

УДК 336

*А. А. Жукова*

Московский государственный институт международных отношений (университет)  
МИД РФ, Москва, e-mail: a.a.zhukova99@gmail.com

## ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ И ПОДХОДЫ К ИССЛЕДОВАНИЮ МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ: БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ ОБЗОР

**Ключевые слова:** макропруденциальная политика, финансовая стабильность, системный риск, денежно-кредитная политика, банковский надзор.

Макропруденциальная политика, охватывающая комплекс мер, направленных на обеспечение и поддержание стабильности финансовой системы в целом, получила широкое распространение после мирового финансового кризиса 2007-2009 годов. Параллельно с активным внедрением макропруденциальных инструментов совершенствовался понятийный аппарат и теоретические концепции, лежащие в основе их применения. В статье на основе анализа массива публикаций систематизируются основные направления исследований в области макропруденциальной политики и финансовой стабильности, приводятся результаты анализа выделенных тематических блоков, выявляются пробелы и перспективные направления исследований. В результате проведенного обзора делается вывод о недостаточной степени изученности рассматриваемого предметного поля в части как теоретических, так и эмпирических исследований; отсутствии единый согласованных подходов к трактовке основополагающих терминов; различий методологии оценки эффективности макропруденциальной политики, затрудняющих получение однозначных выводов о ее влиянии на динамику кредитного цикла.

*A. A. Zhukova*

MGIMO University, Moscow, e-mail: a.a.zhukova99@gmail.com

## THE MAIN FIELDS AND APPROACHES TO STUDYING MACROPRUDENTIAL POLICY: LITERATURE REVIEW

**Keywords:** macroprudential policy, financial stability, systemic risk, monetary policy, banking supervision.

Macroprudential policy comprising measures aimed at ensuring and maintaining the resilience of the financial system as a whole became widespread after the global financial crisis of 2007-2009. Macroprudential tools have been actively introduced at the same time as conceptual apparatus and theoretical frameworks underlying their use have been advancing. Based on the analysis of an array of research papers, the article systematizes the key areas of research on macroprudential policy and financial stability, provides the results of the scoping review of identified thematic blocks, reveals existing gaps and prospective fields for further research. The review concludes that the subject field in question is insufficiently studied both in terms of theoretical and empiric research; there is a lack of common approaches to defining foundational terms and concepts; the methodology of assessing the efficiency of macroprudential policy varies significantly which hinders making definite conclusions about its impact on the credit cycle dynamics.

### Введение

Одним из основных уроков глобально-го финансового кризиса 2007-2009 годов стало осознание необходимости проведения масштабной реформы финансового регулирования. Основная цель пересмотра состояла в снижении процикличности мировой финансовой системы и внедрении инструментария, необходимого для поддержания финансовой стабильности в целом, а не только устойчивости отдельных финансовых институтов. С этого момента уязвимости финансового сектора стали рассматриваться в тесной увязке с последстви-

ями их наращивания для реального сектора. Помимо этого, был расширен классический подход к финансовому регулированию за счет включения в анализ взаимосвязей и взаимозависимостей между финансовыми институтами, которые в период кризиса могут провоцировать «эффекты заражения». Широкое распространение получило понятие макропруденциальной политики (МПП) – комплекса мер, направленных на обеспечение стабильности финансового сектора в целом.

Макропруденциальная политика остается недостаточно изученным предметным

полем в силу относительной новизны самой концепции. Трудности в выработке единого понятийного аппарата связаны с отсутствием четкой границы между микро- и макро-пруденциальными инструментами, а также недостаточным исследованием связей между финансовой системой и реальной экономикой. Существующие обзоры литературы по данной теме служат отправной точкой в поиске источников современных теоретических концепций МПП, однако в них имеются пробелы в силу ранней даты публикации (до периода роста числа научных публикаций в данном предметном поле) [1], либо из-за узкой тематики (взаимодействие макропруденциальной и денежно-кредитной политики) [2].

**Целью данного исследования** является актуализация и систематизация имеющихся научных публикаций в области макропруденциальной политики и финансовой стабильности для определения значимости рассматриваемого предметного поля и его места в современном научном дискурсе.

