Цель** работы – выявить влияние небанковского финансового посредничества на банковский сектор для определения перспектив его антикризисного регулирования и разработки подходов по формированию стратегий управления системными рисками, которые могут быть вызваны деятельностью таких институтов. Исследование базируется на данных Совета по финансовой стабильности, Международного валютного фонда, а также Банка России, использованы **методы** анализа нормативных документов и сравнительного экономического анализа. В работе систематизированы возможные каналы реализации рисков факторов и разработаны новые подходы для диагностики системных рисков вследствие влияния небанковских финансовых институтов. Выдвинуты рекомендации по формированию стратегий управления системными рисками: усилить регулирование и надзор за институтами небанковского финансового посредничества (НБФП); предусмотреть условия предоставления ликвидности в случае развития стресса в секторе НБФП; обеспечить координацию действий между ЦБ и секторальными регуляторами с целью управления кризисными ситуациями. Представлены возможные инструменты для настройки макропруденциальной политики на контроль факторов рисков отдельных групп небанковских финансовых институтов с целью обеспечения стабильности финансовых рынков: ограничения взаимосвязей с банковской системой; индикаторы чувствительности к паникам клиентов; повышение качества оценки рисков; запрет проведения вторичных и третичных секьюритизаций активов. Сделан вывод о необходимости применения национальными органами четырех основных подходов к регулированию, в первую очередь направленных на снижение рисков ликвидности, финансового леввереджа, валютных разрывов и взаимосвязанности.

Ключевые слова: финансовая система; небанковские финансовые компании; финансовая стабильность; цифровые технологии; системный риск; регулирование и надзор; банковские кризисы; макропруденциальная политика

Для цитирования: Кузнецова В.В., Ларина О.И. Влияние небанковского финансового посредничества на банковские кризисы. *Финансы: теория и практика*. 2024;28(4):144-156. DOI: 10.26794/2587-5671-2024-28-4-144-156

Impact of Non-Bank Financial Intermediation on Banking Crises

V.V. Kuznetsova^а, O.I. Larina^б

^а Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russia;

^б State University of Management, Moscow, Russia

ABSTRACT

The article is devoted to the study of trends in the development of non-bank financial intermediation. The scale of the non-banking segment of the financial market has increased significantly, and it is believed that at the beginning of 2022 it accounted for about half of global financial assets, which may affect the financial stability not only of individual states, but also of the entire global economy. In this regard, the analysis of risks emanating from non-bank financial intermediation institutions is an urgent task of national financial regulatory authorities. The present study is aimed at solving this problem. The **purpose** of the study is to identify the impact of non-bank financial intermediation on the banking sector in order to determine the prospects for its anti-crisis regulation and develop approaches to the formation

© Кузнецова В.В., Ларина О.И., 2024

of strategies for managing systemic risks that may be caused by the activities of such institutions. The study is based on data from the Financial Stability Board, the International Monetary Fund, and the Bank of Russia. **Methods** of analyzing regulatory documents and comparative economic analysis are used. The paper systematizes possible channels for the implementation of risk factors and develops new approaches for the diagnosis of systemic risks due to the influence of non-bank financial institutions. There are suggestions made regarding the formulation of systemic strategies for risk management: strengthen regulation and supervision of NBFPI institutions; provide conditions for providing liquidity in case of stress in the NBFPI sector; ensure coordination between the Central Bank and sectoral regulators in order to manage crisis situations. Possible tools for setting up macroprudential policy to control risk factors of certain groups of non-banking financial institutions in order to ensure the stability of financial markets are presented: limitations of interrelationships with the banking system; indicators of sensitivity to customer panics; improving the quality of risk assessment; prohibition of secondary and tertiary securitizations of assets. It is concluded that there is a need for national authorities to apply 4 main approaches to regulation, primarily aimed at reducing liquidity risks, financial leverage, currency gaps and interconnectedness.

Keywords: financial system; non-bank financial companies; financial stability; digital technologies; systemic risk; regulation and supervision; banking crises; macroprudential policy

For citation: Kuznetsova V.V., Larina O.I. Impact of non-bank financial intermediation on banking crises. *Finance: Theory and Practice*. 2024;28(4):144-156. DOI: 10.26794/2587-5671-2024-28-4-144-156

ВВЕДЕНИЕ

Черные тучи собираются над глобальной финансовой системой. Многие аналитики опасаются, что регуляторы вскоре обнаружат, что у них не только нет контроля, но и понимания небанковского финансового сектора¹.

Еще до глобального кризиса (2007–2009 гг.) специалисты отмечали, что часть финансового посредничества «мигрирует» из традиционных банков в другие финансовые организации. Но систематизированное изучение масштабов и видов деятельности «теневой банковской»² [1, с. 2], а также существующих взаимосвязей с национальными банковскими системами началось позднее — после создания в 2009 г. Совета по финансовой стабильности (далее — СФС). СФС был наделен широкими полномочиями: разработки общего понятия «теневой банкинг», сбора информации и анализа статистических данных, характеризующих эволюцию рыночной динамики сектора, разработки общих рекомендаций по регулированию и надзору за деятельностью организаций и институтов, относимых к этому сегменту финансового сектора. Особое внимание в своей деятельности СФС уделяет мониторингу рисков, исходящих от деятельности институтов и организаций теневого банкинга для нацио-

нальных финансовых систем, включая угрозы развития системного кризиса.

Функционирование институтов небанковского финансового посредничества может быть сопряжено с разнообразными рисками, способными стать системными. Комплексность сектора, его тесные связи с традиционной банковской системой, которые не всегда представляется возможным четко проследить, затрудняли и затрудняют точную оценку объема рынка и генерируемых небанковским финансовым посредничеством возможных рисков. При этом у большинства национальных регуляторов в настоящее время отсутствуют точные оценки масштабов небанковского финансового посредничества и его связей с традиционной банковской системой и реальным сектором экономики.

