

ISSN 2709-2496

ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ОБОЗРЕНИЕ

Национального Банка Республики Казахстан

№ 2, 2023



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА

**ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ОБОЗРЕНИЕ
Национального Банка Республики Казахстан**

Издатель: Национальный Банк Республики Казахстан

Редакционная коллегия издания

Председатель Редакционной коллегии

Заместитель Председателя Национального Банка Тутушкин В.А.

Члены Редколлегии:

Руководитель подразделения денежно-кредитной политики

Руководитель подразделения финансовой стабильности и исследований

Руководитель подразделения платежного баланса

Руководитель подразделения монетарных операций

Руководитель подразделения развития финансовых организаций

Ответственный за выпуск издания – работник Центра исследований и аналитики

**Точка зрения и мнения авторов статей не являются официальной позицией
Национального Банка Республики Казахстан и могут не совпадать с ней.**

ISSN 2709-2496

ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ОБОЗРЕНИЕ
Национального Банка Республики Казахстан

№ 2, 2023

СОДЕРЖАНИЕ

Обзор рынка банковского потребительского кредитования <i>Джусангалиева К.Е., Конурбаева Н.А.</i>	4
Глобальные перспективы ответственного инвестирования <i>Бармамбекова С.А., Асильбекова А.А.</i>	20
Обзор коммуникационной политики центральных банков зарубежных стран о решениях денежно-кредитной политики <i>Майгожина Г.К., Адильбекова К.</i>	45

Обзор рынка банковского потребительского кредитования

Джусангалиева К.Е. – заместитель директора Департамента – Центра исследований и аналитики Национального Банка Республики Казахстан

Конурбаева Н.А. – начальник управления исследований финансовых рынков Департамента – Центра исследований и аналитики Национального Банка Республики Казахстан

Статья посвящена анализу рисков портфеля потребительского кредитования в Казахстане. В работе анализируется темп роста беззалогового кредитного портфеля, рассчитывается уровень задолженности на одного заемщика, проводится возрастное разграничение заемщиков. Авторами разработан ретроспективный индикатор, позволяющий оценить нагрузку на заемщика, существующую на текущий момент, и проведен анализ международного опыта ограничений, внедренных по долговой нагрузке населения.

Ключевые слова: беззалоговые займы, потребительское кредитование, коэффициент долговой нагрузки.

JEL-классификация: D14, E51, G21, G51, H31.

1. Введение

Объем розничного кредитного портфеля в Казахстане за последние несколько лет увеличился более чем вдвое, что обусловлено рядом факторов, в том числе реализацией государственных программ поддержки, восстановлением спроса после череды локдаунов в период пандемии, развитием новых технологий и финансовых экосистем, повышающих доступность кредитных ресурсов для населения и упрощающих их получение.

Следует отметить, что сам по себе рост кредитного портфеля не должен восприниматься в негативном свете. Повышение доступности кредитных продуктов для домохозяйств и их вариативность расширяют потребительские и инвестиционные возможности домохозяйств, что в конечном итоге позволяет улучшить их благосостояние. Ando & Modigliani отмечали, что в рамках гипотезы жизненного цикла доступность кредита позволяет домохозяйствам преодолевать ограничения ликвидности и сглаживать потребление в периоды высокого и низкого дохода (Ando & Modigliani, 1963).

Вместе с тем ряд исследователей на основе эмпирического анализа пришли к выводу о том, что чрезмерный рост кредитования (credit boom) можно рассматривать в качестве предиктора финансовых кризисов, при этом посткризисное восстановление экономики происходит медленнее, если кризису предшествует кредитный бум (Schularick & Taylor, 2012; Jorda et al., 2013). Также было выявлено, что увеличение соотношения долга домохозяйств к ВВП в перспективе сокращает конечное потребление, что в итоге отрицательно влияет на экономический рост (Arcand et al., 2012; Cecchetti & Kharroubi, 2012; Mian et al., 2015; Lombardi et al., 2017; Taehee et al., 2022).

С этими выводами согласуются результаты исследования Drehmann & Juselius, которые подтвердили, что увеличение задолженности частного сектора, когда на расходы домашних хозяйств по обслуживанию долга приходится существенная доля дохода, может привести к масштабному банковскому кризису (Drehmann & Juselius, 2014).

Мамедли и Синяков в своей аналитической записке указывают, что «рост кредитования в условиях завышенных инфляционных ожиданий способствует накоплению узвимоостей в сегменте потребительского кредитования» (Мамедли и Синяков, 2017).

Таким образом, особые опасения может вызывать чрезмерный рост розничного кредитования и, как следствие, накопление избыточного долга у домохозяйств, особенно в условиях определенной комбинации экономических факторов.

На текущий момент в Казахстане наблюдается интенсивный рост задолженности домохозяйств. При этом портфель потребительских кредитов растет высокими темпами в условиях высоких инфляционных ожиданий и замедления темпа роста реальных доходов населения. Ожидание дальнейшего повышения цен на товары может стать триггером для дальнейшего увеличения объема потребительского кредитования, за счет которого население будет компенсировать снижение реальных доходов и адаптироваться к скачкам цен. Кроме того, глубокое проникновение новых технологий, повышающих возможность и скорость приобретения товаров в кредит, способствует росту импульсивных покупок в кредит, что напрямую сказывается на долговой нагрузке граждан. В условиях сокращения реальных доходов населения легкодоступность и простота онлайн сервисов, позволяющих оформить необеспеченный кредит в один клик без жесткой процедуры подтверждения платежеспособности, увеличивает частоту обращений к таким сервисам и ведет к нарастанию зависимости от заемных средств.

В рамках данной работы проанализирован объем задолженности населения РК по кредитам перед банками и оценена долговая нагрузка на основе ретроспективных данных, рассчитанных на микроданных Кредитного регистра. Темп прироста объема потребительских кредитов, укрупнение суммы займа, рост объема проблемных займов являются источником кредитного риска для банковского сектора, поэтому данный вопрос является актуальным и требующим комплексного анализа.

2.1. Долговая нагрузка населения Казахстана

Одним из показателей долговой нагрузки населения является соотношение долга домохозяйств к ВВП. Определение оптимального уровня долга к ВВП является предметом исследований и дискуссии многих исследователей. Отдельные исследователи определяют пороговое значение долга к ВВП, превышение которого потенциально может негативно повлиять на экономический рост, на уровне 80-100% (Arcand et al., 2012; Cecchetti & Kharroubi, 2012). Согласно более поздней работе Ломбарди и др. увеличение долга домохозяйств к ВВП свыше порогового значения в 60% в долгосрочной перспективе снижает потребление, в 80% – отрицательно воздействует на ВВП (Lombardi et al., 2017).

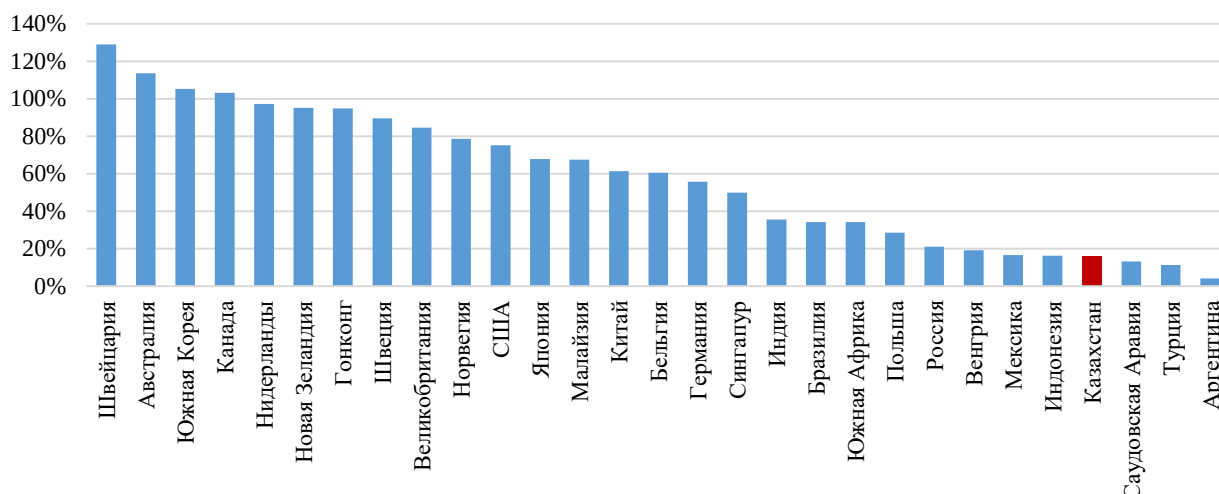
В Казахстане задолженность домохозяйств по кредитам и микрозаймам по отношению к ВВП существенно ниже этого порога: по итогам 2022 года долг домохозяйств¹ составил 15,9%² (рисунок 1). Тем не менее стоит отметить существенный рост этого показателя за последние 4 года – с 10,4% до 15,9%.

За последний год объем долга населения Казахстана практически сравнялся с объемом привлеченных банками депозитов (рисунок 2). Темп прироста долга домохозяйств за последний год опережал темп прироста объема депозитов. Так, во втором полугодии 2022 года задолженность физических лиц превышала объем депонированных в банках средств во всех месяцах, за исключением последнего. По итогам 2022 года показатель LDR (Loan-to-Deposit Ratio), рассчитанный на основе широкого определения кредитной задолженности населения, составил 95%.

¹ Включают кредиты, микрозаймы физических лиц и ИП, выданные БВУ, МФО, КТ и ломбардами, а также переданные коллекторским агентствам

² Расчет на основе объема ВВП за январь-декабрь 2022 года (по оперативным данным), который составил 101 522 983,7 млн тенге (данные БНС АСПИР РК)

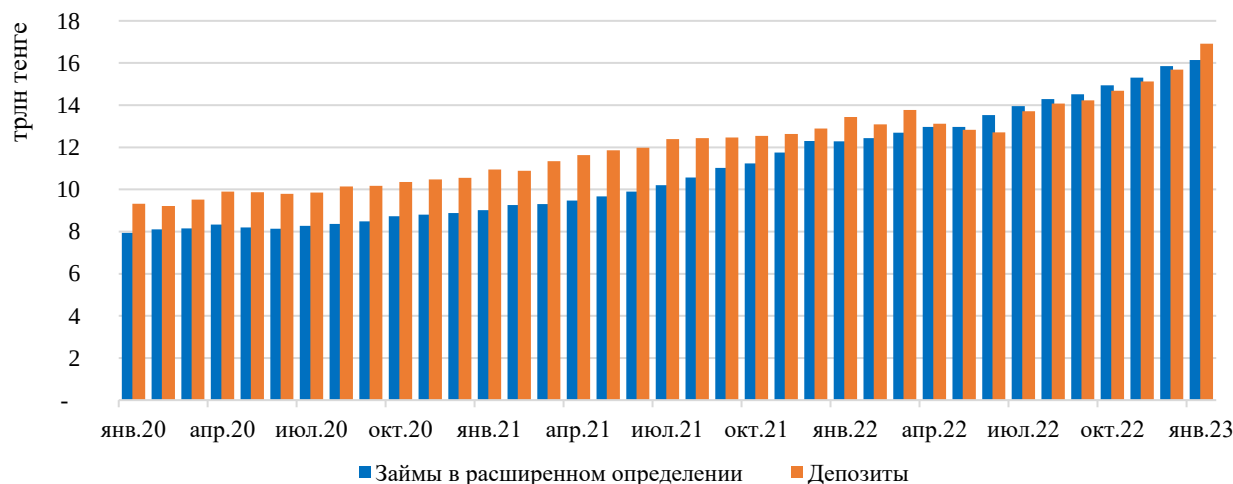
Рисунок 1

Кредиты домохозяйств по отношению к ВВП по странам

Примечание: Credit to Households and Non-profit institutions serving households (NPISHs) - Percentage of GDP, по состоянию на 3 квартал 2022г. Данные по Казахстану включают кредиты, микрозаймы физических лиц и ИП, выданные БВУ, МФО, КТ и ломбардами, а также переданные коллекторским агентствам по состоянию на 01.01.2023.

Источник: BIS³, БНС АСПИР РК, НБРК, ГКБ

Рисунок 2

Динамика депозитов и займов физических лиц

Примечание: Данные по кредитам включают кредиты, микрозаймы физических лиц и ИП, выданные БВУ, МФО, КТ и ломбардами, а также переданные коллекторским агентствам.

Источник: отчетность БВУ (700-Н), ГКБ.

На долю задолженности населения по банковским кредитам приходится 88% долга домохозяйств. Более половины розничного кредитного портфеля банков (51%) приходится на беззалоговые кредиты (рисунок 3). Объем беззалоговых кредитов интенсивно начал расти в 2021 году, что связано с окончанием череды локдаунов 2020 года, отложенным спросом, увеличением спроса населения на потребительские кредиты на фоне замедления темпа роста реальных доходов и повышения инфляционных ожиданий. Так, за 3 года банковский портфель беззалоговых потребительских займов увеличился в 2,1 раза на 3,7 трлн тенге.

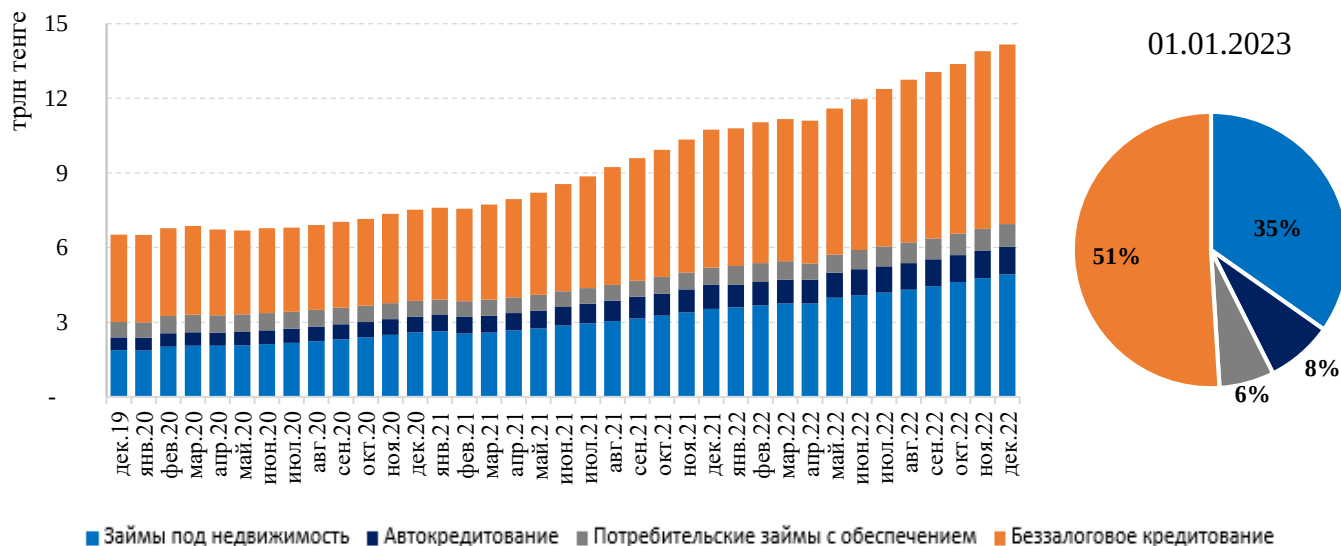
Наряду с беззалоговыми потребительскими займами драйвером роста розничного портфеля банков также выступают ипотечные займы, которые за 2020–2022 годы выросли

³ https://stats.bis.org/#ppq=CRE_TC_TO_HAUS;pv=1~7~1,0,0~both

на 3,0 трлн тенге, или в 2,6 раза. Рост ипотечных займов в большей степени обусловлен запуском госпрограмм, таких как программа по использованию части своих пенсионных накоплений на приобретение жилья и (или) лечение, Баспана Хит и 7-20-25.