### Материалы и методы исследования

При подготовке обзора для отбора публикаций по исследуемой теме использовались базы данных Science Direct, Google Scholar и РИНЦ. Для восполнения недостающих статистических данных использовались результаты опубликованного ранее наукометрического исследования литературы в области макропруденциального регулирования [3]. В частности, из данного исследования были получены данные об авторах с наибольшим количеством цитирований по состоянию на 2018 год. Данные о цитируемости авторов были актуализированы с помощью данных из Scopus и Google Scholar (табл. 1). Наиболее цитируемые работы, релевантные для темы диссертации, были включены в выборку как наиболее значимые публикации в указанном предметном поле.

Основной отбор источников осуществлялся по пересечению ключевых слов «макропруденциальная политика» (macroprudential policy), «системные риски» (systemic risks) и «финансовая стабильность» (financial stability).

Таблица 1

Авторы с наибольшим количеством публикаций в области макропруденциальной политики и финансовой стабильности

Количество статей	Автор	Количество цитирований	Наиболее цитируемая работа
137	С. Гош	6085	'Financial deregulation and efficiency: An empirical analysis of Indian banks during the post reform period' (2006)
111	П.Р. Агенор	2354	'Global banking, financial spillovers and macroprudential policy coordination' (2019)
82	П. Сарлин	2788	'Predicting distress in European banks' (2014)
51	К. Борио	2298	'Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism' (2011)
29	М. Рубио	1483	'Macroprudential and monetary policies: Implications for financial stability and welfare' (2014)

Источник: составлено автором.

Таблица 2

Топ-5 научных журналов по числу публикаций с выбранными ключевыми словами в 2010-2024 гг.

Количество публикаций	Название журнала	Импакт-фактор
160	Journal of Financial Stability	5,4
87	Journal of Banking & Finance	3,7
60	Economic Modelling	4,7
59	Journal of International Money and Finance	2,5
41	Journal of International Financial Markets, Institutions and Money	4

Примечание: по состоянию на 13 апреля 2024 года.

Источник: составлено автором по данным Science Direct.

Из выборки были исключены работы, датируемые ранее 2010 года, т.е. написанные до мирового финансового кризиса и тем самым не учитывающие изменения в подходах к финансовому регулированию. Для сужения выборки по критерию качества публикаций были отобраны 5 журналов с наибольшим количеством публикаций с данными ключевыми словами (табл. 2).

Общее количество найденных статей по заданным параметрам составило 407. Дальнейший отбор происходил по принципу релевантности для целей исследования.

### Результаты исследования и их обсуждение

По результатам анализа отобранных публикаций были выделены следующие ключевые тематические блоки: 1) финансовая стабильность и системные риски; 2) механизмы реализации макропруденциальной политики 3) эффективность инструментов макропруденциальной политики.

При изучении *первого тематического блока* основное внимание привлекает факт отсутствия единого согласованного понятия финансовой стабильности. В литературе можно проследить два подхода к анализу данного явления: прямой подход, заключающийся в непосредственном раскрытии сущности финансовой стабильности [4], и обратный подход, сторонники которого, наоборот, исследуют понятие «финансовой нестабильности» [5]. При этом среди исследователей превалирует второй подход, который во главу угла ставит признаки нарастания уязвимостей в финансовой системе, которые в конечном итоге приводят к её нестабильности.

Понятие финансовой стабильности зачастую рассматривается в тесной связке с категорией системного риска. Общей чертой различных определений является то, что под системным риском подразумевается вероятное спусковое событие (экономический шок или институциональный сбой), которое вызывает цепочку неблагоприятных последствий как для финансового, так и для реального сектора экономики. В то же время, основные разногласия касаются ключевых триггеров, или факторов возникновения, системных рисков, а также подходов к их измерению. Изначально считалось, что источником системного риска служат исключительно коммерческие банки в силу процикличности своих операций. По мере

изучения системных рисков к числу их источников добавился сектор государственных финансов [6], рост активности небанковских финансовых посредников [7], цифровая трансформация бизнес-моделей финансовых институтов [8].

Между тем, практически отсутствуют исследования трансграничных каналов распространения системных рисков для финансовой стабильности, трансграничного влияния мер по ограничению системных рисков. Также в научных статьях, посвященных системным рискам, не выделяется категория геоэкономических рисков, несмотря на признание значимости геоэкономической фрагментации для глобальной финансовой системы. Кроме того, отсутствуют публикации, систематизирующие подходы к расчету индексов финансовой стабильности и системных рисков.