Как показывают неполные данные, публикуемые СФС в соответствующих обзорах (данные по небанковскому финансовому посредничеству СФС получает только от 29 юрисдикций), за период, прошедший после глобального финансового кризиса, масштабы небанковского финансового сектора многократно возросли: на начало 2022 г. на его долю приходилось около половины глобальных финансовых активов (подробнее см. ниже). Одновременно шел процесс выхода на рынок новых типов финансовых посредников и усложнение их сетевых взаимосвязей как внутри сектора, так и с традиционными банками. В России данные тенденции также прослеживаются.

НЕБАНКОВСКОЕ ФИНАНСОВОЕ ПОСРЕДНИЧЕСТВО: ПОНЯТИЕ И ОБЗОР ИСТОЧНИКОВ

В российской научной литературе проблемам теневого банкинга посвящен ограниченный круг

¹ The dangerous growth of shadow banking. World Finance. 17.01.2023. URL: <https://www.worldfinance.com/special-reports/the-dangerous-spread-of-shadow-banking> (дата обращения: 11.05.2023).

² Считается, что термин «теневой банкинг» был предложен Paul McCulley на экономическом симпозиуме в Джексон-холле, организованном ФРБ штата Канзас в 2007 г., он определил «теневой банкинг» как «полный алфавитный суп» финансовых институтов.

публикаций. В частности, в статье В. М. Усопкина (2016) рассматривается развитие этого сегмента финансового рынка в США и ЕС, а также особенности его правового регулирования [2]. Сходным вопросам посвящена публикация Н. Н. Рубцова [3]. В статье В. М. Усопкина (2019) рассмотрено влияние Базельских стандартов на деятельность традиционных банков и небанковских посредников, и автор делает вывод, что: «финансовая неустойчивость теневых структур, отсутствие каналов поддержки их со стороны официальных органов и потенциальная опасность “заражения” традиционных банковских институтов при возникновении финансовых катаклизмов по-прежнему представляет реальную угрозу для экономической стабильности» [4, с. 78]. Аналогичные проблемы затрагиваются в статье А. В. Рамазанова [5].

В то же время развитие небанковского сектора, по мнению ряда исследователей, способствует расширению доступности кредита и финансовых услуг для хозяйствующих субъектов, а тем самым поддерживает экономический рост. Так, в исследовании специалистов Банка Англии показано на основе данных по США, что при ужесточении монетарной политики небанковские финансовые посредники увеличивали предложение синдицированных кредитов неамериканским корпорациям по сравнению с банками [6, с. 2]. Организации небанковского финансирования также играют важную роль на рынках государственных и корпоративных облигаций, что может способствовать большей стабильности в бюджетной сфере.

На начальном этапе эксперты СФС использовали понятие «теневой банкинг» при организации работы по мониторингу и анализу эволюции динамики финансовых услуг вне сферы деятельности традиционных банков. Но, как показывали обзоры научных публикаций, в это понятие в разных исследованиях вкладывался различный смысл. Б. Бернанке, будучи главой ФРС, отмечал, что «теневой банкинг состоит из набора различных институтов и рынков, которые вместе выполняют функции традиционного банкинга, но при этом они находятся вне или только косвенно связаны с традиционной системой регулируемых депозитных институтов»³. Другие специалисты вкладывали в это понятие более уз-

кий смысл, например, институциональный подход к определению теневого банкинга был представлен в публикации 2013 г.: «Теневая банковская активность состоит в трансформации кредита, срочности и ликвидности без прямого и непосредственного доступа к общественным источникам ликвидности или кредитной поддержки» [7, с. 1].

Несмотря на значительные расхождения в понимании того, что представляет собой теневой банкинг, до 2019 г. СФС использовал данное понятие, собирая и анализируя данные о развитии рынка, исходя из правового статуса финансовых институтов и организаций. С 2019 г. эксперты СФС вместо него ввели понятие «небанковское финансовое посредничество» (далее — НБФП), объединяющее все легальные организации вне регулируемой банковской системы, оказывающие различные финансовые услуги. Эксперты СФС отмечали [8], что финансовое посредничество таких институтов отличают четыре ключевые особенности:

- трансформация срочности (например, привлечение краткосрочных фондов для инвестирования в долгосрочные активы);
- трансформация ликвидности (например, использование подобных наличным пассивов для покупки неторгуемых активов типа кредитов);
- леверидж (например, применение механизмов привлечения долгового финансирования для покупки/инвестирования основных фондов);
- передача кредитного риска (например, принятие риска дефолта заемщика и передача его от организатора кредита третьей стороне).

Одновременно СФС стал классифицировать организации НБФП по функциональному критерию (выполняемая организацией экономическая функция) на 6 сегментов (табл. 1), а для измерения масштабов сектора СФС стал использовать три показателя:

- *широкий показатель* включает все финансовые институты, в том числе страховые корпорации, пенсионные фонды, профессионалов рынка ценных бумаг и финансовые вспомогательные организации (все финансовые институты, за исключением политических и коммерческих банков). По этому показателю масштаб небанковского финансового посредничества за 2021 г. составлял 239,3 трлн долл., или около половины глобальных финансовых активов;
- *промежуточный показатель* включает часть сектора НБФП, в которую входят фонды рынка денег, хедж-фонды, иные инвестиционные фонды, центральные контрагенты, брокеры/дилеры. Объем их активов составлял за 2021 г. 152 трлн долл.;

³ Речь Б. Бернанке на Конференции европейских центральных банков, Франкфурт, Германия, 19 ноября 2010 г. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20131108a.htm> (дата обращения: 13.05.2023).