Рисунок 3

Структура банковского розничного кредитного портфеля

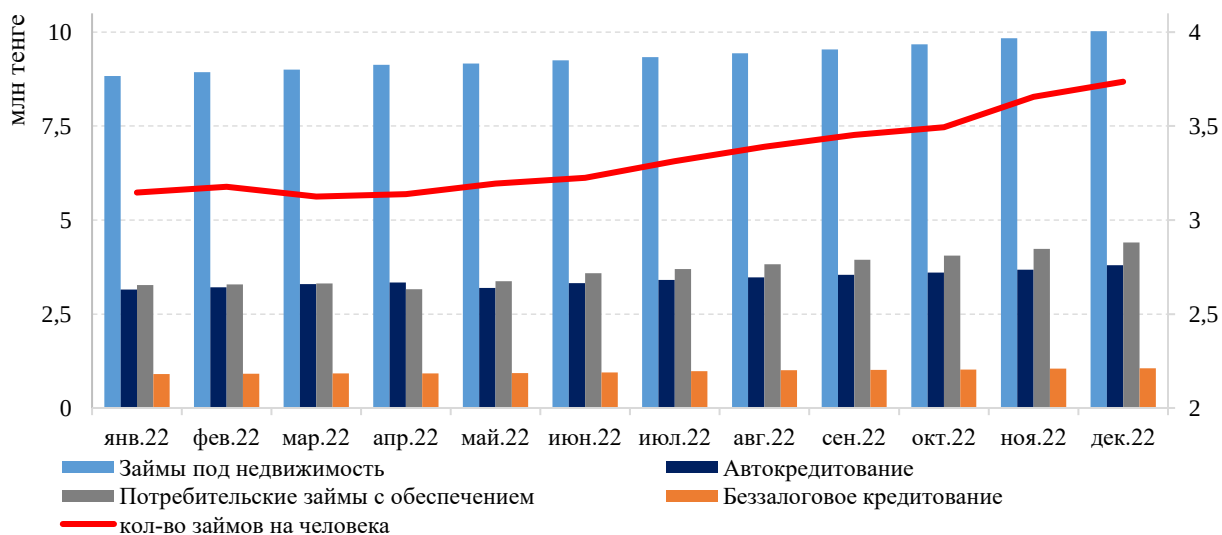


Примечание: Данные по кредитам включают кредиты физических лиц и ИП, выданные БВУ.
Источник: Кредитный регистр.

Количество договоров займа на одного человека на 1 января 2023 года составляет 3,7 (рисунок 4). Необходимо отметить, что наблюдается рост не только количества займов на одного заемщика, но также увеличивается средняя величина задолженности на одного заемщика. Средний размер задолженности на одного заемщика растет по всем категориям займов. Средняя величина беззалогового займа на одного заемщика с января 2022 года выросла более чем на 150 тыс. тенге и на конец 2022 года составила около 1,1 млн тенге. Также существенно выросла задолженность на одного заемщика по займам под залог недвижимости – с 8,8 млн тенге в январе 2022 года до 10,0 млн тенге в декабре 2022 года.

Рисунок 4

Средний размер займа и количество займов на одного заемщика (по остаткам основного долга)



Примечание: по данным Кредитного регистра, без учета «Отбасы Банка»

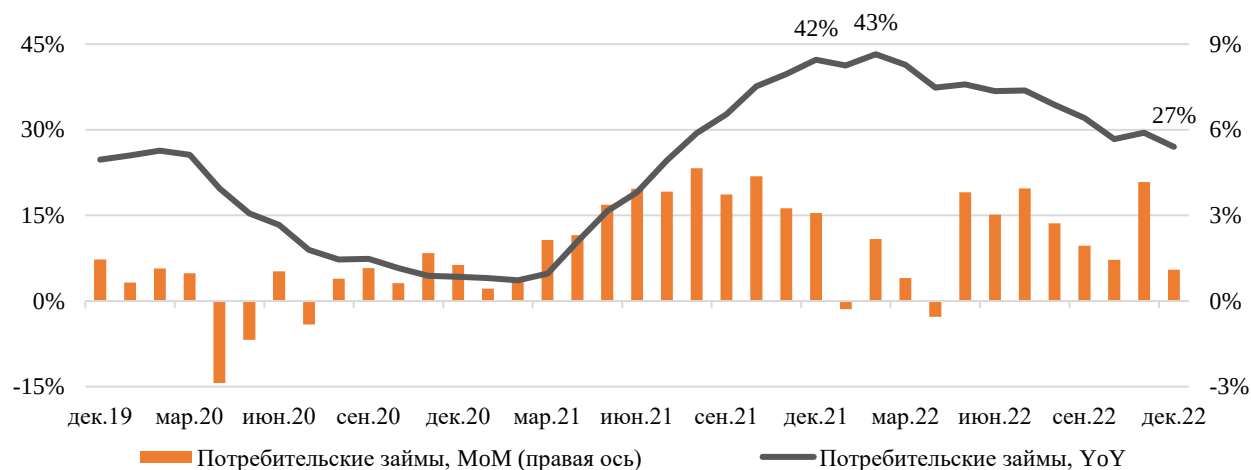
2.2. Потребительское кредитование

Интенсивный рост потребительского кредитования с учетом его значительной доли в общем объеме долга домохозяйств может стать источником кредитных потерь для банковского сектора, и без надлежащего мониторинга и контроля может приобрести размеры, угрожающие стабильности финансового рынка на системном уровне.

В Казахстане темп прироста потребительских займов начал ускоряться в 2021 году (рисунок 5) после значительного замедления в период пандемии. Так, если по итогам 2020 года объем потребительских займов вырос всего на 4%, то к концу 2021 года годовой прирост составил 42%, ускоряясь вплоть до февраля 2022 года.

Рисунок 5

Темпы прироста потребительских займов



Примечание: МоМ – темп прироста к предыдущему месяцу; YoY – темп прироста к аналогичному месяцу предыдущего года.

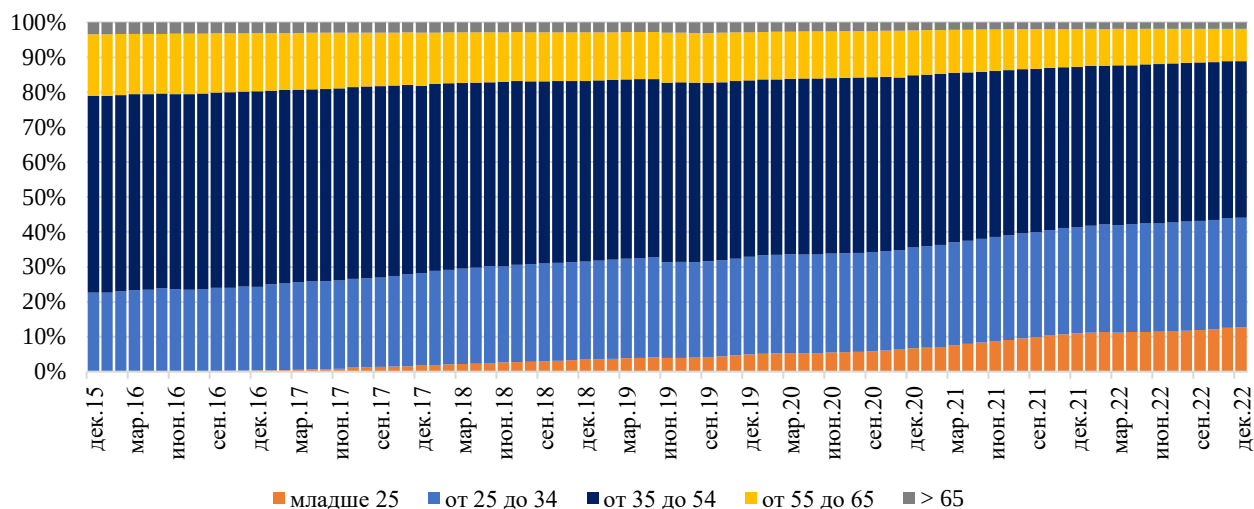
После февраля 2022 года годовой темп прироста потребительского кредитного портфеля замедлился. За 2022 год прирост составил 27%, что тем не менее является достаточно высоким показателем. Необходимо отметить ускорение темпа роста потребительских займов в ноябре 2022 года, связанное с проведением банками различных акций стимулирования кредитования (в частности, т.н. «черная пятница», проводимая традиционно в ноябре).

Доля потребительских займов в розничном портфеле банков на 1 января 2023 года составила 72,4% (здесь и далее без учета Отбасы банка), доля беззалоговых займов – 64,5%. По данным Кредитного регистра 7,0 млн граждан РК имеют задолженность перед банками по потребительским займам, что, по нашей оценке, составляет около 78,5% занятого населения страны⁴. При этом на конец 2022 года на одного заемщика приходится 3,64 потребительских займа со средней величиной одного займа, равной 1,1 млн тенге. В итоге несколько небольших по размеру займов в совокупности могут сложиться в достаточно обременительную долговую нагрузку.

Необходимо отметить «омоложение» потребительского беззалогового ссудного портфеля. Так, если на 1 января 2020 года основная доля приходилась на группу заемщиков в возрасте от 35 до 54 лет (в совокупности 56%), то на 1 января 2023 года возрастные рамки по займам сдвинулись: наибольшая доля займов сохранилась у этой же группы со снижением доли до 45%, при этом значительно выросла совокупная доля групп до 34 лет с 23% до 44% (рисунок 6).

⁴ Количество занятого населения страны по данным БНС составило 8 965,5 тыс. человек на 1 января 2023 года.

Структура потребительского беззалогового кредитного портфеля по возрастам заемщиков



Примечание: по данным Кредитного регистра, без учета займов Отбасы банка

Существенно увеличилась доля займов, выданная людям младше 25 лет, – на 7,7 пп с 1 января 2020 года. Так, за три года молодые люди в возрасте до 25 лет взяли дополнительно потребительских займов на сумму более 820 млрд тенге. Это можно объяснить тем, что при невысоких доходах в начале своего карьерного пути молодежь хочет обладать дорогими вещами и гаджетами, не дожидаясь номинального роста своих доходов. При этом стоит ожидать дальнейшего увеличения объема кредитов в данной возрастной категории по мере достижения поколением «бэби-бума» середины «нулевых» возраста совершеннолетия и принятия на себя финансовых обязательств. Платежная дисциплина этой возрастной категории снижена, и наиболее высокий уровень проблемных беззалоговых займов зафиксирован именно у заемщиков до 25 лет (таблица 1). Ответственность заемщиков по обслуживанию задолженности повышается с возрастом: люди старшего поколения реже допускают просрочки по платежам.

Таблица 1

Разбивка беззалоговых потребительских займов по возрастам заемщиков, млрд тенге

	01.01.2020		01.01.2023		Проблемные займы	
	Всего	Проблемные займы	Всего	Проблемные займы	Доля на 01.01.2023	Изменение за период 01.01.2020-01.01.2023
младше 25 лет	204	19	1025	90	8.8%	376%
от 25 до 34 лет	1149	94	2542	165	6.5%	76%
от 35 до 54 лет	2075	182	3625	208	5.7%	15%
от 55 до 65 лет	567	51	742	40	5.4%	-22%
старше 65 лет	117	8	153	9	5.9%	12%
Общий итог	4 113	354	8 087	513	6.3%	45%

Примечание: проблемные займы – сумма сомнительных 1 и 2 категории, определенных по Методике оценки качества ссудного портфеля, и займов с просроченной задолженностью свыше 90 дней по отчетности банков. Методика оценки качества ссудного портфеля описана в статье Конурбаевой и др., 2021.

По беззалоговым потребительским займам наибольший прирост зафиксирован среди займов, размер основного долга которых не превышает 300 тыс. тенге, а также с размером основного долга от 2-х до 5-ти млн тенге (увеличение в обеих группах более чем в 2 раза). Усугубляющим фактором является существенный прирост проблемных займов в

этих двух группах (таблица 2). Кроме того, необходимо отметить рост объема займов, размер основного долга которых превышает 5 млн тенге, выданных без залогового обеспечения.

Доля проблемных займов в группе беззалоговых потребительских займов составила 6%, приблизившись к значению декабря 2020 года, что свидетельствует о замедлении темпа роста кредитования и увеличении темпа ухудшения беззалоговых потребительских займов. Размер проблемных займов с 1 января 2020 года увеличился на 212 млрд тенге, или на 94%.

Таблица 2

**Разбивка беззалоговых потребительских займов
по величине основного долга, млрд тенге**

	01.01.2020		01.01.2023		Изменение		
	Всего	Проблемные займы	Всего	Проблемные займы	Всего		Проблемные займы
<= 300 000	585	29	1 584	81	998	171%	182%
300 001 - 500 000	399	23	855	49	456	114%	119%
500 001 - 1 000 000	887	57	1 554	101	667	75%	77%
1 000 001 - 2 000 000	821	62	1 128	78	307	37%	25%
2 000 001 - 5 000 000	640	30	1 624	106	985	154%	252%
> 5 000 0000	179	25	476	23	297	166%	-9%
Общий итог	3 511	225	7 221	438	3 710	106%	94%

Примечание: проблемные займы – сумма сомнительных 1 и 2 категории, определенных по Методике оценки качества ссудного портфеля, и займов с просроченной задолженностью свыше 90 дней по отчетности банков. Методика оценки качества ссудного портфеля описана в статье Конурбаевой и др., 2021.

Таким образом, несмотря на относительно невысокий объем задолженности населения РК по отношению к ВВП, значительный темп прироста розничных кредитов, укрупнение суммы займов, превалирование беззалоговых займов в портфелях банков, рост проблемных займов могут стать в среднесрочной перспективе источником существенного кредитного риска для финансового сектора. Это особенно актуально на фоне высоких инфляционных ожиданий и сокращения реальных доходов населения. Рост долговой нагрузки вместе с увеличением прочих не кредитных расходов на фоне снижения реальных доходов и роста цен может привести к увлечению числа просрочек по платежам, и как следствие к нарастанию кредитного риска и рисков ликвидности банков.

3. Меры по сдерживанию потребительского кредитования

На сегодняшний день в международной регуляторной практике существует ряд мер, направленных на снижение темпа прироста потребительского кредитования. Ограничение чрезмерного роста кредитного портфеля и снижение связанных кредитных рисков может быть достигнуто посредством применения инструментов макропруденциального регулирования, таких как введение лимита предельной долговой нагрузки, которую могут принять на себя домохозяйства (Debt-Service-to-Income (DSTI), Debt-to-Income (DTI)). В отдельных странах применяется ужесточение капитальных требований через надбавки или повышение весов риск-взвешивания по кредитам, что дестимулирует потребительское кредитование за счет сокращения рентабельности капитала и увеличения уровня резервирования капитала на покрытие возможных убытков. Также существуют примеры использования прямых ограничительных мер на выдачу кредитов или рост кредитования. Такие меры директивного характера не в полной мере являются рыночными. Более того, лимиты на прирост определенных кредитных продуктов являются прямым вмешательством в коммерческую деятельность, что может потенциально привести в дальнейшем к разрушению рыночных основ.

3.1. Меры макропруденциального характера

Одним из распространенных инструментов обеспечения приемлемого уровня долговой нагрузки для заемщика и снижения риска неплатежей для банка является установление лимита на обслуживание долга на уровне определенного процента от дохода заемщика.

Показатель отношения обслуживания долга к доходу DSTI (Debt-Service-to-Income) относится к числу секторальных макропруденциальных инструментов наряду с LTV (Loan-to-Value) и DTI (Debt-to-Income), действие которого направлено на ограничение чрезмерных заимствований домашних хозяйств. Многие исследователи на основе эмпирического анализа продемонстрировали эффективность DSTI в замедлении и сглаживании чрезмерного роста кредитования (Kuttner & Shim, 2013; Claessens et al., 2014; Akinci & Olmstead-Rumsey, 2015; Alam et al., 2019).