В рамках *второго тематического блока* значительный пласт исследований посвящен вопросам гармонизации и координации МПП на наднациональном уровне. Ряд исследователей отмечают, что различия в степени жесткости МПП могут повлечь за собой регулятивный арбитраж в виде перераспределения кредитных потоков в пользу стран с более мягким регулированием. Наличие трансграничных эффектов МПП и установленное статистически значимое влияние на трансграничное движение капитала обуславливает необходимость международной координации мер и их «зеркалирования» (reciprocation) [9, 10]. В противовес данной точке зрения ряд авторов выступают за ограниченное влияние наднациональных элементов системы макропруденциального регулирования, в частности, в еврозоне, для которой характерны значительные различия между странами в части риск-профиля и зрелости финансовых рынков [11].

Особое внимание также уделяется вопросам взаимосвязи и координации макропруденциальной и денежно-кредитной политики (ДКП). Результаты эмпирических исследований противоречивы. С одной стороны, с помощью методов теории игр было установлено, что некооперативное поведение органов ДКП и МПП способствует одновременному достижению макроэкономической и финансовой стабильности. С другой стороны, большинство исследователей сходятся во мнении, что макропруденциальная политика и ДКП дополняют друг друга, что проявляется не только в смягчении

шоков для экономики, но и дополнительных выгодах в виде повышения благосостояния [12]. При этом наблюдаются разногласия в отношении того, какая политика должна быть направляющей, учитывая, что и МПП, и ДКП способствуют поддержанию финансовой стабильности. Ряд исследователей отдают приоритет МПП либо высказываются в пользу учета макроэкономических эффектов МПП при определении уровня процентной ставки в рамках проведения ДКП.

*Третий блок*, включающий исследование эффективности мер макропруденциальной политики, является наиболее изученным из рассматриваемых трех, поскольку привлекает интерес регуляторов своей практической направленностью. В целом исследователи сходятся во мнении, что макропруденциальное регулирование оказывает положительный эффект на кредитный цикл, сглаживая колебания последнего. Основные различия прослеживаются в применяемой методологии оценки, географическом охвате исследования (на примере отдельной страны, выборки стран) и детализации анализа (оценка эффективности отдельных инструментов или МПП в целом).

Одной из наиболее значимых работ, служащей отправной точкой для многих аналогичных исследованиях, является статья Е. Черутти, в которой приводится оценка воздействия инструментов МПП на темпы роста кредитования в 119 странах [13]. Однако основной пласт исследований носит узконаправленный характер и ставит целью определение влияния отдельных макропруденциальных инструментов на показатели кредитования в стране или риски в отдельных сегментах финансового рынка. Авторы ряда исследований также анализируют специфику реализации МПП в странах с формирующимися рынками и развивающихся странах (EMDE). Например, С. Гош проводит оценку эффективности МПП в арабских государствах Персидского залива, для которых характерна смешанная банковская система (наличие исламских и традиционных банков) [14]. По результатам оценки установлено, что в рассматриваемых странах меры по ограничению долговой нагрузки оказали наибольшее воздействие на принятие рисков банками. В малых открытых экономиках жесткая МПП в отношении валютного кредитования позволяет ограничить негативное влияние либерализации движения капитала на кредитный цикл [15].

В недавних публикациях основное внимание уделяется роли МПП в предотвращении полномасштабного финансового кризиса в период пандемии COVID-19. Результаты исследований указывают на то, что активация инструментов МПП позволила предотвратить накопление уязвимостей и повысила устойчивость банков к внешним шокам. Особенно эффективными оказались меры, направленные на ограничения кредитования, в то время как надбавки к нормативам достаточности капитала оказали статистически незначимое влияние на финансовое положение кредитных организаций [16].

В то же время, сохраняются пробелы в части исследований, сравнивающих эффективность МПП в зависимости от начала внедрения инструментов. Такие исследования позволили бы оценить целесообразность ускорения внедрения стандартов Базель III в странах, которые не завершили данный процесс, в т.ч. России и других странах EMDE. Кроме того, на данный момент отсутствуют исследования, посвященные анализу причин кризисных эпизодов в банковском секторе США и ЕС в марте 2023 года, которые позволили бы выявить недостатки текущей системы пруденциального регулирования.