- узкий показатель включает небанковские финансовые организации, которые органы регулирования оценивают как институты-посредники, способные порождать риски для финансовой стабильности, подобные банковским (например, трасты, спецюрлица и другие), на их долю приходилось 67,8 трлн долл. (табл. 1).

В настоящее время самая крупная доля узкого показателя НБФП (20,5 трлн долл., или 30,3%) приходится на США, на втором месте — 8 юрисдикций зоны евро (15,7 трлн долл., или 23,2%), а на третьем месте — Китай (11,4 трлн долл., или 16,8%). Доля США в узком показателе НБФП в 2008–2016 гг. снижалась, а в последующем оставалась на относительно стабильном уровне. Аналогичный показатель Китая в 2016–2020 гг. снижался, но с 2021 г. вновь стал расти. В целом, в 16 из 29 юрисдикций, по которым СФС собирает данные, годовые темпы роста НБФП в 2021 г. опережали их усредненные показатели за 5 лет⁴.

По оценкам специалистов, российские банки незначительно подвержены рискам со стороны институтов, относимых к НБФП⁵, поскольку в финансовом секторе России по объему активов преобладают традиционные банки. Но в последние годы на российском финансовом рынке стало расти число различных некредитных финансовых организаций. Только за 2022 г. увеличилось число таких НБФП, как операторы инвестиционных платформ — на 14 ед.; операторы информационных систем, осуществляющих выпуск цифровых финансовых активов, — на 3 ед.; организаций рынка коллективных инвестиций — на 10 ед.; паевые инвестиционные фонды — на 198 ед.; управляющие компании специализированных обществ — на 16 ед. (табл. 2).

Рост числа и разнообразия организаций НБФП, представленных на российском финансовом рынке, показывает, что и для нашей страны актуальна проблема совершенствования пруденциального регулирования [см. например, 9] и тщательного мониторинга динамики развития сектора НБФП. Банк России, равно как и отдельные специалисты, ведет регулярный мониторинг и аналитический анализ ситуации в секторе НБФП.

СИСТЕМНЫЕ РИСКИ, ИСХОДЯЩИЕ ОТ НБФП

Как отмечалось выше, после глобального финансового кризиса масштаб НБФП практически удвоился (см. рисунок). Более того, ужесточение пруденциальных требований к традиционным банкам или отдельным организациям НБФП (например, страховым) стимулировал и стимулирует выход на рынок новых посредников и ускоренный рост сектора в целом.

Многие институты НБФП оказывают сходные с традиционными банками услуги: переводят сбережения в кредиты, участвуют в трансформации срочности и ликвидности, также они играют значимую роль на рынках кратко- и долгосрочного фондирования. Но если все подобные операции могут быть сосредоточены в одном традиционном банке, в секторе небанковского финансирования их обычно осуществляют разные институты. Тем не менее всем им присущи риски, одинаковые или сходные с теми, какие свойственны традиционным банкам. Но на институты НБФП не всегда распространяется тот же уровень регуляторных требований или пристального надзора, что на традиционные банки [10, 11].

Комплексность сектора НБФП, сетевые эффекты и взаимосвязи небанковских посредников с традиционными банками крайне осложняют анализ источников формирования системного риска. При этом сетевые взаимосвязи, формирующиеся между традиционными банками и организациями НБФП, различны по странам: их конфигурация в США отлична, например, от китайской [7]. Относительная «закрытость» сектора, отсутствие однозначных критериев отчетности и методик подсчета показателей позволяет участникам НБФП манипулировать данными финансовой и статистической отчетности, комбинируя забалансовые активы и пассивы [12].

Ключевые особенности НБФП (прежде всего трансформация срочности и ликвидности, а также высокий уровень леввериджа, политика использования рискованных инвестиционных стратегий институтами сектора) в настоящее время могут стать источниками системного финансового кризиса, когда центральные банки многих стран ужесточают финансовые условия для замедления темпов инфляции, повышают пруденциальные требования к поднадзорным организациям, а волатильность цен активов усиливается. Изменение общих финансовых условий делает институты НБФП более уязвимыми перед различными рисками (табл. 3), материализация которых способна провоцировать паники инвесторов (подобные набеги на банки) и экстренные продажи активов.

⁴ Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation, 2022. FSB, 2022, Dec. p. 37 (89 p.). URL: <https://www.fsb.org/2022/12/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2022/> (дата обращения: 11.05.2023).

⁵ Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation, 2021. FSB, 2021, Dec. p. 19 (75 p.). URL: <https://www.fsb.org/2021/12/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2021/> (дата обращения: 11.05.2023).

Структура узкого показателя НБФП за 2021 г. / Structure of the Narrow NBFP Indicator for 2021

Экономические функции (ЭФ) / Economic Functions	Типичные организации** / Typical entity types	Размер, трлн долл. / Size, trillion dollars	Доля в секторе НБФП, % / Sector's share, %	Темп роста в 2021 г., % / Growth rate in 2021, %
ЭФ1. Институты коллективного инвестирования	Фонды рынка денег, фонды фиксированного дохода, хедж-фонды, фонды недвижимости*	51,6	76,2	10,6
ЭФ2. Организации, чьи кредиты зависят от краткосрочного фондирования	Микрофинансовые компании, лизинговые и факторинговые компании, компании потребительского кредитования	4,6	6,8	7,7
ЭФ3. Организации, чье посредничество зависит от краткосрочного фондирования	Брокерские и дилерские компании, кастодианы, компании финансирования ценными бумагами	4,6	6,8	5,6
ЭФ4. Организации, способствующие кредитованию	Компании страхования кредитов; компании, предоставляющие кредитные гарантии	0,2	0,2	4,0
ЭФ5. Организации, чье кредитное посредничество основано на секьюритизациях	Трасты секьюритизаций; трасты структурированного финансирования; юридические лица – эмитенты ABS и MBS	5,1	7,5	9,0
ЭФ6. Иные	Другие финансовые посредники	1,7	2,4	10,8
Всего		67,8	100	9,9

Источник / Source: составлено авторами по материалам Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation, 2022. FSB, 2022, Dec. p. 3 (89 p.) / Compiled by the authors on the basis of Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation, 2022. FSB, 2022, Dec. p. 3 (89 p.). URL: <https://www.fsb.org/2022/12/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2022/> (дата обращения: 12.05.2023) / (accessed on 12.05.2023).