По мнению Drehmann & Juselius, коэффициент обслуживания долга (в их работе – DSR, Debt Service Ratio), определяемый как отношение суммы процентных платежей и основного долга, подлежащих уплате за месяц, к ежемесячному доходу заемщика, является более показательным по сравнению с отношением кредита к ВВП и может служить эффективным индикатором раннего предупреждения системных банковских кризисов (Drehmann & Juselius, 2012).

Немаловажным является вопрос определения оптимального уровня индикатора обслуживания долга, превышение которого станет сигналом критического увеличения долговой нагрузки для заемщика и повышения риска неплатежей для банка.

Nier et al. в своем исследовании эмпирически установили, что введение количественного ограничения на коэффициент DSTI приводит к значительному снижению средней вероятности дефолта (PD). Так, показатель PD по ипотечным займам ниже на 23% при условии соблюдения лимита максимального DSTI на уровне 40% (20% по валютным кредитам). При этом PD по потребительским кредитам возрастает даже при более низком уровне DSTI по сравнению с ипотечными займами. Так, авторами установлен порог, выше которого увеличение DSTI приводит к увеличению PD, на уровне 30% для заемщиков, имеющих только потребительские кредиты. Это объясняется, по их мнению, незначительностью штрафа по потребительским кредитам в сравнении со штрафом по ипотеке: невыполнение обязательств по ипотеке обычно приводит к потере заемщиком заложенного жилья, что стимулирует его к дисциплинированному обслуживанию кредита в отличие от потребительского кредита (Nier et al., 2019).

Инструмент DSTI с различными вариациями широко применяется в мировой практике. Наиболее часто встречающимися пороговыми значениями для DSTI среди стран, устанавливающих лимиты принимаемой долговой нагрузки, являются 40% и 50% (таблица 3).

Таблица 3

DSTI в разбивке по странам и его установленный предел

	Страна	Максимальный предел
1.	Венгрия	25%-60% для займов в венгерских форинтах 15%-30% для займов в евро 5%-15% для займов в других валютах
2.	Франция	35%
3.	Исландия	35% (40% для заемщиков с первым кредитом)
4.	Румыния ⁵	40% 20% по валютным займам
5.	Латвия	40%
6.	Литва ⁶	40% (50% - stress DSTI)

⁵ https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/esrb.notification190116_other_ro.en.pdf

⁶ <https://www.lb.lt/en/role-of-the-bank-of-lithuania-in-maintaining-financial-stability#ex-1-3>

7.	Австрия ⁷	40%
8.	Беларусь	40%
9.	Мальта	40% (применяется к заемщикам, имеющим непогашенные кредиты)
10.	Чехия	50% (45% если заемщику более 36 лет)
11.	Эстония	50%
12.	Португалия	50%
13.	Казахстан	50%
14.	Сингапур ⁸	55%
15.	Словакия	60%
16.	Корея ⁹	60%
17.	Азербайджан ¹⁰	70%
18.	Кипр ¹¹	80% для кредитов в евро 65% для кредитов в инвалюте
19.	Россия	80% (доля выдаваемых необеспеченных кредитов с ПДН более 80% не должна превышать 25%)

Однако есть страны, в которых пороговые значения существенно отличаются. Так, к примеру, в Венгрии используется дифференцированная шкала лимитов по соотношению платежей к доходу РТИ (payment-to-income, аналог DSTI). РТИ определяется как максимальный объем ежемесячных платежей по отношению к регулярному, подтвержденному ежемесячному доходу заемщика. При доходе заемщика менее 500 тыс. форинтов¹² с фиксацией процентной ставки менее чем на 5 лет лимит для него по РТИ составит 25% (15% для займа в евро, 5% при займе в иной иностранной валюте). Максимальный лимит РТИ устанавливается для заемщиков с доходом от 500 тыс. форинтов и выше при фиксированной ставке займа на весь период его жизни (или не менее 10 лет) на уровне 60% (30% для займа в евро, 15% при займе в иной иностранной валюте)¹³. Такая дифференциация порогового значения по РТИ была связана с ростом объема выдачи жилищных займов по плавающим ставкам либо ставкам с фиксацией процента на горизонте менее 5 лет, что, по мнению Национального Банка Венгрии, могло потенциально привести к нарастанию процентных рисков для заемщиков и повышению долговой нагрузки. Предполагается, что заемщики, получившие или получающие ипотечные кредиты с плавающей процентной ставкой, должны иметь больше резервов по доходу на случай роста процентных ставок в будущем.

Во Франции и Исландии для получения ипотечного кредита DSTI заемщика не должен превышать 35%. Особенностью Исландии является то, что для тех заемщиков, которые покупают свое первое жилье в ипотеку, максимальный лимит составляет 40%¹⁴. Доход определяется как долгосрочный устойчивый доход за вычетом налогов, пенсионных взносов и других вычетов.

Примечателен опыт Польши, в которой лимиты по DSTI не относятся к регуляторным требованиям, а носят рекомендательный характер. Так, при оценке платежеспособности заемщика банк устанавливает собственные внутренние лимиты по DSTI, согласованные с PFSA¹⁵. При этом PFSA рекомендует уделять особое внимание

⁷ https://www.esrb.europa.eu/national_policy/shared/pdf/esrb.measures_overview_macroprudential_measures.xlsx

⁸ <https://www.mas.gov.sg/regulation/explainers/new-housing-loans/msr-and-tdsr-rules>

⁹ <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/CR/2020/English/1KOREA2020004.ashx>

¹⁰ <https://e-qanun.az/framework/50081>, <https://e-qanun.az/framework/44968>

¹¹ https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2022-11/ip189_en.pdf

¹² Около 650 тыс. тенге, или 1 470 долларов США.

¹³ https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/esrb.notification180620_HU_pti.en.pdf

¹⁴ https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/esrb.notification20221011_BBM_IS~570b29ce35.en.pdf

¹⁵ Polish Financial Supervision Authority

кредитам, по которым коэффициенты DSTI превышают 40% для заемщиков с доходами ниже средней заработной платы и 50% для других заемщиков. При достижении заемщиком установленного уровня DSTI банк должен проинформировать PFSA о повышенном риске при принятии на себя дополнительных кредитных обязательств.

Отметим, что в большинстве рассмотренных стран DSTI рассчитывается при принятии решения о выдаче кредитов, обеспеченных залогом недвижимости. При этом в Чехии и Польше ограничение по лимитам DSTI применяется при рассмотрении заявок по любым кредитам, выдаваемым домашним хозяйствам.

В России, Беларуси, Азербайджане и Казахстане DSTI также используется как инструмент ограничения долговой нагрузки домохозяйств, но в комбинации с иными инструментами.

3.2. Иные меры ограничения роста потребительского кредитования

Интенсивный рост потребительского кредитного портфеля в России косвенно стимулируется повышенными требованиями к капиталу в виде надбавок к коэффициентам риск-взвешивания. По необеспеченным потребительским кредитам надбавки дифференцированы в зависимости от значений показателя долговой нагрузки заемщика (ПДН) и полной стоимости кредита (ПСК), который является аналогом годовой эффективной ставки вознаграждения (ГЭСВ), применяемой в Казахстане. Максимальный размер надбавки составляет 500% (при ПСК, превышающей 35%).

Особенностью российской практики является отсутствие предельного значения ПДН, при достижении которого заемщику отказывают в предоставлении нового займа. При этом при превышении ПДН 50% банк должен уведомлять потенциального заемщика в письменной форме о рисках, обусловленных высоким значением ПДН.

По данным Банка России более 36% необеспеченных потребительских займов в 4 квартале 2022 года были предоставлены заемщикам с ПДН свыше 80%, что выше аналогичного показателя 3-го квартала (32%). Как отмечено в пресс-релизе Банка России, «это максимальный уровень с момента введения обязанности по расчету ПДН (1 октября 2019 года)»¹⁶. В связи с ростом объема необеспеченных кредитов заемщиков с ПДН свыше 80%, с 1 января 2023 года были введены макропруденциальные лимиты по ПДН, согласно которым устанавливается лимит на выдачу кредитов заемщикам с ПДН выше 80%: не более 25% объема выдаваемых необеспеченных кредитов для банков, не более 35% объема выдаваемых необеспеченных микрокредитов для МФО¹⁷. Кроме того, доля необеспеченных потребительских займов со сроком погашения более пяти лет ограничивается на уровне 10%.

В Беларуси сдерживание темпа прироста потребительского кредитования было достигнуто за счет внедрения в 2018 году ограничения коэффициента долговой нагрузки (КДН), а также внедрения в 2019 году мер макропруденциального характера, направленных на ограничение системного риска.

Порог по КДН установлен на уровне 40%, при превышении которого банк обязан создать дополнительные резервы по капиталу. При этом доля кредитов, по которым КДН заемщика превышает установленный порог, должна быть не более 10% от портфеля.

Дополнительным фактором, ограничивающим рост потребительского портфеля в Беларуси, выступает расчетная величина стандартного риска (РВСР)¹⁸, который позиционируется в качестве макропруденциального инструмента и рассчитывается как среднее значение ставок по всем видам кредитования физических лиц на ежемесячной основе. На текущий момент величина РВСР для новых кредитов, предоставленных

¹⁶ <https://cbr.ru/press/pr/?file=638125163766588528FINSTAB.htm>

¹⁷ <https://cbr.ru/press/pr/?file=638125163766588528FINSTAB.htm>

¹⁸ РВСР – ориентир уровня процентной ставки финансового инструмента, характеризующегося умеренным уровнем рискованности реализуемой банком бизнес-модели.

физическим лицам¹⁹, установлена на уровне 15%. Банки могут выдавать кредиты по ставкам выше РВСП, но объем таких кредитов не должен превышать 10% от портфеля. Кредиты, выданные по ставке выше РВСП, взвешиваются по степени кредитного риска на уровне 500%. Ставки по кредитам, включая ставки по потребительским займам, колеблются вокруг ставки РВСП, что нивелирует разницу и привлекательность потребительского кредитования в сравнении с другими кредитными продуктами с позиции процентной маржи банков.

После введения ограничения по КДН и РВСП в рамках макропруденциального регулирования темп роста потребительского кредитного портфеля в Беларуси замедлился, а с начала 2021 года перешел в зону отрицательного роста.

Повышенные требования к капиталу также применяются в Азербайджане при превышении определенных порогов DSTI²⁰. Так, кредиты, выданные заемщикам, чей коэффициент долговой нагрузки (BGN, *borcun gəlirlərə nisbəti*) находится в диапазоне 45%-60%, взвешиваются по степени риска 200%, в диапазоне 60-70% – по степени риска 230%. При этом установлен запрет на выдачу новых кредитов заемщикам с BGN выше 70%.

3.3. Особенности казахстанского регулирования

В Казахстане также используется комбинация DSTI и повышенных капитальных требований по беззалоговым потребительским кредитам.

С 2020 года была внедрена прогрессивная шкала взвешивания по степени кредитного риска беззалоговых потребительских займов. Риск-веса дифференцируются в зависимости от трех факторов: (1) вид дохода (официальный/неофициальный), (2) сумма задолженности (больше основной долг – выше взвешивание), (3) уровень переплаты / ГЭСВ (повышение риск-весов при уровне переплаты выше 30%). Максимальный уровень риск-взвешивания составляет 350%. Введение прогрессивной шкалы риск-весов также способствовало повышению ответственности банков при беззалоговом кредитовании и распределении рисков.

Коэффициент долговой нагрузки (КДН) заемщика внедрен еще в 2014 году с предельным значением на уровне 50% для предотвращения закредитованности домохозяйств.

Расчет КДН заемщика проводится банком в два этапа, на первом из которых производится оценка платежеспособности заемщика, а затем, при признании заемщика платежеспособным, рассчитывается непосредственно КДН. Так, заемщик признается платежеспособным в случае, если его доход равен либо превышает сумму прожиточного минимума и половины прожиточного минимума на каждого несовершеннолетнего члена семьи²¹. Таким образом, если доход заемщика будет равен прожиточному минимуму (при допущении, что у него нет несовершеннолетних детей), то такой заемщик является платежеспособным. Принимая во внимание низкий уровень прожиточного минимума, считаем, что в текущем определении данная норма не является рабочей, поскольку не влияет на процесс принятия решения и по сути формальна.

По итогам расчета КДН принимается решение о выдаче нового кредита, которое не может быть положительным для заемщика с КДН на уровне 0,5.

¹⁹ <https://www.nbrb.by/finsector/financialstability/macprudentialregulation/raschetnye-velichiny-standartnogo-riska>. Указана ставка, установленная на май 2023 года

²⁰ <https://e-qanun.az/framework/44968>

²¹ п. 92 Постановления Правления Национального Банка Республики Казахстан от 13 сентября 2017 года № 170 «Об установлении нормативных значений и методик расчетов пруденциальных нормативов и иных обязательных к соблюдению норм и лимитов, размера капитала банка и Правил расчета и лимитов открытой валютной позиции» (Постановление № 170):

$$ДЗ \geq ВПМ + 0,5 * ВПМ * Кнчс$$
 (ДЗ – доход заемщика, ВПМ – величина прожиточного минимума, Кнчс – количество несовершеннолетних членов семьи)

Необходимо отметить, что расчет КДН не осуществляется при рассмотрении заявок на получение автокредитов, обеспеченных залогом приобретаемого автомобиля, ипотечных займов, обеспеченных 100%-м залогом недвижимого имущества, займов в рамках образовательного кредитования и системы жилищных строительных сбережений. Такие исключения вызывают определенные вопросы, поскольку, несмотря на наличие обеспечения, ежемесячный платеж по таким займам может быть существенным и создавать большую долговую нагрузку, несоразмерную с получаемыми доходами заемщика.

Кроме того, при расчете КДН также возникают вопросы о том, что считать доходом заемщика. В текущем определении²² при расчете дохода заемщика банк может использовать различные методики и не ограничиваться только официально подтвержденным доходом. Так, для расчета КДН могут использоваться среднемесячные суммы транзакций по дебетовой карте заемщика, суммы остатков на депозитах или текущих счетах, среднемесячные суммы пополнения/снятия с депозитов или текущих счетов, среднемесячные суммы расходов заемщика (коммунальные платежи, покупки в интернет-магазинах, платежи в погашение займов). При этом необходимо отметить, что в мировой практике при расчете КДН указанные расходы подлежат вычету из суммы доходов как регулярные расходы заемщика для наиболее полной оценки долговой нагрузки, а не используются для подтверждения его платежеспособности.

Наличие в собственности движимого (автотранспортные средства, домашний скот) и/или недвижимого имущества, стоимость которого превышает размер кредита, также может использоваться для определения уровня дохода. Однако наличие имущества в собственности заемщика не гарантирует генерацию дохода от этого имущества.

Для подтверждения платежеспособности (доходов) заемщика в мировой практике используются сведения о доходах из налоговых органов, от работодателей, пенсионных фондов, а также любые иные документально подтверждаемые доходы. Так, в рассмотренных выше странах, применяющих DSTI, в расчете используется только доход, имеющий официальное подтверждение, за вычетом налогов, пенсионных взносов и других вычетов.

4. Измерение долговой нагрузки населения Казахстана

Как было отмечено выше, долговая нагрузка рассчитывается банками при принятии решения о выдаче кредита. Для оценки долговой нагрузки населения Казахстана была предпринята попытка расчета индикатора долговой нагрузки физических лиц на основе данных Кредитного регистра и Бюро национальной статистики²³ с акцентом на ретроспективу. Т.е. оценка проводилась на основе уже имеющихся займов без учета будущих платежей. Для определения размера ежемесячного платежа физического лица (ретроспективные данные) использовались данные по изменению основного долга за месяц, начисленному вознаграждению и просроченному основному долгу. Данный метод отличается от подхода, использованного Ybrayev et al. при расчете DSTI для Казахстана, произведенного на основе методики Drehmann & Juselius (Ybrayev et al., 2023).