### Заключение

Проведенный обзор позволяет сделать вывод о том, что макропруденциальная политика остается недостаточно изученным предметным полем в части как теоретических, так и эмпирических исследований. Отсутствуют единые подходы к трактовке основополагающих терминов, классификации инструментов МПП и системных рисков, которые данные инструменты призваны снижать. Среди работ преобладают прикладные исследования, в которых используются методы эконометрического моделирования для оценки эффекта от внедрения отдельных инструментов. Проверке предложенных моделей на устойчивость и репрезентативность затруднена вследствие отсутствия общепринятых индикаторов, характеризующих финансовую стабильность, системные риски и динамику кредитного цикла. В дальнейшем особый интерес для исследователей будет представлять калибровка и совершенствование макропруденциальной политики с целью подготовки финансовой системы к новым экзогенным шокам, в т.ч. связанным с изменением климата, цифровой трансформацией и геоэкономической фрагментацией.

*Библиографический список*

1. Galati G., Moessner R. Macroprudential policy – a literature review // *Journal of Economic Surveys*. 2013. Vol. 27. Is. 5. P. 846-878.
2. Kahou M., Lehar A. Macroprudential Policy: A Review // *Journal of Financial Stability*. 2017. Vol. 29. P. 92-105.
3. Tang Z., Zhang T. A scientometric review on literature of macroprudential policy // *Economic Research*. 2021. Vol. 34, Is. 1. DOI: 10.1080/1331677X.2020.1844579.
4. Schinasi G. Defining Financial Stability. 2004. International Monetary Fund (IMF) Working Paper No. 04/187.
5. Mishkin F. Global Financial Instability: Framework, Events, Issues // *Journal of Economic Perspectives*. 1999. Vol. 13. No. 4. P. 3-20.
6. Borio C. Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism // *Capitalism and Society*. 2011. Vol. 6. Is. 1. DOI: 10.2202/1932-0213.1083.
7. Pellegrini C.B., Cincinelli P. et al. The role of shadow banking in systemic risk in the European financial system // *Journal of Banking & Finance*. 2022. Vol. 138. Is. 2. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2022.106422.
8. Halaj G., Martinez-Jaramillo S., Battiston S. Financial stability through the lens of complex systems // *Journal of Financial Stability*. 2024. Vol. 71. Is. 2. DOI: 10.1016/j.jfs.2024.101228.
9. Beirne J., Friedrich C. Macroprudential policies, capital flows, and the structure of the banking sector // *Journal of International Money and Finance*. 2017. Vol. 75. Is. 1. DOI: 10.1016/j.jimonfin.2017.04.004.
10. Chen W., Phelan G. International coordination of macroprudential policies with capital flows and financial asymmetries // *Journal of Financial Stability*. 2021. Vol. 56. DOI: 10.1016/j.jfs.2021.100929.
11. Rubio M. Macroprudential policy implementation in a heterogenous monetary union // *Oxford Economic Papers*. 2024. Vol. 76(2). P. 351-374.
12. Bailliu J., Meh C., Zhang Y. Macroprudential rules and monetary policy when financial frictions matter // *Economic Modelling*. 2015. Vol. 50. P. 148-161.
13. Cerutti E., Claessens S., Laeven L. The use and effectiveness of macroprudential policies: new evidence // *Journal of Financial Stability*. 2017. Vol. 28. P. 203-224.
14. Ghosh S. Macroprudential policies, crisis and risk-taking: Evidence from dual banking systems in GCC countries // *Journal of Islamic Accounting and Business Research*. 2016. Vol. 7. Is. 1. P. 6-27.
15. Ali M., Iness A. Capital inflows and bank stability around the financial crisis: The mitigating role of macro-prudential policies // *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. 2020. Vol. 69. DOI: 10.1016/j.intfin.2020.101254.
16. Igan D., Mirzaei A., Moore T. Does macroprudential policy alleviate the adverse impact of COVID-19 on the resilience of banks? // *Journal of Banking & Finance*. 2023. Vol. 147. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2022.106419.