Примечания / Notes: * фонды рынка денег, фонды фиксированного дохода, фонды недвижимости – разновидности инвестиционных фондов; специальные юридические лица – проектные компании (SPV), которые эмитируют ценные бумаги с активами (ABS) и ценные бумаги с ипотечным покрытием (MBS); ** в России также имеются небанковские финансовые организации, способные генерировать исследуемые риски. Так называемыми некредитными финансовыми организациями признаются: профессиональные участники рынка ценных бумаг; управляющие компании инвестиционного фонда, паевого инвестиционного фонда и негосударственного пенсионного фонда; специализированные депозитарии инвестиционного фонда, паевого инвестиционного фонда и негосударственного пенсионного фонда; акционерные инвестиционные фонды. Небанковские финансовые организации осуществляют клиринговую деятельность, актуарную деятельность; исполняют функции: центрального контрагента, организатора торговли, центрального депозитария, субъектов страхового дела, негосударственных пенсионных фондов, микрофинансовых организаций, кредитных потребительских кооперативов, жилищных накопительных кооперативов, бюро кредитных историй, рейтинговых агентств, сельскохозяйственных кредитных потребительских кооперативов, ломбардов (ст. 76.1 ФЗ «О ЦБ РФ») / * money market funds, fixed income funds, real estate funds are varieties of investment funds; special legal entities are project companies (SPV) that issue asset – backed securities (ABS) and mortgage-backed securities (MBS); ** in Russia there are also non-bank financial organizations capable of generating the risks under study. The so-called non-credit financial organizations are recognized as: professional participants in the securities market; management companies of an investment fund, a mutual investment fund and a non-governmental pension fund; specialized depositories of an investment fund, a mutual investment fund and a non-governmental pension fund; joint-stock investment funds. Non-bank financial organizations carry out: clearing activities, actuarial activities; They perform the functions of: central counterparty, trade organizer, central depository, insurance business entities, non-governmental pension funds, microfinance organizations, consumer credit cooperatives, housing savings cooperatives, credit bureaus, rating agencies, agricultural consumer credit cooperatives, pawnshops (Article 76.1 of the Federal Law “On the Central Bank of the Russian Federation”).

Таблица 2 / Table 2

Изменение числа организаций НБФП в России за 2022 г. / Change in the number of NBFP organizations in Russia in 2022

Наименование институтов финансового рынка / Financial market institutions' names	Количество на 01.01.2022 г. / Number at 01.01.2022	Количество на 01.01.2023 г. / Number at 01.01.2023
Субъекты страхового дела, всего	222	215
в том числе:	147	140
• страховые организации		
• общества взаимного страхования	16	18
• страховые брокеры	59	57
• объединения субъектов страхового дела	20	20
Профессиональные участники рынка ценных бумаг, всего	472	515
в том числе:	251	253
– брокеры		
– форекс-дилеры	4	4
– дилеры	279	277
– доверительные управляющие	182	179
– депозитарии	250	252
– регистраторы	31	31
– инвестиционные советники	126	179
Инфраструктурные организации, всего	72	90
в том числе:	6	6
• клиринговые организации		
• биржи	6	6
• торговые системы	1	1
• операторы товарных поставок	4	4
• репозитарии	2	2
• центральный депозитарий	1	1
• центральные контрагенты	3	3
• информационные агентства	5	5
• операторы инвестиционных платформ	50	64
• операторы финансовых платформ	5	6
• операторы информационных систем, обслуживающих платформы, выпускающие цифровые финансовые активы	0	3
• операторы платежных систем и операторы иностранных платежных систем	28	25
Субъекты рынка коллективных инвестиций, всего	328	338

Продолжение таблицы 2 / Table 2 (continued)

Наименование институтов финансового рынка / Financial market institutions' names	Количество на 01.01.2022 г. / Number at 01.01.2022	Количество на 01.01.2023 г. / Number at 01.01.2023
в том числе:	41	39
• негосударственные пенсионные фонды		
• акционерные инвестиционные фонды	2	2
• управляющие компании организаций коллективных инвестиций	259	268
• специализированные депозитарии организаций коллективных инвестиций	26	29
Паевые инвестиционные фонды, всего	1965	2163
в том числе:	262	277
– открытые		
– интервальные	44	50
– закрытые	1534	1705
– биржевые	125	13
Субъекты микрофинансирования и кооперативы, всего	6015	5341
• микрофинансовые организации	1267	1162
• жилищные накопительные кооперативы	48	44
• кредитные потребительские кооперативы	1775	1517
• сельскохозяйственные кредитные потребительские кооперативы	694	638
• ломбарды	2231	1980
Управляющие компании специализированных обществ	55	71

Источник / Source: составлено авторами по материалам Банка России. Годовой отчет за 2022 г. С. 350–351 / Compiled by the authors based on materials from the Bank of Russia. Annual Report 2022. P. 350–351.