Так, размер ежемесячного платежа, который должен быть произведен физическим лицом на текущий период времени, определен на основе изменения основного долга, начисленного вознаграждения и просроченного основного долга по следующей формуле (ретроспективные данные):

$$Pmt_i = \begin{cases} del = 0, OD_t - OD_{t-1} + int_{t-1} \\ del > 0, OD_d + int_{t-1} \end{cases}, \text{ где}$$

OD_t – остаток основного долга на момент времени t ,
 OD_{t-1} – остаток основного долга на момент времени $t-1$,

²² п. 92 Постановления № 170

²³ БНС АСПИР РК

OD_d – остаток просроченного основного долга. Если физическое лицо не производит оплату вовремя, то основной долг в Кредитном регистре подразделяется на две части: просроченный и непросроченный. В случае неоплаты длительное время просроченная часть основного долга растет, а непросроченная часть – остается без изменения;

Int_{t-1} – начисленные проценты, которые физическое лицо должно погасить в данный временной промежуток (в случае отсутствия погашения проценты накапливаются).

В данной формуле принято допущение, что если заемщик не производит оплату, то вся сумма его неоплаченного долга, включая проценты, будет включена в расчет нагрузки соответствующего периода, т.е. задолженность должна быть погашена одним платежом этого периода. Кроме того, сделано предположение, что беззалоговый заем выдается на год, потребительский заем с обеспечением – на 3 года, заем на авто – на 5 лет, ипотека – на 15 лет.

За долговую нагрузку принято $ДН = \sum_{i=1}^n Pmt_i$, где n – количество займов в каждый период.

Платеж, приходящийся на одного заемщика, рассчитан как отношение долговой нагрузки на количество уникальных заемщиков в данном периоде:

$$\text{Платеж} = \frac{ДН}{\text{кол} - \text{во заемщиков}}$$

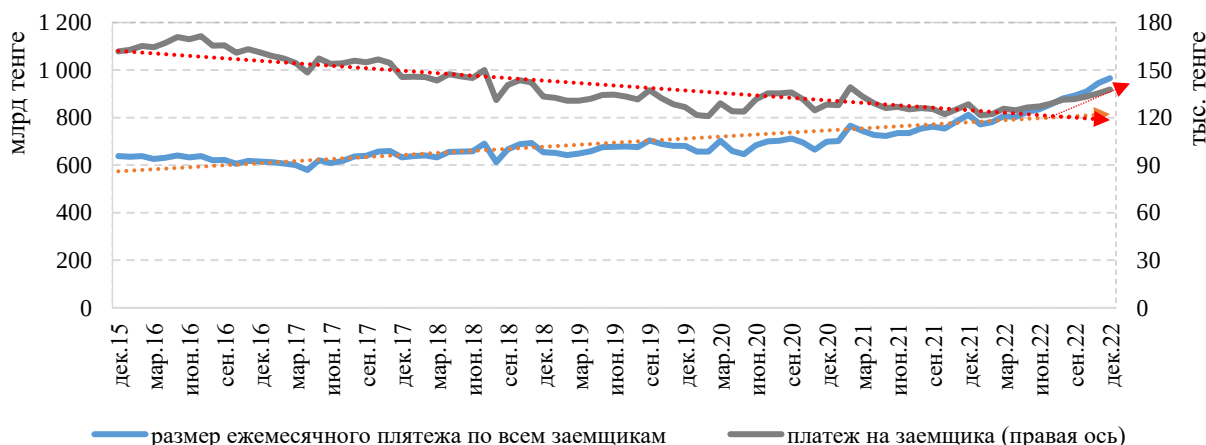
В качестве дохода физических лиц использовались официальные статистические данные:

- 1) денежные доходы, в среднем на душу населения (ДД);
- 2) среднемесячная номинальная заработная плата (W).

По итогам оценки, размер ежемесячного платежа в среднем на заемщика снижался с июля 2016 года вплоть до июля 2022 года (рисунок 7), а агрегированный показатель ежемесячного платежа всех заемщиков продолжает расти. Так, в декабре 2022 года платеж по погашению долга в розничном портфеле составил 966 млрд тенге, или 138 тыс. тенге в среднем на одного заемщика. Начиная с июля 2022 года долговая нагрузка заемщиков начала расти. Стоит отметить, что в феврале 2022 года существенно выросла задолженность по беззалоговым потребительским кредитам, а также по ипотечным жилищным займам, что связано с политическими событиями начала года (ожидание резкого роста цен подстегнуло спрос на заемные средства).

Рисунок 7

Оценка уровня ежемесячного платежа по всему розничному портфелю и в среднем на одного заемщика



На основе полученных данных по платежам было рассчитано 2 варианта РИДН (ретроспективный индикатор долговой нагрузки) в зависимости от используемого показателя дохода физических лиц²⁴: (1) денежные доходы в среднем на душу населения²⁵ (ДД) и (2) среднемесячная номинальная заработная плата (W). В расчет включены все займы физических лиц, а не только беззалоговые.

В динамике РИДН постепенно снижается, что обусловлено как уменьшением суммы ежемесячного платежа, так и ростом номинальных доходов населения (рисунок 8). Более консервативной является оценка РИДН на основе денежных доходов на душу населения (РИДН_ДД на рисунке 8). Значение показателя снизилось до 0,92 по итогам 2022 года.

При оценке на основе среднемесячной номинальной заработной платы значение РИДН (РИДН_W на рисунке 8) снижается до уровня 0,4 к концу 2022 года.

Рисунок 8



Примечание: $РИДН_ДД = \frac{\text{Платеж}}{ДД}$ (по доходам в среднем на душу населения) и $РИДН_W = \frac{\text{Платеж}}{W}$ (по среднемесячной номинальной заработной плате).

На тренд снижения долговой нагрузки за последние 5 лет повлияли меры, предпринятые Национальным Банком: введение ограничения по КДН и прогрессивной шкалы риск-весов по потребительским кредитам, адресная поддержка отдельных категорий граждан²⁶ по программам рефинансирования ипотечных займов и погашение беззалоговых займов.

Меры господдержки, предпринятые в период пандемии в 2020-2021гг. (кредитные каникулы в период локдаунов), также не дали существенно возрасти долговой нагрузке граждан.

Однако на фоне реализации геополитических рисков, высоких инфляционных ожиданий и сокращения реальных доходов населения уровень долговой нагрузки в 2022 году возрос.

5. Заключение

Долг домохозяйств к ВВП в Казахстане существенно ниже значений, наблюдаемых в развитых странах и некоторых развивающихся странах. Тем не менее соотношение долга к ВВП за последние 4 года выросло на 5,5 пп с 10,4% до 15,9%. Несмотря на замедление в 2022 году, темп прироста розничного кредитного портфеля сохраняется на высоком уровне.

²⁴ Данные БНС АСПИР РК

²⁵ Отношение суммы всех доходов и численности постоянного населения

²⁶ В соответствии с Указом Президента Республики Казахстан от 26 июня 2019 года № 34 «О мерах по снижению долговой нагрузки граждан Республики Казахстан»

Значительный темп прироста розничных кредитов, укрупнение сумм займов, рост задолженности на 1 заемщика, превалирование беззалоговых займов в портфелях банков, рост проблемных займов могут стать в среднесрочной перспективе источником кредитного риска для финансового сектора.

Это особенно актуально на фоне высоких инфляционных ожиданий и сокращения реальных доходов населения. Рост долговой нагрузки вместе с увеличением прочих не кредитных расходов на фоне снижения реальных доходов и роста цен может привести к увеличению числа просрочек по платежам и, как следствие, к нарастанию кредитного риска и рисков ликвидности банков.

Потенциальным риском также видится омоложение кредитного портфеля ввиду низкой платежной ответственности заемщиков до 25 лет. При этом стоит ожидать дальнейшего роста и омоложения кредитного портфеля по мере достижения поколением «бэби-бума» середины «нулевых» возраста совершеннолетия и принятия на себя финансовых обязательств.

Национальным Банком совместно с финансовым регулятором используется ряд инструментов, направленных на замедление темпа прироста потребительского кредитования и различающихся по скорости отклика и достижения необходимого результата. К их числу относятся инструменты макропруденциального характера, направленные на ограничение чрезмерного роста долговой нагрузки домохозяйств, а также повышенные капитальные требования к беззалоговым потребительским кредитам.

С 2014 года в периметре банковского регулирования используется коэффициент долговой нагрузки (КДН) заемщика с предельным значением, установленным на уровне 50%, который в целом соответствует общемировой практике и является хорошим инструментом контроля нагрузки домашних хозяйств. Тем не менее порядок оценки платежеспособности заемщика и его дохода в рамках расчета КДН требует пересмотра, поскольку в текущем определении доход заемщика не ограничивается только официально подтвержденными доходами. В мировой практике для подтверждения платежеспособности (доходов) заемщика используются документально подтверждаемые доходы за вычетом налогов, пенсионных взносов и других вычетов.

В большинстве стран установлены пороговые значения по DSTI на уровне 50% и ниже (в 13 из 19 представленных стран), с наиболее часто применяемым лимитом в 40%. Таким образом, потенциально для Казахстана есть запас для снижения предельного значения КДН, однако такое решение должно приниматься с учетом комплексного анализа и эмпирической оценки текущего уровня долговой нагрузки населения на гранулярной основе.

Отмечаем, что по результатам оценки закредитованности среднее значение ретроспективного индикатора долговой нагрузки, рассчитанного на основе среднемесячной номинальной заработной платы (РИДН_W), по итогам года составило 0,4. Это усредненная величина, показывающая уровень долговой нагрузки среднестатистического заемщика без учета регионального фактора и уровня доходов различных групп населения, тем не менее она может служить ориентиром при определении уровня закредитованности населения. Полученное значение ниже текущего ограничения КДН, что говорит о наличии запаса для роста портфеля потребительских кредитов.

Высокий темп роста потребительского портфеля является источником рисков и важно выработать правильные решения, направленные на замедление темпа кредитования. Однако необходимо понимать, что ужесточение регулирования и снижение доступности банковского кредитования на фоне высокого спроса на потребительский кредит могут спровоцировать переток заемщиков в нерегулируемый сегмент (Peer-to-Peer Lending) либо в сегмент с более либеральным регулированием (МФО, ломбарды), что может привести к возникновению больших рисков и увеличению закредитованности домашних хозяйств.

Литература

1. Мамедли М., Синяков А., 2017. Потребительское кредитование в России: перспективы и риски на основе обследований финансов домашних хозяйств. Аналитическая записка Департамента исследований и прогнозирования Банка России.
2. Ando A., Modigliani F., 1963. The 'Life Cycle' Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests. *American Economic Review*, Vol. 53, pp. 55–84.
3. Schularick M. H., Taylor A., 2012. Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870–2008. *American Economic Review*. Vol. 102, pp. 1029–61.
4. Jorda O., Schularick M. H., Taylor A., 2013. Sovereigns versus Banks: Credit, Crises, and Consequences. National Bureau of Economic Research.
5. Mian A. R., Sufi A., Verner E., 2017. Household debt and business cycles worldwide. National Bureau of Economic Research. Working Paper 21581.
6. Taehee O., Gyu-hwan L., Myoung-hun N., Un L. J., 2022. Heterogeneous consumer spending pattern in rising interest rate environment. Bank of Korea Issue Note No. 2022-45, Bank of Korea.
7. Lombardi M., Mohanty M., Shim I., 2017. The real effects of household debt in the short and long run. BIS Working Papers, No 607.
8. Arcand J., Berkes E., Panizza U., 2015. Too much finance? *Journal of Economic Growth*, vol 20, no 2, pp 105–48.
9. Cecchetti S., Kharroubi E., 2012. Reassessing the impact of finance on growth. BIS Working Papers, №381.
10. Конурбаева Н.А., Нурханова О.В., Хакимжанов С.Т., 2021. Оценка качества ссудного портфеля по данным на уровне займа. Рабочая статья, №2021-7.
11. Drehmann M., Juselius M., 2012. Do debt service costs affect macroeconomic and financial stability? BIS Quarterly Review.
12. Nier E., Popa R., Shamloo M., Voinea L., 2019. Debt Service and Default: Calibrating Macroprudential Policy Using Micro Data. IMF Working Paper, WP/19/182.
13. Kuttner K.N., Shim I., 2013. Can non-interest rate policies stabilize housing markets? Evidence from a panel of 57 economies. BIS Working Papers, №433.
14. Akinci O., Olmstead-Rumsey J., 2015. How Effective are Macroprudential Policies? An Empirical Investigation. International Finance Discussion Papers 1136, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).
15. Alam Z., Alter A., Eisemann J., Gelos G., Kang H., Narita M., Nier E., Wang N., 2019. Digging Deeper—Evidence on the Effect of Macroprudential Policies from a New Database. IMF Working Paper, WP/14/155.
16. Claessens S., Ghosh S.R., Mihet R., 2014. Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities. IMF Working Paper, WP/19/66.
17. Банк России, 2022. Макропруденциальная политика Банка России: концепция проведения и планируемые решения. Информационно-аналитический материал.
18. Ybrayev Z., Talakin A., Kairullayev Y., 2023. Household debt service ratio in a developing economy: borrower-based analytical tools and macroprudential policy overview in Kazakhstan. *J Bank Regul*.
19. https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/esrb.notification190116_other_ro.en.pdf.
20. https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2022-11/ip189_en.pdf.
21. <https://www.lb.lt/en/role-of-the-bank-of-lithuania-in-maintaining-financial-stability#ex-1-3>.
22. https://www.esrb.europa.eu/national_policy/shared/pdf/esrb.measures_overview_macroprudential_measures.xlsx.
23. <https://www.mas.gov.sg/regulation/explainers/new-housing-loans/msr-and-tdsr-rules>.

Глобальные перспективы ответственного инвестирования

Бармамбекова С.А. – начальник Управления стратегии АО «Национальная инвестиционная корпорация Национального Банка Казахстана»

Асильбекова А.А. – менеджер Управления стратегии АО «Национальная инвестиционная корпорация Национального Банка Казахстана»

На сегодняшний день все больше институциональных инвесторов проявляют интерес к принципам ответственного инвестирования, или импакт-инвестированию. Высокий спрос на ответственные инвестиции усилит конкуренцию за проекты, отвечающие принципам этического и устойчивого инвестирования. Кроме предпосылок будущей привлекательности, в статье рассмотрены инвестиционные свойства и приведена динамика развития рынка импакт-инвестирования, в том числе активы под управлением, объемы привлеченного капитала и сделок, а также показатели эффективности в разрезе стратегий и регионов. Несмотря на общепринятое мнение, что импакт-инвестиции снижают показатели эффективности, исключение импакт-инвестиций может привести к более существенным рискам, а также к несоблюдению фидуциарных обязанностей управляющих активами. Поэтому при инвестировании импакт-активы должны быть изучены на предмет воздействия на экологические, социальные вопросы и вопросы корпоративного управления на уровне проекта, отрасли и страны. Кроме вопроса привлекательности основных отраслей импакт-активов, в работе обсуждаются перспективные направления импакт-инвестирования в разрезе стратегий и регионов. В заключительной части приведены преимущества рассмотрения импакт-инвестиций при принятии решений институциональными инвесторами по инвестиционному анализу и построению портфеля.

Ключевые слова: импакт-инвестиции, рынок ответственного инвестирования, экологические, социальные и управленческие (ESG) факторы, инвестиционные темы, перспективные направления.

JEL классификация: Q010, Q230, Q240, Q250.