Ужесточение глобальных макрофинансовых условий усиливает нестабильность сектора НБФП в силу относительно высокого уровня леввериджа. Действительные уязвимости институтов НБФП, обусловленные финансовым леввериджем, могут быть неизвестны и регуляторам, и рыночным участникам, так как их трудно измерить или он встроен в различные сделки и операции [13]. В текущих условиях финансовый левверидж институтов НБФП может принимать разнообразные формы: использование соглашений об обратном выкупе или маржинальных заимствований по основным брокерским счетам; разнообразных финансовых деривативов или структурированных механизмов

финансирования. Более того, отдельные сделки могут включать несколько форм финансового леввериджа, например, сделки с обеспеченными кредитными обязательствами могут содержать три уровня леввериджа.

Банки и организации НБФП напрямую взаимосвязаны через каналы фондирования, функционирующих в обоих направлениях. Банки продолжают быть чистыми получателями фондирования от институтов НБФП. Хотя после 2013 г. совокупная доля небанковского финансирования банков постепенно снижалась, в ряде юрисдикций она значительна: в ЮАР — более 30% совокупных банковских активов; в Люксембурге — более 20%; в Австралии,

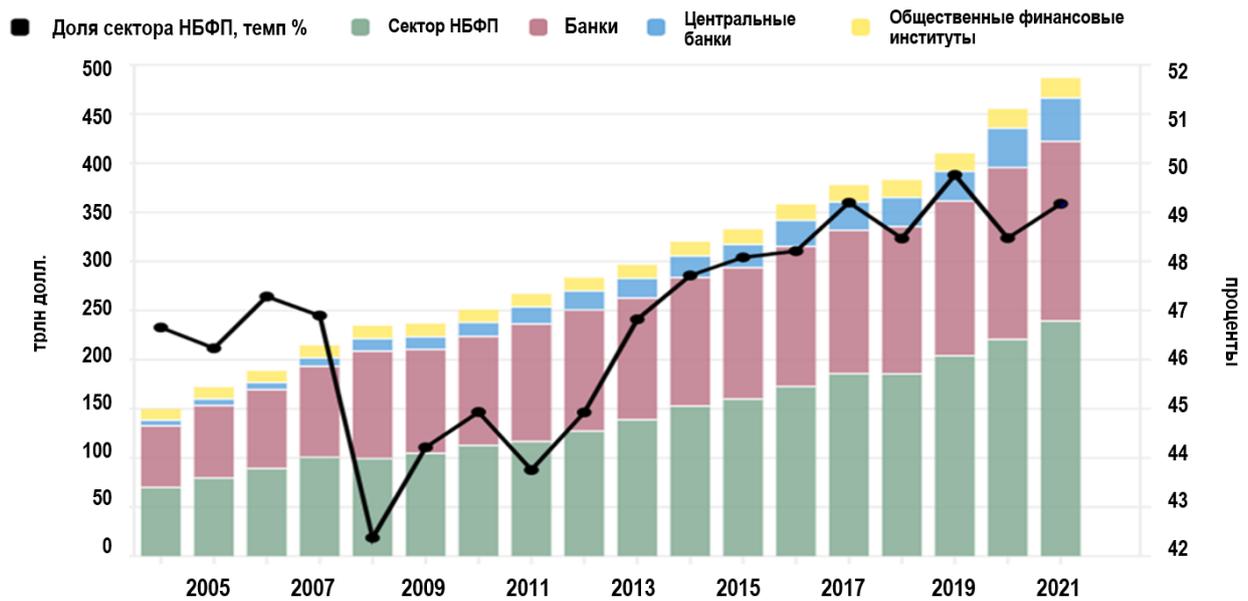


Рис. / Fig. Динамика глобальных финансовых активов / Global Financial Assets Dynamics

Источник / Source: составлено авторами по материалам Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation, 2022. FSB, 2022, Dec. p. 37 (89 p.) / Compiled by the authors based on materials from the Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation, 2022. FSB, 2022, Dec. p. 37 (89 p.) URL: <https://www.fsb.org/2022/12/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2022> (дата обращения: 11.05.2023) / (accessed on 11.05.2023).

Аргентине, Бразилии, Чили, Швейцарии, Южной Корее — более 10%⁶.

Информация кредитной базы данных⁷ показывает, что после глобального финансового кризиса доля институтов НБФП на рынке синдицированных кредитов существенно возросла. При этом организации НБФП специализируются на кредитовании заемщиков с более высоким левэриджем и более низким уровнем покрытия процентных платежей, чем банки. Быстрый рост небанковского кредитования может усиливать негативные последствия финансовых шоков, поскольку в кризисных ситуациях институты НБФП сокращают свое предложение кредита больше, чем банки, для фирм, в наибольшей степени зависящих от кредитования [13]. В отличие от традиционных банков, у институтов НБФП нет прямого доступа к программам поддержки ликвидностью ЦБ, поэтому в случае ограниченного предложения рыночной ликвидности они становятся катализаторами ее дальнейшего сжатия, что способно усилить финансовый стресс на рынках денег.

⁶ Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation, 2022. FSB, 2022, Dec. p. 25. (89 p.). URL: <https://www.fsb.org/2022/12/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2022/> (дата обращения: 11.05.2023).

⁷ URL: <https://www.library.hbs.edu/find/databases/dealscan> (дата обращения: 11.05.2023).

Для пополнения ликвидности институты НБФП в условиях стресса начинают распродавать активы, что провоцирует волны снижения цен, дальнейших распродаж активов, рост рискованных премий и требований предоставления дополнительных обеспечений, что еще больше ухудшает положение. Снижение стоимости обеспечений, увеличение дисконтов предполагает ужесточение условий обеспеченного кредитования, что быстро распространяется на рынке необеспеченного кредитования, включая рынки денег. Это может означать, что стресс ликвидности у институтов НБФП может трансформироваться в стресс на всех системно значимых сегментах финансовых рынков, включая традиционную банковскую систему. Последнее возможно, по меньшей мере, в силу двух причин. Во-первых, значительная часть институтов НБФП либо принадлежит, либо фондируется традиционными банками. Во-вторых, коммерческие банки напрямую вовлечены в НБФП через брокерско-дилерскую активность. В случае рыночного стресса и падения стоимости обеспечений банки-дилеры сталкиваются с рисками пролонгации позиций, которые, по сути, не отличаются от классического изъятия депозитов. Таким образом, НБФП может быть источником системного риска, особенно если развитие сектора главным образом мотивировано регуляторным арбитражем.

Теоретическая оценка потенциальных уязвимостей основных институтов НБФП /
Theoretical Assessment of Potential Vulnerabilities Main NBFP Institutions

Институты НБФП (оценка сектора за 2021 г.) / NBFP Institutes (2021 sector assessment)	Финансовый левередж / Financial leverage	Риск ликвидности / Liquidity risk	Взаимосвязанность / Interconnectedness	Валютные разрывы / Currency gaps
Инвестиционные фонды, за исключением фондов рынка денег и хедж- фондов (58 трлн долл., 12% ГФА*)	Низкий, но средний у облигационных фондов, подверженных рискам производных инструментов	Высокий у фондов с фиксированным доходом, хранящих неликвидные активы СФР** или с высокой доходностью	Высокая, в том числе трансграничная (СФР и РЭ***), возможные связи с банками по операциям с деривативами	Низкие, но возможны значительные экстерналии для валютных рынков
Страховые компании (40 трлн долл., 8% ГФА)	Низкий	Низкий, но средний при ужесточении политики	Средний; банки – крупные держатели долгов банков; возможны требования о выделении дополнительного обеспечения	Низкий, но средний при ужесточении политики
Пенсионные фонды (43 трлн долл., 9% ГФА)	Низкий, но средний в странах с большой долей схем с установленными выплатами	Низкий, но может быть высоким в странах с большой долей схем с установленными выплатами и отрицательными денежными потоками	Отсутствие данных не позволяет дать обоснованную оценку	Низкий
Фонды рынка денег (8,5 трлн долл., 2% ГФА)	Нет данных	Низкий, но средний у основных фондов	Высокий у ключевых участников основных рынков фондирования	Нет данных
Компании по структурированному финансированию (6 трлн долл., 1% ГФА)	Средний/высокий	Средний	Средний; страховые компании и пенсионные фонды могут быть крупными инвесторами в данные структуры	Низкий
Хедж-фонды (6 трлн долл., 1% ГФА)	Средний/высокий	Средний	Средний/высокий	Средний
Центральные контрагенты (0,7 трлн долл., 0,1% ГФА)	Нет данных	Высокий, но также у них имеются сильные риск- менеджмент и финансовый контроль	Высокий, учитывая системную роль на рынках	Нет данных

Источник / Source: составлено авторами по материалам Global Financial Stability Report, April 2023. IMF, 2023. p. 61 (126 p.) / Compiled by the authors based on materials from the Global Financial Stability Report, April 2023. IMF, 2023. p. 61 (126 p.). URL: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2023/04/11/global-financial-stability-report-april-2023> (дата обращения: 11.05.2023) / (accessed on 11.05.2023).

Примечания / Notes: * ГФА – глобальные финансовые активы; ** СФР – страны с формирующимися рынками; *** РЭ – развивающиеся экономики / * GFA – global financial assets; ** EM – Countries with emerging markets; *** DE – developing economies.

ВОЗМОЖНЫЕ СТРАТЕГИИ РЕГУЛИРОВАНИЯ НБФП В ЦЕЛЯХ ПРЕДОТВРАЩЕНИЯ СИСТЕМНЫХ КРИЗИСОВ

В 2013 г. СФС для снижения системных рисков рекомендовал национальным регуляторам усилить регулирование по 5 направлениям деятельности НБФП⁸:

1) снижение эффектов распространения кризиса между НБФП и традиционной банковской системой (риск заражения);

2) уменьшение чувствительности фондов рынка денег к «набегам» (паникам); 3) повышение точности оценки системных рисков, порождаемых организациями НБФП;

4) снижение стимулов проведения вторичных и третичных секьюритизаций активов;

5) устранение рисков процикличности, связанных с такими договорами обеспеченного финансирования, как сделки РЕПО, кредитование ценными бумагами, которые могут усиливать нехватку финансирования в периоды серьезных финансовых стрессов.

В докладе СФС⁹ за 2022 г. предложен вариант функционального подхода к регулированию деятельности институтов НБФП (табл. 4).

В докладе Международного валютного фонда¹⁰ подчеркивается, что в текущих условиях повышения процентных ставок для сдерживания темпов инфляции, усиления волатильности цен активов и роста рисков и неопределенностей сектор НБФП может стать источником системного риска.