Введение

Принципы ответственного инвестирования (PRI) предполагают возможные действия по включению экологических, социальных вопросов и вопросов управления (ESG) в инвестиционную практику. Принципы PRI определяют ответственные инвестиции как «подход к инвестированию, который направлен на учет экологических, социальных и управленческих (ESG) факторов в инвестиционных решениях, для лучшего управления рисками и генерации устойчивой, долгосрочной отдачи». Существует множество терминов, таких как устойчивое инвестирование, этическое инвестирование и инвестирование воздействия (или импакт-инвестирование), связанных со множеством инвестиционных подходов, которые рассматривают вопросы ESG. Ответственные инвестиции могут осуществляться инвесторами, которые нацелены исключительно на финансовые результаты, а также инвесторами, которые хотят построить мост между финансовыми возможностями/рисками и результатами, привязанными к исходу событий, происходящих в реальном мире. С апреля 2020 года по апрель 2021 года число инвесторов, придерживающихся принципов ответственного инвестирования, увеличилось на 26% – с 2 701 до 3 404. Совокупные активы под управлением, представленные всеми 4 902 инвестиционными управляющими, увеличились за этот период на 28% с 103 трлн долл. США до чуть более 121 трлн долл. США по состоянию на конец марта 2021 года.

Рисунок 1

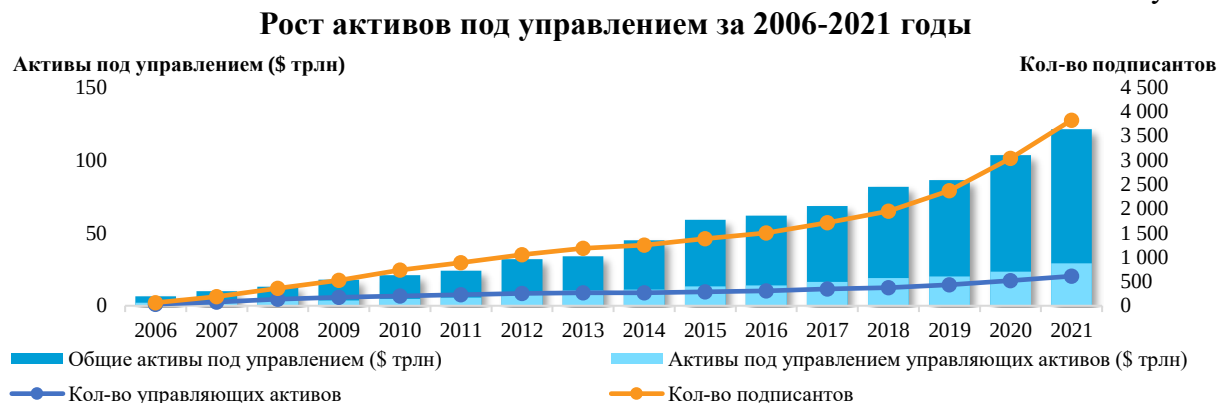


Рисунок 2



В 2021 году на США, Великобританию и Ирландию пришлось 39% от общего числа новых подписантов. Рост количества новых подписантов также был высоким в Китае (71%), Азии за исключением Японии и Китая (54%), Латинской Америки (за исключением Бразилии, 34%) и Бразилии (30%). Основной целью PRI является рост количества стран-подписантов на развивающихся рынках, обусловленный необходимостью поддержки таких усилий, как достижение целей устойчивого развития ООН (приложение 1) и обеспечение правильного климатического перехода, которые будут успешными только при участии стран-подписантов, компаний и общества на всех рынках.

Управляющие активами для получения финансовой отдачи от инвестиций при распределении капитала выделяют две отдельные категории: инвестиции для извлечения выгоды и филантропический капитал. Однако за последние несколько десятилетий были разработаны новые устойчивые инвестиционные продукты и стратегии, призванные помочь инвесторам «преуспевать и приносить добро». По мере развития устойчивого инвестирования от социально ответственного инвестирования (SRI) до ESG и инвестирования воздействия, спрос на стратегии устойчивого инвестирования значительно вырос. Согласно последнему исследованию Morgan Stanley, 99% миллениалов выразили заинтересованность в устойчивом инвестировании, 79% всех индивидуальных инвесторов сохраняли свой фокус на устойчивом инвестировании во время и после пандемии Covid-19 [1], а шестью годами ранее – 71%. Интересно, что 58% опрошенных назвали отсутствие доступных финансовых продуктов препятствием для включения устойчивого инвестирования в свои портфели [1]. В то же время, по данным Форума устойчивого развития и RI, инвестиционные продукты, претендующие на некоторое отношение к устойчивому инвестированию, получили широкое распространение: к концу 2022 года активы, управляемые профессиональными инвестиционными менеджерами, в США

составили 8,4 трлн долл. США, или 13% от общего объема активов в США, находящихся под профессиональным управлением. В числе наиболее приоритетных вопросов для управляющих активами и их клиентов – институциональных инвесторов – являются выбросы углекислого газа, изменение климата, трудовые проблемы, устойчивые природные ресурсы/сельское хозяйство и вопросы корпоративного управления [2].

Несмотря на то, что данные свидетельствуют о продолжающемся всплеске как предложения, так и спроса на устойчивые инвестиции или инвестиции воздействия, по данным инвесторов, нацеленных на инвестиционные продукты, они не всегда получают то, что ищут. Отчасти это связано с тем, что у каждого инвестора свой взгляд на определение устойчивого инвестирования. Несмотря на большое разнообразие стратегий, позволяющих избежать употребления табака или выбросов углекислого газа, наблюдается малое количество фондов, направленных на социальные вопросы, такие как образование или личностное разнообразие, или направленных на развитие конкретного развивающего региона. Помимо стратегии, которая соответствовала бы миссии инвестора, инвесторам трудно найти подходящие фонды, так как послужной список часто короток и его трудно оценить, и всегда существует опасность “green washing”, при котором управляющие дезинформируют инвесторов, компании, потребителей или клиентов с целью создания имиджа ответственного отношения к окружающей среде. По причинам, связанным с поддержанием репутации и более высокой доходностью с поправкой на риск, около 3/4 институциональных инвесторов по всему миру отметили, что учитывали факторы ESG при выборе инвестиций. Есть основания полагать, что компании, которые хорошо разбираются в ESG, подвержены меньшему несистематическому риску в том смысле, что их операционный риск снижается при внедрении мер контроля для предотвращения ущерба окружающей среде.

Следует отметить, что ESG является всего лишь основой для оценки компаний, а не самостоятельной инвестиционной стратегией. Инвестиции воздействия означают интеграцию ESG в решения о распределении активов и выборе ценных бумаг с двойной целью – максимизации финансовой доходности с поправкой на риск наряду с созданием положительного социального и экологического эффекта. Импакт-инвестирование связано со значимостью, поскольку инвесторы могут выбирать инвестиции, основываясь на предполагаемой степени социального воздействия, которое инвестиции могут оказать в отношении вопросов ESG. Распространено мнение, что рынки прямых инвестиций и венчурные инвестиции являются лучшими кандидатами для импакт-инвестирования, поскольку они связаны с предприятиями, которые обычно не финансировались бы на обычных рынках. Так, управляющие TPG, KKR и Bain Capital уже запустили импакт-фонды, а Goldman Sachs, UBS и US Bank добавили платформу импакт-инвестирования к своей практике управления активами.

Что касается роста числа управляющих активами, то в 2021-2022 годах 88 владельцев активов стали подписантами PRI, и это третий по величине год роста числа управляющих активами, в котором общее число подписантов достигло 681. База управляющих активами PRI становится все более разнообразной: за последние три года увеличилось число эндаументов, благотворительных фондов, корпоративных пенсионных и страховых компаний, что уравнило ранее доминировавшее положение государственных пенсионных фондов. В 2021-2022 годах в 5 странах – Кипре, Турции, Коста-Рике, Словении и Республике Палау – появились первые подписанты-управляющие активами. На существующих рынках особенно сильный рост наблюдался в Германии, Австрии, Великобритании и Ирландии.

Большая часть фондов национального благосостояния и пенсионных фондов нацелена на социально ответственное инвестирование в своих портфелях. Например, Canada Pension Plan Investment Board (CPIB) с 395 млрд долл. США активов под управлением и New Zealand Superannuation Fund (NZ Super Fund) с 37 млрд долл. США активов под управлением стали подписантами PRI в апреле 2006 года.

Центральное банковское учреждение Гонконга – The Hong Kong Monetary Authority (HKMA) – стало подписантом PRI в 2019 году (активы под управлением составили 514 млрд долл. США). В 2022 году HKMA активизировал усилия по продвижению более устойчивого финансового сектора в Гонконге, выполняя при этом свои обязанности ответственного инвестора и устойчивой организации. Выполняя свою роль устойчивой организации, HKMA планирует разработать дорожную карту устойчивого развития, охватывающую ее стратегические направления, ключевые инициативы и целевые показатели эффективности в соответствующих случаях. Усилия будут опираться на три столпа: окружающую среду, людей и социальную ответственность. В Азии все чаще появляется тенденция становиться подписантом PRI. Korea Investment Corporation (KIC) с общим объемом активов под управлением в 169 млрд долл. США в октябре 2022 года опубликовала пресс-релиз, в котором говорится, что Фонд национального благосостояния будет работать совместно с PRI в целях заключения рамочного соглашения, поддерживаемого ООН. Фонд согласился стать подписантом в рамках своих постоянных усилий по содействию устойчивому инвестированию и расширению глобальных партнерств для инвестиций ESG. Другой фонд национального благосостояния в Малайзии, Khazanah Nasional, придерживается общекорпоративного подхода к устойчивому развитию (31 млрд долл. США активов под управлением). Фонд национального благосостояния присоединился к принципам PRI в феврале 2017 года. Как ответственный инвестор фонд стремится добиваться положительных результатов в своей инвестиционной деятельности и обеспечивать справедливый и ответственный переход для целевых компаний, когда они вступают на путь устойчивого развития. Это будет достигаться за счет поддержки данных компаний посредством постоянного активного взаимодействия с акционерами и заинтересованными сторонами.

Инвестиционные темы, стимулирующие импакт-инвестиции

Демография и растущее население. С 1950 года население земли выросло втрое – с 2,6 млрд до 7,8 млрд человек. В течение ближайших 10 лет население может достичь 8,8 млрд, а к 2056 году – 10 млрд. Численность населения создаст как серьезные вызовы, так и возможности. Основным интерес будет представлять влияние этих изменений на экономический рост, будущие модели потребления, потребности в инфраструктуре, а также на добычу и использование ограниченных ресурсов. В каждой области есть свои инвестиционные последствия.

Потребление энергии. Потребление энергии является основным источником антропогенных выбросов парниковых газов (ВПП), и с увеличением числа людей возрастает спрос на энергию. Ожидается, что к 2045 году население городов может увеличиться в 1,5 раза. Ускоренная урбанизация может обеспечить повышение эффективности за счет стимулирования структурных изменений, таких как сокращение расходов на транспортировку и достижение экономии за счет увеличения масштабов, а также более совершенных, устойчивых технологий. Зеленые здания, станции зарядки электромобилей, эффективное уличное освещение и другие технологии – все это может представлять инвестиционные возможности.

Продовольственная безопасность. По оценкам некоторых ученых, без изменения потребительских привычек население планеты в 2050 году будет использовать в год возобновляемые ресурсы, эквивалентные 2 планетам. Сельскохозяйственному сектору потребуются значительные инвестиционные средства в виде более эффективных методов орошения и разбрасывателей удобрений с GPS-навигацией (и другие новые технологии), чтобы урожайность сельскохозяйственных культур продолжала стабильно расти.

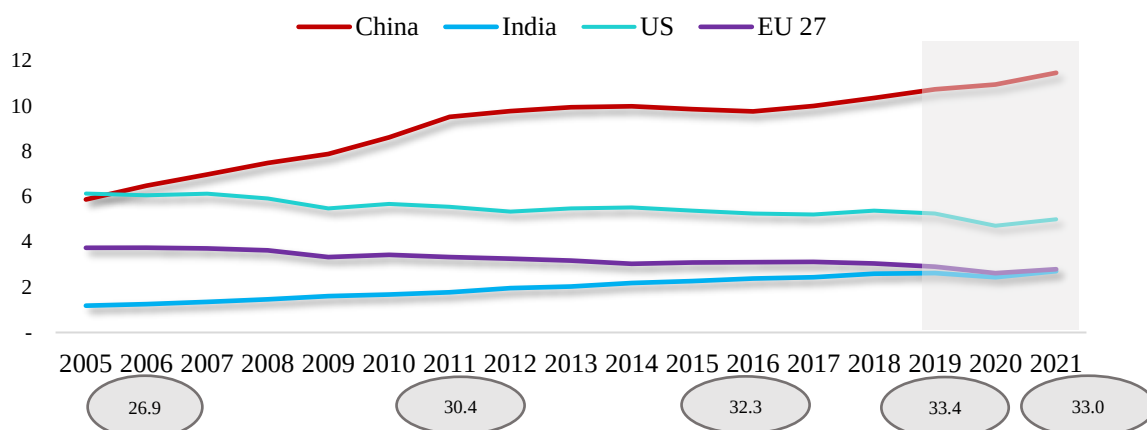
Экосистемы. Леса являются неотъемлемой частью системы поддержания жизни на планете. Они являются пристанищем для половины наземных видов животных в мире, более 1 млрд человек живут в лесах и вблизи них. Рост населения усилил спрос на древесину (объем торговли деревянными панелями за 30 лет вырос на 800%), и ожидается,

что к 2050 году мировой спрос увеличится на 37% в значительной степени благодаря урбанизации и экономическому росту, обусловленному спросом на строительство нового жилья и новые изделия из древесины. Такой растущий спрос подвергает планету климатическому риску, учитывая, что леса являются вторым по величине хранилищем углерода (после океанов) и призваны сыграть решающую роль в борьбе с изменением климата. Инвестирование в древесину институциональными инвесторами в качестве актива началось почти 50 лет назад, но общий объем институциональных инвестиций оценивается менее чем в 100 млрд долл. США. Управляющие ожидают рост данного показателя, учитывая исторические инвестиционные качества древесины, такие как стабильная доходность, защита от инфляции и диверсификация публичного акционерного капитала. Спрос на леса также растет, поскольку они обеспечивают потенциальное поглощение углерода, что удовлетворяет растущий спрос на компенсацию выбросов углерода. Живые деревья в качестве компенсации выбросов углерода могут обеспечить инвесторам еще один источник дохода.

Крупнейшие фонды национального благосостояния и пенсионные фонды изучают возможности инвестирования в древесину. В мае 2022 года New Zealand Superannuation Fund назначил управляющего фондом Timberland Investment Group (TIG) и выделил фонду BTF II 100 млн долл. США для инвестирования в существующие древесные активы (brownfield timberland assets) по всей Латинской Америке. Данный выбор – продолжение работы над стратегией в области лесоматериалов, которая определила Латинскую Америку как ключевое направление для размещения капитала с привлекательной доходностью с поправкой на риск [3].

Инфраструктура. Исследования предсказывают значительный дефицит инвестиций в инфраструктуру в размере 94 трлн долл. США по 50 экономикам к 2040 году. Одна из очевидных возможностей заключается в энергетической инфраструктуре. В настоящее время во всем мире 940 млн человек живут без доступа к электричеству, что представляет собой потенциальный спрос. Новая энергетическая инфраструктура может быть основана на возобновляемых источниках энергии, цифровизации и децентрализации. Всемирный экономический форум, the World Economic Forum, рассмотрел потенциальную траекторию развития зеленой энергетики, основываясь на текущей готовности к переходу и показателях эффективности. В данной траектории «передовые страны» определяются как страны с высокой степенью готовности к переходу, но с низкими текущими показателями, что указывает на политическую волю к улучшению, но при этом сдерживающим фактором является низкий уровень энергетической инфраструктуры и экономического развития. Именно здесь, вероятно, возрастут возможности для инвестиций, которые окажут существенное влияние, особенно если учесть быстрый рост населения. В этом отношении выделяются Южная Африка, АСЕАН, Индия, государства Ближнего Востока.