Таким образом, опасения, что НБФП станет источником глубокого системного кризиса, который спровоцирует серьезный спад в реальном секторе и приведет к значительному снижению благосостояния домашних хозяйств, закономерно ставят вопрос о совершенствовании пруденциального регулирования институтов НБФП и усилении надзора. В этих целях, на наш взгляд, возможно применение четырех основных стратегий регулирования:

- для институтов, имеющих высокие риски ликвидности: регулирование пассивов НБФП. Возможно нормативное ограничение использования инструментов ликвидности и распространение правила «автоматической приостановки» операций при наступлении стрессовых ситуаций. Данная стратегия целесообразна, так как позволит регулятору своевременно влиять на волатильность цен активов и обеспечивать резервы ликвидности для погашения обязательств;

- для институтов, имеющих высокий финансовый леверидж: ограничения на использование подобных депозитам инструментов для финансирования долгосрочных инвестиций. Возможные меры: капитальные требования, нормативы ликвидности и ограничения на использование клиентских активов для трансформации срочности. Данная стратегия должна способствовать ограничению создания «пузырей» и также быть направленной на контроль риска утраты ликвидности;

- для институтов, чувствительных к валютным разрывам: сокращение асимметрии информации относительно качества активов, обеспечивающих пассивы. Стратегия направлена на ограничение валютных рисков, могут использоваться схожие с банковскими методы регулирования (лимиты открытых позиций, резервы ликвидности, оценка и контроль рисков и др.);

- для институтов, имеющих взаимосвязанность: разработка планов управления системным кризисом. Общеизвестным фактом является то, что даже отличное регулирование не может предотвратить системные кризисы, но важно, чтобы регуляторы были готовы управлять сложной ситуацией, поэтому важно иметь комплексный план с возможными альтернативными инструментами управления.

Следует отметить, что кроме сектора НБФП, на рынок финансового посредничества пришли и высокотехнологичные компании, одновременно ведущие деятельность в нескольких юрисдикциях (компании бигтеха), что ставит новую проблему организации эффективного надзора и мониторинга влияния компаний бигтеха. Подобная динамика предполагает, что периметр финансового регулирования и надзора должен расширяться.

ВЫВОДЫ

В настоящее время сектор НБФП представлен широким спектром организаций, а практическое применение инновационных финансовых техно-

⁸ An Overview of Policy Recommendations for Shadow Banking. SB, 2013, Aug. 15 p. URL: <https://www.fsb.org/2013/08/an-overview-of-policy-recommendations-for-shadow-banking> (дата обращения: 15.05.2023).

⁹ Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation, 2022. FSB, 2022, Dec. p. 32, 33. (89 p.). URL: <https://www.fsb.org/2022/12/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2022/> (дата обращения: 15.05.2023).

¹⁰ Global Financial Stability Report, April 2023. IMF, 2023, p. 59 URL: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2023/04/11/global-financial-stability-report-april-2023> (дата обращения: 11.05.2023).

Возможный перечень регуляторных и надзорных мер, вводимых для институтов НБФП и учитывающих их экономические функции / Possible List of Regulatory and Supervisory Measures Introduced for NBFP Institutions and their Economic Functions

Экономическая функция / Economic function	Инструмент / Tool
ЭФ1 Институты коллективного инвестирования	<p>Инструменты должны быть нацелены на снижение рисков, обусловленных трансформацией ликвидности и использованием леввериджа, к ним относятся:</p> <ul style="list-style-type: none"> – лимиты: на инвестиции в неликвидные активы; концентрации активов; уровни леввериджа; обязательные резервы ликвидности; – инструменты, основанные на ценах: сборы при разводнении активов и ограничение ценообразования на основе колебаний курсов ценных бумаг; – инструменты, основанные на количествах (объемах): размеры выкупа; приостановки выкупа <p>Последние два типа инструментов могут активироваться дискретно или на постоянной основе по решению как надзорного органа, так и управляющих фондами</p> <p>Инструменты, нацеленные на снижение рисков (кредитного и ликвидности), связанных с финансированием долгосрочных инвестиций краткосрочными заимствованиями:</p> <ul style="list-style-type: none"> • капитальные требования (либо сходные с банковскими, либо отдельные режимы); • нормативы предельно допустимых рисков и леввериджа; • норматив обязательного резерва ликвидности; • ограничения на типы пассивов, какие институт может эмитировать. <p>Для организаций, относимых к ЭФЗ, могут вводиться требования, касающиеся использования средств клиентов</p>
ЭФ2 Организации, чьи кредиты зависят от краткосрочного фондирования и ЭФЗ Организации, чье посредничество зависит от краткосрочного фондирования	<p>Инструменты нацелены на снижение рисков кредитного, ликвидности, контрагента. Помимо капитальных требований и нормативов ликвидности, возможны ограничения масштабов и объемов бизнеса; требования к риск-менеджменту и обязательному разделению риска со страхователем. Инструменты вводятся на постоянной основе</p>
ЭФ4 Организации, способствующие кредитованию	<p>Инструменты нацелены на снижение рисков секьюритизаций, в том числе: ограничения на трансформации срочности/ликвидности; принимаемое обеспечение; рисков, связанных с выделяемым банкам или принимаемым от банков (других финансовых организаций) финансированием. Для обеспечения должных стимулов возможно введение правил, ограничивающих скрытые риски (например, требования по удержанию при эмиссии секьюритизаций). Инструменты должны вводиться на постоянной основе</p>
ЭФ5 Организации, чье кредитное посредничество основано на секьюритизациях	<p>Политические инструменты нацелены на снижение рисков секьюритизаций, в том числе: ограничения на трансформации срочности/ликвидности; принимаемое обеспечение; рисков, связанных с выделяемым банкам или принимаемым от банков (других финансовых организаций) финансированием. Для обеспечения должных стимулов возможно введение правил, ограничивающих скрытые риски (например, требования по удержанию при эмиссии секьюритизаций). Инструменты должны вводиться на постоянной основе</p>

Источник / Source: составлено авторами по материалам СФС (Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation, 2022. FSF, 2022, Dec. p. 32, 33. (89 p.) / Compiled by the authors based on materials from Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation, 2022. FSF, 2022, Dec. p. 32, 33. (89 p.). URL: <https://www.fsb.org/2022/12/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2022/> (дата обращения: 15.05.2023) / (accessed on 15.05.2023).

логий стимулирует выход на рынок новых типов финансовых посредников, деятельность которых порождает новые риски, в том числе системные. Но пока финансовые регуляторы и надзорные органы не могут их однозначно выявлять и оценивать их значимость для поддержания финансовой стабильности.

В статье представлен анализ состояния сектора НБФП и возможные каналы реализации рисков факторов, которые могут повлиять на финансовую стабильность: взаимосвязи с банковской системой; чувствительность некоторых институтов к паникам клиентов; существующая фрагментарность в оценке рисков; проведение вторичных и третичных секьюритизаций активов.

В качестве рекомендуемых мер по поддержанию финансовой стабильности и для предотвращения

развития кризиса в секторе НБФП возможна реализация следующих направлений и действий:

- усиление регулирования и надзора за институтами НБФП. В первую очередь следует закрыть основные разрывы в данных, стимулировать должный риск-менеджмент в соответствующих организациях, ввести необходимые пруденциальные требования;
- в случае развития стресса в секторе НБФП возможен прямой доступ институтов НБФП к программам ликвидности ЦБ (при этом следует предусмотреть соблюдение конкретных условий предоставления ликвидности);
- нужно обеспечивать координацию действий между ЦБ и секторальными регуляторами (если они имеются) с целью не только идентификации рисков, но и управления кризисными ситуациями.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ / REFERENCES

1. Nath R.D., Chowdhury M.A.F. Shadow banking: A bibliometric and content analysis. *Financial Innovation*. 2021;7(1):68. DOI: 10.1186/s40854-021-00286-6
2. Усоскин В.М. Теневой банкинг: место и роль в системе финансового посредничества. *Деньги и кредит*. 2016;(4):20–27.
Usoskin V. Shadow banking: Place and role in financial intermediation. *Den'gi i kredit = Russian Journal of Money and Finance*. 2016;(4):20–27. (In Russ.).
3. Рубцов Н.Н. Теневой банкинг и его роль в современной мировой финансовой системе. *Креативная экономика*. 2016;10(6):577–600. DOI: 10.18334/ce.10.6.35301
Rubtsov N.N. Shadow banking and its role in the modern global financial system. *Kreativnaya ekonomika = Journal of Creative Economy*. 2016;10(6):577–600. (In Russ.). DOI: 10.18334/ce.10.6.35301
4. Усоскин В.М. Теневой банкинг: регулятивная реформа и ее эффективность. *Финансы: теория и практика*. 2019;23(4):69–79. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-4-69-79
Usoskin V.M. Shadow banking: regulatory reform and its effectiveness. *Finance: Theory and Practice*. 2019;23(4):69–79. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-4-69-79
5. Рамазанов А.В. К вопросу о сущности и регулировании теневого банкинга. *Финансы и кредит*. 2022;28(6):1379–1398. DOI: 10.24891/fc.28.6.1379
Ramazanov A.V. On the essence and regulation of shadow banking. *Finansy i kredit = Finance and Credit*. 2022;28(6):1379–1398. (In Russ.). DOI: 10.24891/fc.28.6.1379
6. Elliott D., Meisenzahl R.R., Peydró J.-L. Nonbank lenders as global shock absorbers: Evidence from US monetary policy spillovers. *Journal of International Economics*. 2024;149:103908. DOI: 10.1016/j.jinteco.2024.103908
7. Pozsar Z., Adrian T., Ashcraft A., Boesky H. Shadow banking. *FRBNY Economic Policy Review*. 2013;(Dec.):1–16. URL: <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/2013/0713adri.pdf> (accessed on 11.05.2023).
8. Kodres L.E. What is shadow banking? *Finance & Development*. 2013;50(2):42–43. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2013/06/pdf/basics.pdf> (accessed on 11.05.2023).
9. 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
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
10. Kelleher D., Basil P. The increasing dangers of the unregulated “shadow banking” financial sector. Washington, DC: Better Markets, Inc., 2022. 18 p. URL: https://bettermarkets.org/wp-content/uploads/2022/03/BetterMarkets_Report_Dangers_of_the_Shadow_Banking_System_March2022.pdf

11. Liu A., Liu J., Shim I. Shadow loans and regulatory arbitrage: Evidence from China. BIS Working Papers. 2022;(999). URL: <https://www.bis.org/publ/work999.pdf> (accessed on 11.05.2023).
12. Adrian T., Jones B. Shadow banking and market-based finance. IMF Departmental Paper. 2018;(14). URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Departmental-Papers-Policy-Papers/Issues/2018/08/01/Shadow-Banking-and-Market-Based-Finance-45663> (accessed on 11.05.2023).
13. Aldasoro I., Doerr S., Zhou H. Non-bank lending during financial crises. FDIC Working Paper. 2022. 42 p. URL: <https://www.fdic.gov/analysis/cfr/bank-research-conference/annual-21st/papers/zhou-paper.pdf> (accessed on 12.05.2023).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



Валентина Вильевна Кузнецова — кандидат исторических наук, доцент, Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова, Москва, Россия

Valentina V. Kuznetsova — Cand. Sci. (Hist.), Assoc. Prof., M. V. Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0002-8698-4295>

vkuz_55@mail.ru



Ольга Игоревна Ларина — кандидат экономических наук, доцент, Государственный университет управления, Москва, Россия

Olga I. Larina — Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof., State University of Management, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0002-9841-8194>

Автор для корреспонденции / Corresponding author:

oilarina@mail.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 09.06.2023; после рецензирования 10.07.2023; принята к публикации 27.07.2023.

Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The article was submitted on 09.06.2023; revised on 10.07.2023 and accepted for publication on 27.07.2023.

The authors read and approved the final version of the manuscript.