Глобальная энергетическая перспектива. Главной задачей остается изменение кривой глобальных выбросов парниковых газов (ПГ) и смягчение наихудших последствий изменения климата. Геополитические события и экстремальные погодные условия в 2022 году являются напоминанием о том, что изменение климата уже затрагивает миллионы людей. По данным McKinsey [4], по прогнозам, глобальные выбросы CO₂, связанные с энергетикой, достигнут максимума к 2030 году. Ожидается, что к 2050 году прогнозируемые выбросы будут на 30-70% ниже выбросов в 2019 году.

Выбросы CO₂, связанные с энергией, гигатонны CO₂ в год

Источник: McKinsey & Company, по состоянию на декабрь 2022 года

На страны, которые обязались соблюдать или приняли климатические планы по сокращению выбросов в ближайшие десятилетия, приходится более 91% мирового ВВП и около 88% глобальных выбросов CO₂. Корпорации следуют правительственным обязательствам или даже опережают их в установлении целевых показателей по сокращению выбросов углекислого газа: около 2000 транснациональных компаний установили научно обоснованные целевые показатели.

Фундаментальные движущие силы глобальной энергетической системы. По прогнозам, глобальный энергетический баланс быстро сместится в сторону электрификации и водорода. Продолжающееся снижение энергоёмкости ВВП является ключевым фактором, вызванным повышением эффективности конечного использования в зданиях, транспорте и промышленности. Электрификация играет важную роль в этом, поскольку переход к электрическим решениям, как правило, сопровождается повышением эффективности во многих сегментах. По прогнозам, роль электроэнергии в структуре конечного потребления вырастет с ~20% в 2019 году до ~40% к 2050 году. Соответствующее удвоение потребления электроэнергии в сочетании с потреблением водорода, по прогнозам, компенсирует потребление ископаемого топлива, которое может быть примерно на 40% ниже в 2050 году по сравнению с 2020 годом. В общей сложности доля электроэнергии и водорода в конечном потреблении может вырасти до 32% к 2035 году и до 50% к 2050 году.

Кроме того, по прогнозам, возобновляемые источники энергии будут лидировать в структуре производства электроэнергии, достигнув 80-90% в 2050 году. Ожидается, что большая часть роста возобновляемых источников энергии будет обеспечена за счет солнечной энергии и наземных ветряных турбин, на долю которых, по прогнозам, в 2050 году будет приходиться 43% и 26% выработки соответственно. Также ожидается, что тепловая генерация по-прежнему будет играть важную роль в качестве поставщика и обеспечивать гибкость, при этом газ обеспечит значительную долю базовой генерации до 2040 года в регионах с благоприятной стоимостью топлива. Кроме того, ожидается, что ядерная генерация по-прежнему потребует экономической поддержки на государственном уровне там, где ее пока нет, поскольку все еще есть трудности в одобрении ядерной генерации обществом.

В то время как выбросы CO₂ по всем направлениям, как ожидается, сократятся благодаря активной политической поддержке и усовершенствованию технологий, выбросы CO₂, не связанные с энергетикой (на которые приходится более 40% выбросов и которые включают, например, выбросы от сельского хозяйства и вырубki лесов), по прогнозам, будут сокращаться более медленными темпами, чем выбросы, связанные с энергетикой. На

долю метана приходится наибольшая доля выбросов, не связанных с CO₂. В 2021 году более 100 стран с основными выбросами взяли на себя обязательства по выполнению глобального обязательства по метану, целью которого является сокращение выбросов метана на 30% к 2030 году. Достижение этой цели требует внедрения новых технологий, таких как спутниковые снимки высокого разрешения, которые могут помочь выявить наиболее загрязняющие источники. Учитывая значительное воздействие метана на потепление, выбросы метана необходимо сократить на 34% к 2030 году, чтобы удерживать рост глобальной температуры ниже 1,5°C, принятый в рамках Парижского соглашения.

Рисунок 4

Переход к углеродной нейтральности: рыночные возможности

В рамках глобальной энергетической системы перераспределение капитала в пользу производства возобновляемой энергии может привести к созданию целевого рынка размером от 1 до 1,5 трлн долл. США к 2030 году. Сектор возобновляемых источников энергии обладает одними из самых больших возможностей для создания стоимости, учитывая ожидаемое расширение и капитальные затраты в этом секторе. Возможности откроются не только для производителей электроэнергии с низким уровнем выбросов, но и для поставщиков оборудования для выработки электроэнергии с низким уровнем выбросов, оборудования для хранения электроэнергии и сопутствующих услуг. Сюда входят производители солнечных панелей и ветряных турбин, аккумуляторов, компании, занимающиеся добычей и переработкой полезных ископаемых, необходимых для батарей и солнечных панелей, например, лития, редкоземельных элементов, меди и никеля, а также строительные и другие компании, ответственные за строительство и эксплуатацию сетей нового поколения.

К 2030 году объем рынка экологически чистых видов топлива может превысить 1 трлн долл. США. В течение этого десятилетия капитальные затраты – в среднем 400 млрд долл. США в год – сместятся с ископаемых видов топлива на устойчивые виды энергии, такие как био- и синтетическое топливо. Рынки водорода и биотоплива будут расширяться вместе с рынком электроэнергии с нулевым уровнем выбросов. Переход на низкоуглеродную первичную энергетику мог бы помочь росту компаний, которые поставляют оборудование и услуги соответствующим отраслям промышленности. Производители электролизеров, например, могут столкнуться с растущим спросом на свою продукцию, учитывая их роль в цепочке создания стоимости водорода.

К 2050 году для достижения углеродной нейтральности будет задействовано около 1,3 трлн долл. США капитала, главным образом для лесоразведения. Более 80% этого капитала (1,04 трлн долл. США) необходимо использовать до 2030 года. Эти инвестиции могут привести к увеличению площади лесного покрова еще на 100 млн га в течение следующих 5-ти лет. Леса могут обеспечивать биомассу, а лесовосстановление и охрана

окружающей среды могут создать новые возможности в таких отраслях, как экотуризм. Анализ McKinsey показывает, что сохранение земель и водных ресурсов может обеспечить 30 млн рабочих мест в сфере экотуризма, если усилия по развитию индустрий удвоятся к 2030 году. Продажи автомобилей с низким уровнем выбросов увеличатся с 5% от общемировых продаж новых автомобилей в 2020 году до 60% в 2030 году. Переход на автомобили с низким уровнем выбросов может создать возможности для компаний по всей цепочке создания стоимости. Такие возможности включают производство аккумуляторов для электромобилей и топливных элементов; производство материалов, необходимых для изготовления важнейших компонентов; создание, изготовление и эксплуатация инфраструктуры для зарядки электромобилей с аккумуляторами (BEVs) и заправки электромобилей на топливных элементах (FCEVs); а также создание цифровых решений для интеграции новой энергетической инфраструктуры транспортных средств с электросетью. Ожидается, что к 2050 году на автомобили с низким уровнем выбросов будет расходоваться 3,4 трлн долл. США в год.

Подсчитано, что к 2025 году климатические технологии могут привлекать от 1,5 до 2 трлн долл. США капиталовложений в год. По оценкам PitchBook, через пять лет рынок климатических технологий приблизится к 1,4 трлн долл. США, что соответствует совокупному годовому темпу роста в 8,8%. В целях выхода на данные рынки и успешного ориентирования на них состоявшимся компаниям, стартапам и инвесторам потребуется тонкое и постоянно развивающееся понимание технических достижений, требований и обязательств клиентов, а также политических условий. Существует пять групп технологий, которые могут привлекать около 2 трлн долл. США капитала в год к 2025 году и сократить 40% выбросов парниковых газов к 2050 году. Пять областей, в которых могут быть внедрены климатические технологии: электрификация транспорта, зданий и промышленности; запуск зеленой революции в сельском хозяйстве; перестройка энергосистемы для обеспечения чистой электроэнергии; производство водорода; улавливание, использование и хранение углерода. Переход к углеродной нейтральности в строительном секторе предполагает рост добавленной стоимости для экологически чистых строительных материалов, оборудования с низким уровнем выбросов, устойчивого проектирования, инженерных и строительных услуг, а также зеленых технологий и операций. Среднегодовые расходы на оборудование для отопления и приготовления пищи с низким уровнем выбросов в период с 2020 по 2050 год оцениваются в 1,7 трлн долл. США.

Подводя итог, можно отметить, что для декарбонизации планеты необходимы изменения во всех секторах экономики, на устоявшихся рынках, а также создание новых рынков. Достижение углеродной нейтральности в мире к 2050 году вполне может оказаться крупнейшим перераспределением капитала, ведущим к увеличению расходов в диапазоне от 1 трлн до более 3,5 трлн долл. США в год, по сравнению с 2021-2022 годами.

Инвестиционная экосистема

Социально ответственные инвестиции (SRI). Фонды SRI имплементируют стратегии публичных рынков, которые используют скрининг и исключение в инвестиционном процессе во избежание негативных и социальных воздействий для инвестора. Типичная стратегия SRI исключает “sin stocks”, такие как компании, производящие табак, огнестрельное оружие/алкоголь, из портфеля публичных акций. Многие инвесторы в 90-х годах рассматривали стратегии SRI, но решили, что инвестирование с точки зрения ценностей не входит в их компетенцию, и поэтому продолжали формировать портфели традиционным способом.

Основные принципы ESG. Sustainability Accounting Standards Board (SASB) был создан в 2011 году для содействия стандартизации системы ESG. Благодаря работе, проделанной с институциональными инвесторами, управляющими активами и компаниями, SASB в ноябре 2018 года выпустил основные отраслевые принципы, позволяющие компаниям сообщать о рисках, с которыми они сталкиваются, помимо

традиционной финансовой отчетности. Самое главное, SASB позаботился о том, чтобы показатели, которые он включал в каждую структуру, были финансово значимыми. Есть несколько организаций, таких как Sustainalytics (Morningstar), которые присваивают рейтинги ESG публичным акциям и облигациям, позволяя инвесторам получить представление о подверженности компании и портфеля вышеуказанным рискам [5]. Однако те же элементы присутствуют и в частных компаниях, при этом управляющие фондов и институциональные инвесторы увеличили свои запросы в области отчетности в данной области. Европейские регуляторы и Институт CFA рассматривают внедрение факторов ESG как часть фидуциарных обязанностей управляющих частных фондов. Приверженность принципам ESG, вероятно, приведет к тому, что возникнет необходимость создания новых инвестиционных продуктов, которые удовлетворят спрос на ESG.

Основанный в США SASB несколько лет консультировался с инвесторами, компаниями и управляющими активами, чтобы разработать стандарты, которые могла бы использовать любая компания для определения актуальных для их отрасли бизнес-вопросов, связанных с устойчивым развитием. Признавая, что универсального подхода не существует, были разработаны стандарты для определения существенных рисков, с которыми сталкивается каждая из 77 отраслей, и обеспечения показателей учета, которые охватывали бы отчетность об этих рисках. Несмотря на то, что платформа SASB изначально была распространена среди участников публичного рынка, таких как публичные компании и биржевые аналитики, ничто не мешает частным участникам рынка ее применять [6].

Инициатива Global Reporting Initiative (GRI) стартовала в 1997 году с разработки своей первой системы отчетности в области устойчивого развития. Стандарты GRI позволяют любой организации – большой или малой, частной или государственной – понимать свое воздействие на экономику, окружающую среду и людей и отчитываться о нем. Они фокусируются в первую очередь на влиянии компании на мир – в отличие от SASB, который рассматривает, каким образом мир может повлиять на компанию. Философия GRI заключается в ценности для всех заинтересованных сторон, а не только для акционеров, что является концепцией, набирающей популярность во всем мире, поскольку стремление извлечь только прибыль признано несовершенной целью устойчивой организации. Согласно исследованию KPMG, посвященному отчету об устойчивом развитии за 2022 год, 78% из 250 крупнейших по выручке компаний приняли стандарты отчетности GRI, а 68% из 5 800 ведущих компаний использовали GRI в 2022 году.

8 апреля 2021 года SASB и GRI совместно выпустили руководство о том, каким образом их подходы дополняют друг друга. По их словам, «GRI определяет отчетность в области устойчивого развития как практику компаний, раскрывающих наиболее значительные экономические, экологические и социальные последствия, которые возникают в результате их корпоративной деятельности», в то время как «стандарты SASB помогают компаниям эффективно общаться с инвесторами о результатах деятельности по подмножеству отраслевых вопросов устойчивого развития, которые наиболее актуальны с точки зрения риска, доходности и долгосрочной ценности предприятия»[7].

Инвестирование воздействия (Импакт-инвестирование). Данная стратегия позволяет инвесторам напрямую влиять на социальные, корпоративные и экологические вопросы, продолжая при этом преумножать капитал за счет финансовой отдачи от инвестиций. Несмотря на то, что стратегии импакт-инвестирования, скорее всего, учитывают факторы ESG, само по себе импакт-инвестирование отличается непосредственным инвестированием в частные компании, организации и фонды с двойной целью достижения отдачи. В дополнение к этическому обоснованию таких требований, экологическая деловая практика также может служить средством снижения рисков, поскольку она вынуждает компании принимать меры для обеспечения долговечности своей деятельности и положительного воздействия на общество и окружающую среду.

Международные стандарты для эффективного инвестирования

В 2018 году Global Impact Investing Network (GIIN) опубликовала свою дорожную карту будущего инвестирования воздействия. Одним из пунктов плана действий было «укрепление идентичности инвестиций, оказывающих воздействие» [8]. Были выделены два пути решения данной проблемы:

- 1) разработка основных характеристик инвестирования воздействия;
- 2) система IRIS+, которая «помогает инвесторам измерять, управлять и оптимизировать их влияние».

Это привело к некоторой стандартизации среди «инвесторов воздействия», которой раньше не хватало, с перечислением общих тем воздействия и способов, с помощью которых инвесторы могли бы оценивать прогресс по большому количеству потенциальных показателей. GIIN выделяет четыре аспекта импакт-инвестирования:

- 1) намерение. Присутствует продуманная цель повысить ценность для общества и окружающей среды;
- 2) финансовая отдача. Требуемая доходность положительна и может отличаться от доходности ниже рыночной до доходности с поправкой на риск;
- 3) диапазон классов активов. Инвестиции воздействия направлены на получение финансовой отдачи на капитал, которая может варьироваться от доходности ниже рыночной до рыночной доходности с поправкой на риск. Данная категория отличает их от филантропии;
- 4) измерение воздействия. Существует четкая обязанность измерять эффективность инвестиций и отчитываться о них с социальной и экологической точек зрения.

Примеры возможных тем воздействия приведены в таблице 1.

Таблица 1

Список возможных воздействий и примеры показателей

Воздействие	Примерный показатель
Доступ к основным услугам (финансовые услуги, здравоохранение, образование)	• Количество физических лиц, имеющих банковские счета • Количество обслуженных пациентов • Количество зачисленных студентов
Качественная работа, получение дохода	• Количество созданных рабочих мест • Созданный средний доход • Демография сотрудников
Доступное жилье, развитие инфраструктуры	• Единицы завершенных строителей • Количество лиц, получивших жилье
Расширение прав и возможностей женщин	• % портфельных компаний или инвестиционных фондов, основанных или управляемых женщинами
Экологическая устойчивость	• Количество посаженных деревьев • Сокращение выбросов парниковых газов в результате использования продукта или услуги

Источник: Каталог IRIS, Global Impact Investing Network

Таблица 2

Выборка фондов, специализирующихся на импакт-инвестициях

Название фонда	Управляющий	Сфера(-ы) воздействия	Привлеченный капитал (млн долл. США)
The Rise Fund	TPG Growth	Образование, энергетика, продовольствие и сельское хозяйство, финансовые услуги, здравоохранение, информационно-коммуникационные технологии, промышленность и инфраструктура	2 100,0
Инфраструктурный фонд Macquarie SBI	Macquarie Asset Management International Finance Corporate State Bank of India	Инфраструктура Индии	1 170,0
Climate Change Capital Carbon Fund	Climate Change Capital	Чистая энергетика и низкоуглеродная экономика	1 000,0
Bain Capital Double Impact Fund	Bain Capital	Максимизация финансового потенциала, масштабирование социального и экологического воздействия	390,0
Green Triangle Forest Trust	New Forests	Устойчивое лесопользование	332,1
Enterprise Housing Partners XXVI	Enterprise Community Partners	Жилье для малоимущих	318,0
Turner-Agassi Charter Schools Facilities Fund II	Turner Impact Capital Agassi Ventures	Развитие школ США в нуждающихся в этом районах	296,3
TVM Healthcare MENA III	TVM Capital Healthcare Partners	Инвестиции в медицинские компании, ориентированные на Юго-Восточную Азию и регион БВСА (Ближний Восток и Северная Африка)	250,0

Источник: PitchBook | География: Глобальная

В подгруппе из 1 289 организаций, отслеживаемых GIIN, в 2022 году средний инвестиционный портфель активов воздействия (импакт-активов) под управлением составлял 485 млн долл. США, в то время как средний размер инвестиционного портфеля составлял 62,5 млн долл. США. Это указывает на то, что несколько крупных организаций смещают выборку в сторону увеличения. Без учета 34 организаций, которые искусственно повышают средний показатель и влияние которых на активы под управлением снизилось более чем на одно стандартное отклонение от среднего значения, средний размер активов под управлением составил 224,7 млн долл. США. Данные 34 крупные организации в совокупности управляют импакт-активами на общую сумму 343 млрд долл. США, что составляет 55% импакт-активов под управлением для этой подгруппы. Это говорит о том,

что средства, выделяемые среднестатистической организацией на реализацию стратегий инвестирования воздействия, остаются небольшими. Данные цифры могут также отражать увеличение числа новых участников, у которых изначально меньше средств.

Согласно опросу владельцев институциональных активов (2021 года), проведенному GIIN, инвесторы, включенные в выборку, чаще всего ориентируются на следующие цели устойчивого развития: доступная и чистая энергия, меры по борьбе с изменением климата, развитие городской инфраструктуры. Институциональные инвесторы, управляющие активами, в значительной степени сконцентрировались вокруг изменения климата как фактора финансового риска, признавая значительные негативные последствия климатических изменений для долгосрочной инвестиционной стратегии и соответствующим образом расставляя приоритеты в действиях по борьбе с изменением климата.

Другим разработчиком стандартов является International Finance Corporation (IFC), родственная организация Всемирного банка, целью которой является «дальнейшее экономическое развитие путем поощрения роста производительного частного предпринимательства в странах-участниках, особенно в менее развитых районах, дополняя таким образом деятельность Международного банка реконструкции и развития». IFC предоставляет займы непосредственно предприятиям для получения доходности инвестиций по рыночной ставке, что недоступно Всемирному банку, который может предоставлять кредиты только правительствам стран-участников. Кроме того, IFC предлагает консультационные услуги для поддержки развития частного сектора. Работая с предприятиями, организация обеспечивает отдачу от инвестиций, которые она поддерживает в развивающихся странах, требуя, чтобы все инвестиционные и консультационные клиенты, чьи проекты проходят первоначальную проверку кредитоспособности IFC, соответствовали восьми критериям воздействия, содержащимся в ее стандартах охраны окружающей среды и эффективности [9]. С помощью стандартов IFC определила ответственность своих клиентов за управление их экологическими и социальными рисками.

Измерение инвестиций воздействия

Основными ориентирами для импакт-инвесторов являются цели устойчивого развития ООН (ЦУР ООН, UN SDGs), каталог IRIS и рейтинговая система Global Impact Investing Rating System (GIIRS). Цели устойчивого развития ООН (ЦУР ООН), разработанные в 2015 году ассамблеей 193 стран, состоят из 17 глобальных целей по широкому кругу вопросов, включая бедность, голод, здравоохранение, образование, изменение климата, гендерное равенство, водоснабжение, санитарии, энергетику, окружающую среду и социальную справедливость [10]. Принятые всеми странами мира, данные цели являются популярной основой для оценки инвестиций воздействия.

Импакт-инвесторы по всему миру воодушевились перспективой внести свой вклад в достижение данных глобальных целей. Многие начали приводить свои портфели в соответствие с ЦУР ООН, а другие инвесторы используют ЦУР ООН как средство определения и разработки стратегий импакт-инвестирования. Четко формулируя стандарты устойчивого развития, ЦУР ООН предлагают руководящие количественные показатели для достижения каждой цели. В некоторых случаях цели не воплотились в возможности для инвестиций, так как государственная политика в отношении социальных целей лучше подходит для их реализации. Однако существуют области, в которых импакт-инвесторы могут использовать показатели, лежащие в основе каждой цели, при измерении, привязывая свои собственные показатели к одной цели или используя комбинацию нескольких ЦУР ООН.

Несмотря на то, что ЦУР ООН не были специально разработаны для инвестиционного сообщества, они получили широкое распространение. Опрос GIIN, проведенный в 2019 году среди организаций импакт-инвестирования, показал, что более

60% респондентов отслеживают эффективность своих инвестиций в соответствии с ЦУР ООН (по сравнению с 42% в 2018 году). Управляющие активами видят своими целями: достойную работу и экономический рост (73%), искоренение бедности (61%), сокращение неравенства (59%), хорошее здоровье и благополучие (58%).

Другим популярным инструментом (бесплатным для использования) является каталог IRIS+ – система для отслеживания и учета эффективности воздействия, разработанная GIIN. IRIS+ является общепринятой системой учета воздействия, которую ведущие импакт-инвесторы используют для измерения, управления и оптимизации своего воздействия. IRIS+ предоставляет инвесторам количественные и качественные показатели для отслеживания финансовых, операционных, социальных/экологических благ и эффективности объектов инвестиций. Ценность ключевых показателей заключается в том, что они позволяют разным инвесторам сравнивать общие данные, поскольку эти показатели являются общими для инвестиций со схожими целями и тематикой инвестирования. Например, инвестор, направляющий капитал в «Расширение доступа к финансовым услугам» с целью улучшения финансового состояния, в качестве ключевого показателя для понимания эффективности достижения этой цели будет использовать «Стоимость добровольных сберегательных счетов». Кроме того, эти показатели могут функционировать как самостоятельная структура или комбинироваться с GIIRS, рейтингом импакт-фондов, разработанным B-Analytics (организация, также известная как B-Corp), для получения целостного анализа импакт-фондов и лежащих в их основе портфельных компаний.

На протяжении более десяти лет GIIN сотрудничала с заинтересованными сторонами из числа владельцев активов, управляющих активами и поставщиков услуг, чтобы разработать рамочную стратегию для инвестирования и отчетности об импакт-инвестициях. В нынешнем виде IRIS+ состоит из 17 категорий воздействия, таких как сельское хозяйство, образование и водные ресурсы, а также с направлениями, пригодными для инвестирования в каждой из категорий. Например, в сельском хозяйстве привлекательными для инвестиций направлениями являются продовольственная безопасность, мелкое сельское хозяйство и его устойчивое развитие.

IRIS+ организована в соответствии с принципами социального и экологического воздействия, с помощью которых импакт-инвесторы (и предприятия или проекты, в которые они инвестируют) определяют свои стратегические цели, портфели и бизнес-модели. Эти принципы и определения основаны на работе, проведенной PRI, IFC, UN Environment Programme Finance Initiative (Финансовой инициативой Программы ООН по окружающей среде), Toniic (Глобальным сообществом активных инвесторов), GOGILA (Глобальной ассоциацией автономной солнечной энергетики), FAO (Продовольственной и сельскохозяйственной организацией ООН), SPTF (Целевой группой по социальной эффективности), Global Reporting Initiative (Глобальной инициативой по отчетности), ОЭСР (OECD) и Глобальной сетью социальных инвесторов (GIIN), а также многими другими организациями за последние десять лет. В PitchBook принята таксономия IRIS+, позволяющая распределять импакт-фонды по соответствующим категориям. Благодаря маркировке импакт-фонда на платформе PitchBook потенциальные инвесторы могут не только просмотреть список из более чем 2 500 импакт-фондов, но и определить фонды, которые наиболее точно соответствуют целям воздействия инвесторов.

Инвестиционные стратегии

Согласно последнему опросу GIIN за 2020 год, примерно 67% респондентов нацелены на рыночную доходность, а остальные готовы получать доходность ниже рыночной. В предыдущем году более 70% фондов и управляющих некоммерческими фондами стремились к доходности ниже рыночной, в то время как 79% инвесторов, ориентированных на прямые инвестиции, стремились к рыночной доходности.

Импакт-фонды, которые ориентированы на рыночную доходность, часто структурированы подобно венчурным фондам или фондам прямых инвестиций с традиционными соглашениями о создании договора об ограниченной ответственности между управляющим и инвесторами (LPA), а также фиксированными сроками инвестирования. Инвестиционные инструменты, используемые этими управляющими фондами, включают пакеты акций, кредитное плечо и гибридные инструменты, такие как финансирование, основанное на доходах, или конвертируемые облигации.

Некоторые управляющие импакт-фондами принимают доходность ниже рыночной и сосредотачиваются в первую очередь на воздействии. Данные инвесторы могут также использовать структуры закрытых фондов, но преимущественно используют инструменты с фиксированным доходом для получения финансовой отдачи, сосредоточившись на долгом инвестировании в более рискованные, но высокоэффективные предприятия.

Одним из примеров из спектра ниже рыночной доходности являются жилищные фонды с низким доходом. Несмотря на то, что управление ими осуществлялось бы аналогично традиционному частному фонду недвижимости, улучшение благоустройства жилья для оправдания значительного повышения арендной платы (обычный путь к получению прибыли для фондов недвижимости) противоречит цели обеспечения того, чтобы жилье для малоимущих оставалось доступным там, где в нем больше всего нуждаются. Инвесторов предупреждают о получении доходности ниже рыночной с целью недопущения повышения арендной платы для жителей с низким доходом, тем самым поддерживается доступность недвижимости.

Таблица 3

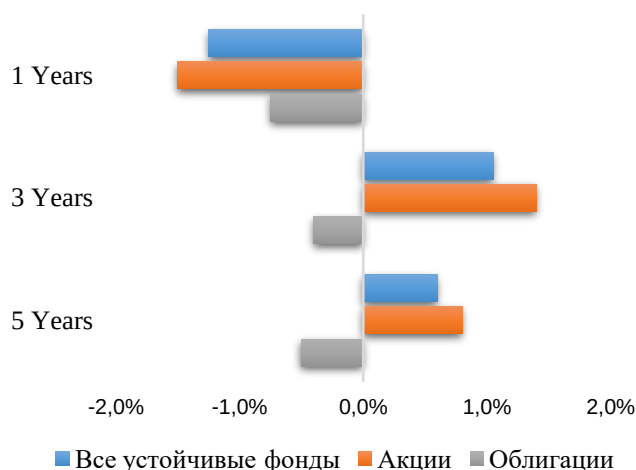
	Доходность ниже рыночной	Рыночная доходность
Финансовая цель управляющего	Сохранение капитала, в приоритете – инвестирование воздействия	Прирост капитала (целевой показатель 10%-15% + чистый IRR)
Инструмент	Фиксированный доход	Прямые инвестиции, гибридные инструменты
Примеры	Микрофинансирование, зеленые облигации	Фонды венчурного капитала/прямых инвестиций; финансирование, основанное на доходах

Источник: Каталог IRIS, Глобальная инвестиционная сеть

Показатели деятельности публичных импакт-фондов в 2022 году

Рисунок 5

Среднегодовая сверх-доходность устойчивых фондов



Источник: Morningstar, Barrons

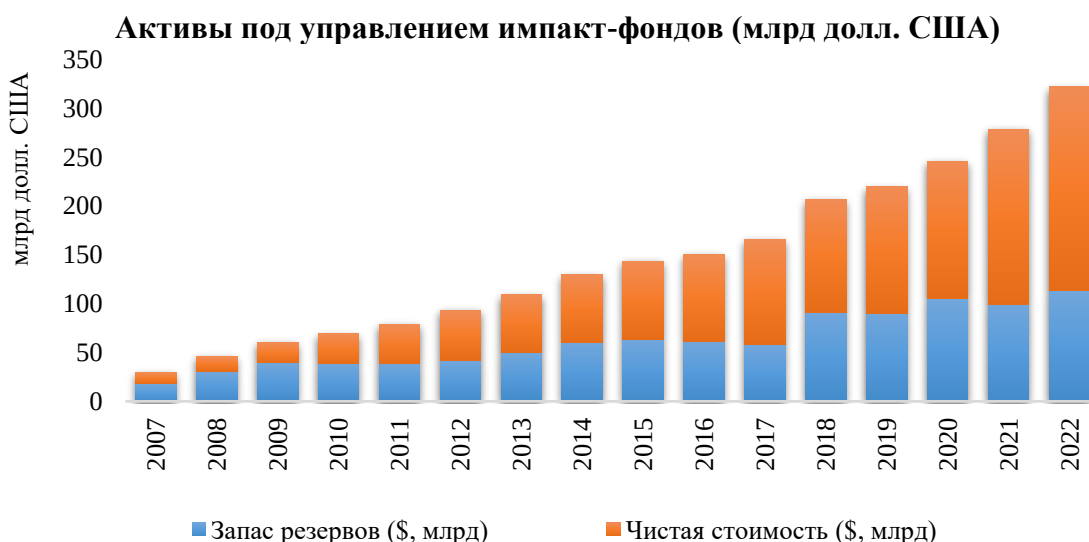
Следует отметить, что один неудачный год не повлиял на долгосрочную доходность устойчивых фондов. В среднем в 2022 году устойчивые фонды не достигли своих целевых показателей, однако тенденция изменилась для большинства устойчивых фондов в течение трех- и пятилетних периодов. Примечательно, что, по данным Morningstar, за последние три года устойчивые публичные фонды акций превосходили показатели своей соответствующей категории почти на 1,5 п.п.

По данным Morningstar, большинство устойчивых публичных фондов США показали низкие показатели эффективности в 2022 году. Чистый приток средств в открытые и торгуемые на бирже устойчивые фонды США снизился до 3,1 млрд долл. США, самого низкого уровня за 7 лет, в то время как совокупные активы сократились до 286 млрд долл. США, что на 20% меньше рекордно высокого уровня в 358 млрд долл. США на конец 2021 года. Кроме того, впервые за всю историю наибольшая доля устойчивых потоков средств в 2022 году наблюдалась в фонды с фиксированным доходом. Приток средств в фонды устойчивых облигаций вырос до 3/4 от общего объема притока, по сравнению с 16% в 2021 году. За последние 5 лет количество устойчивых фондов с фиксированным доходом выросло более чем вдвое – с 47 до 129. Большой выбор фондов облигаций с фиксированным доходом помогает инвесторам распределять капитал в облигации в своих портфелях, что ведет к росту активов, ориентированных на ESG, и, в конечном счете, способствует увеличению притока средств.

Импакт-фонды в разбивке по стратегиям, регионам и категориям воздействия

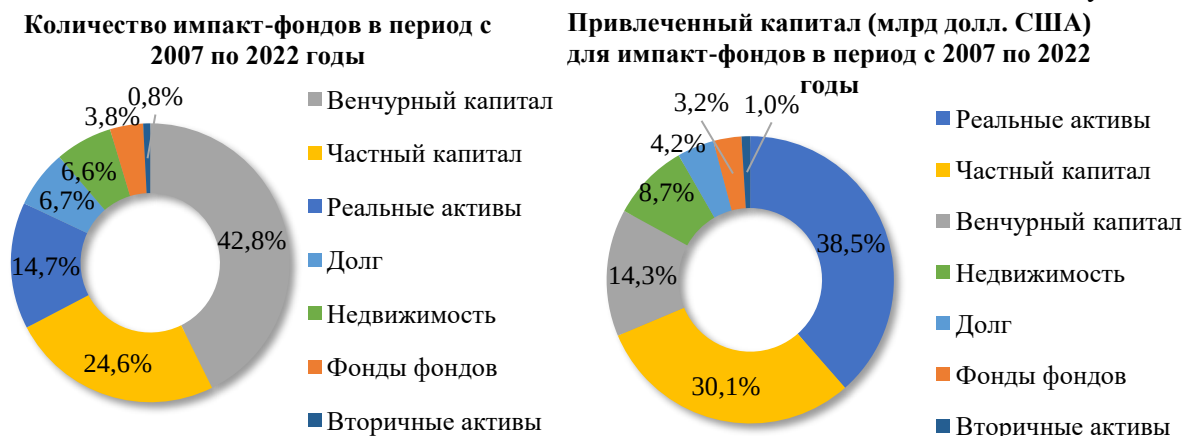
На конец III квартала 2022 года было запущено 85 глобальных импакт-фондов со средним размером 54 млрд долл. США. Данные инструменты ориентированы на весь спектр стратегий частного рынка, таких как частный долг, частный капитал, венчурный капитал и реальные активы, а также глобальные географические регионы и категории воздействия. Запас резервов составляет около 113,3 млрд долл. США, еще 209 млрд долл. США уже привлечено в виде нереализованных инвестиций. Активы под управлением импакт-фондов составляют 322,2 млрд долл. США [11].

Рисунок 6



Источник: PitchBook Analyst: импакт-инвестирование, 2022 год

Рисунок 7

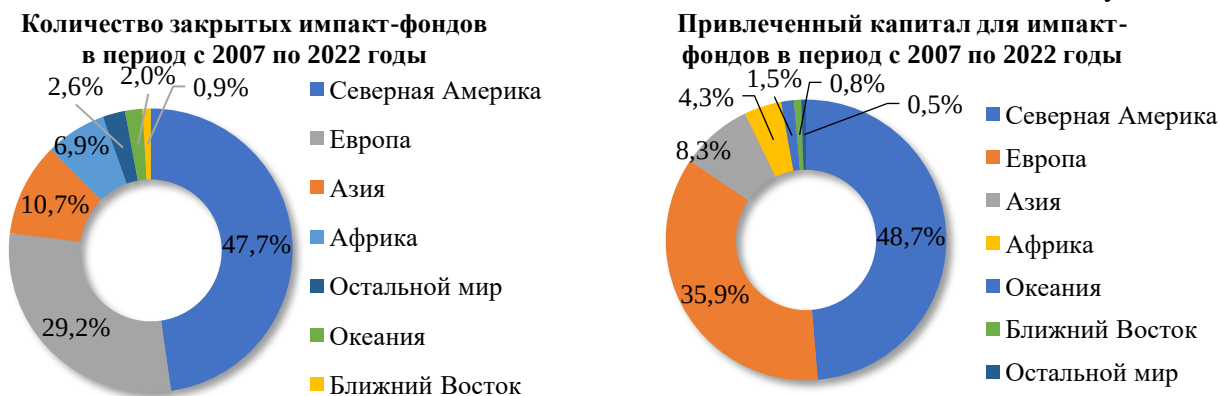


Источник: PitchBook Analyst: импакт-инвестирование, 2022 год

На долю венчурного капитала пришлось 42,7% (733) от всех закрытых импакт-фондов в период с 2007 по сентябрь 2022 года, но только 14,3% (54,5 млрд долл. США) совокупного привлеченного импакт-капитала. Между тем на долю частного капитала приходилось 24,6% (423) от общего числа глобальных импакт-фондов, при этом 30,1% (114,9 млрд долл. США) от общего привлеченного импакт-капитала. С 2006 по 2012 год на долю частного капитала приходилось наибольшее количество привлеченных импакт-фондов, но начиная с 2013 года количество привлеченных импакт-фондов в венчурном капитале росло в течение нескольких лет. Управляющие рассматривают венчурный капитал как исходную точку, с которой компании могут начать свой путь к созданию лучших продуктов для устойчивого развития. Управляющие фокусируются в портфельных компаниях венчурных фондов в основном на заинтересованных сторонах (stakeholders) и акционерах, а также на устойчивости бизнес-деятельности.

Наибольшая доля привлеченного капитала импакт-фондами в разрезе классов активов пришлась на реальные активы – 38,5% (146,9 млрд долл. США) по состоянию на конец III квартала 2022 года. Импакт-фонды с фокусом на реальные активы, как правило, инвестируют в строительство больниц, школ, системы удаления отходов, энергетические проекты и расширение широкополосной связи. Фонды частного капитала занимали 2 место по величине концентрации импакт-капитала. Данные фонды привлекли 30,1% (114,9 млрд долл. США) от общего капитала, привлеченного импакт-фондами [11].

Рисунок 8

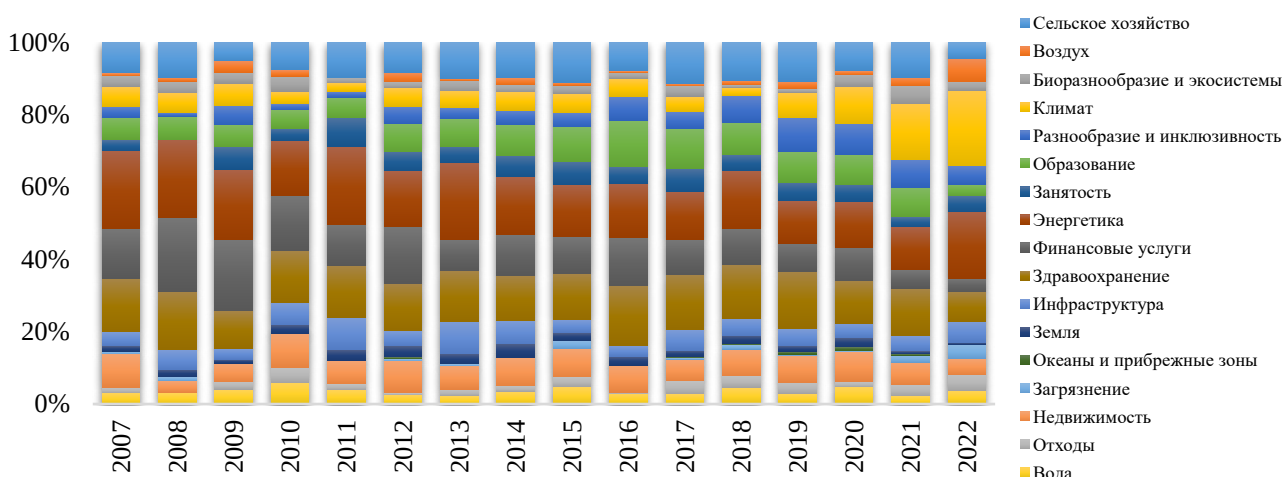


Источник: PitchBook Analyst: импакт-инвестирование, 2022 год

На конец III квартала 2022 года, наибольшее количество импакт-фондов было закрыто в Северной Америке – 47,7% (819 импакт-фондов), за которой следует Европа – 29,2% (502 импакт-фонда). С 2007 по III квартал 2022 года на Европу пришлась большая доля привлеченного импакт-капитала – 35,9% (136,9 млрд долл. США из совокупного импакт-капитала 381,4 млрд долл. США), по сравнению с долей привлеченных средств на общем рынке частного капитала – 23,5% (3 312,9 млрд долл. США из совокупного капитала 14 109 млрд долл. США). Данные показывают, что европейские инвесторы выделили значительную часть своего инвестиционного капитала и сосредоточились на устойчивом инвестировании. Исходя из совокупного привлеченного капитала, на Северную Америку приходится наибольшая доля капитала, привлеченного импакт-фондами – 48,7% (185,57 млрд долл. США), тогда как следующая по величине доля привлеченного капитала приходится на Европу – 35,9% (136,9 млрд долл. США) [11].

База данных PitchBook использует систему категорий IRIS+, которая предоставляет конкретные импакт-направления, привлекающие наибольший капитал. С точки зрения количества глобальных импакт-фондов, энергетический сектор был стабильным целевым сектором импакт-фондов (общее количество фондов, закрытых в период с 2007 по 2022 год – 510), в то время как сельскохозяйственные земли, как правило, с 2007 года пользовались меньшим спросом (общее количество закрытых в период с 2007 по 2022 год импакт-фондов, нацеленных на данный сектор, – 73). Исходя из объема средств, привлеченных в период с 2017 по 2021 год, сельское хозяйство и климат регулярно включаются в ежегодную группу с двузначным числом привлеченных средств. Число импакт-фондов с фокусом на личностное разнообразие и инклюзивность также растет: доля средств, привлеченных с этой целью в 2007 году, составила 3% (4 импакт-фонда). События 2020 года подтолкнули некоторых управляющих направить внимание на отсутствие личностного разнообразия на частном рынке, когда речь заходит об учредителях, членах правления, продуктовой линейке и самих инвестиционных менеджеров. В период с 2020 по 2021 года в совокупности было зарегистрировано 53 импакт-фонда, направленных на личностное разнообразие и инклюзивность [11].

Следует отметить, что в 2007 году большая часть средств была сосредоточена (с точки зрения привлеченного капитала) на финансовых услугах, здравоохранении и энергетике. Например, в сфере финансовых услуг в 2008 году насчитывалось 40 импакт-фондов по сравнению с 13 импакт-фондами в 2021 году. Сектор финансовых услуг интересен тем, что он редко входит в топ-категорию с точки зрения объема привлеченных активов, но отличается большим количеством импакт-фондов, что обусловлено высоким числом фондов небольших размеров, ориентированных на сферу микрофинансирования. В последние 5-10 лет капитал, привлеченный в сельское хозяйство, климат, личностное разнообразие и инклюзивность, водоснабжение, регулярно рос.

Количество глобальных импакт-фондов по году закрытия

Источник: PitchBook Analyst: импакт-инвестирование, 2022 год

Следует отметить, что индустрия здравоохранения составляет наиболее высокую долю привлеченного импакт-капитала в Европе – 59% (26 млрд долл. США), за ней следует Северная Америка – 28% (13 млрд долл. США) и остальные страны мира – 13% (5,8 млрд долл. США) из-за отсутствия национализированной системы здравоохранения в таком виде, в каком она существует в Европе, поэтому методы решения проблем в системе здравоохранения для частных фондов более доступны для инвестиций. Водные ресурсы, сельское хозяйство и биоразнообразие и экосистемы также являются главными приоритетами в Европе с точки зрения размеров активов (в общей сложности региону выделено 53 млрд долл. США глобальных импакт-активов). Энергетика, воздух, загрязнение окружающей среды и отходы являются наиболее проблемными вопросами в Северной Америке, на них приходится в общей сложности 140 млрд долл. США глобального привлечения импакт-финансирования. В остальных странах мира привлечение наибольших финансов было отмечено в импакт-категориях: земля, океаны и прибрежные зоны, финансовые услуги и трудоустройство – на этот регион пришлось 11,2 млрд долл. США глобального финансирования. Однако с точки зрения импакт-капитала, привлеченного по категориям в разных регионах с 2018 года, крупнейшей категорией, на которую ориентируется европейский регион, является энергетика, которая является не только популярной отраслью, но и способна поглотить большие объемы капитала. В настоящее время идея перехода энергетики от ископаемого топлива приобрела новую актуальность в связи с геополитической ситуацией [11].

Роль импакт-секторов в портфелях инвесторов

Наиболее актуальные направления инвестирования ESG в 2022 году – утилизация пластика, отходы и загрязнение окружающей среды, управление водными ресурсами, стихийные бедствия, кибербезопасность, личностное разнообразие и инклюзивность в руководстве. С точки зрения отраслевой перспективы, ожидается, что мировой рынок обращения с отходами принесет доход в размере 2,3 трлн долл. США и вырастет в среднем на 5,6% с 2022 по 2027 год. Прогнозируется, что выручка Азиатско-Тихоокеанского региона на рынке обращения с отходами в течение этого периода составит 1,4 трлн долл. США. Растущее городское население в странах с формирующейся рыночной экономикой, растущий уровень развития инфраструктуры и расширяющиеся реформы в области обращения с отходами в этом регионе являются основными факторами, которые, как ожидается, будут стимулировать региональный рост рынка [12]. Другая область – глобальная водная промышленность – представляет собой диверсифицированный набор инвестиционных возможностей. Это рынок стоимостью 1,1 трлн долл. США, поддерживаемый такими мегатенденциями, как демография, акцент на здоровье,

устойчивое развитие и коммерциализацию. Согласно новому отчету MarketsandMarkets, объем глобального рынка IoT-систем для обнаружения стихийных бедствий, по прогнозам, вырастет с 0,3 млрд долл. США в 2022 году до 1,7 млрд долл. США к 2027 году при среднем росте на 36% в течение этого периода. Активизация правительственных инициатив по внедрению IoT в планирование действий в чрезвычайных ситуациях в ближайшие годы стимулирует рост этого рынка.

Согласно исследованию рынка Future Insights Analysis, ожидается, что глобальный рынок кибербезопасности с 2022 по 2030 год в среднем вырастет на 14,5%, а к 2030 году его стоимость превысит 390,2 млрд долл. США. Следует отметить, что Северная Америка доминирует на рынке кибербезопасности, американские и канадские компании занимают львиную долю рынка, их совокупная доля составляет более 70%. Отчасти это связано с тем фактом, что эти страны обладают одной из самых передовых инфраструктур кибербезопасности в мире. Кроме того, североамериканские компании находятся на передних рубежах инноваций в области кибербезопасности, разрабатывая большинство из самых популярных и эффективных решений на современном рынке.

Fact MR, которая занимается маркетинговыми исследованиями, сообщает, что согласно ожиданиям, глобальный рынок личностного разнообразия и инклюзивности к 2033 году соберет 30 млрд долл. США, увеличившись на 12,7% в среднем с 2023 по 2033 год. Слово «корпоративная культура» имеет несколько различных значений. При определенных обстоятельствах это может относиться к программам наставничества и признания компаниями, в то время как в других случаях – к основам, которые составляют рабочую силу компаний. Подчеркивается важность создания позитивной корпоративной культуры, поскольку организации признают растущий спрос со стороны соискателей. Однако помимо требования к позитивной культуре на рабочем месте, существует потребность в большем личностном разнообразии и инклюзивности на современном рабочем месте. В 2023 году глобальный рынок личностного разнообразия и инклюзивности оценивается в 9 млрд долл. США.

Внедрение импакт-инвестирования на частных рынках

В 2022 году GIIN опубликовала исследование, показывающее, что более 3 тыс. организаций в настоящее время управляют импакт-активами стоимостью почти в 1,2 трлн долл. США по всему миру. По мере приближения цели по достижению ЦУР ООН на период до 2030 года на финансовых рынках наблюдаются беспрецедентные обязательства владельцев активов и управляющих по выделению капитала для покрытия дефицита финансирования в размере 4,2 трлн долл. США, необходимого для достижения этих целей.

Опрос об устойчивом развитии в 2022 году, проведенный PitchBook, показал, что управляющие активами все чаще получают вопросы от потенциальных инвесторов. Почти 52% респондентов считают важным, чтобы управляющие активами измеряли социальное и экологическое воздействие при управлении портфельными компаниями, когда инвесторы принимают решение о привлечении средств в фонд или рекомендуют его. Некоторые утверждают, что рынок прямых инвестиций обладает преимуществами, в частности отсутствие необходимости отчитываться перед акционерами ежеквартально, что отчасти объясняет медленный переход к ESG фондами частного рынка. Тем не менее частные рынки лучше всего позволяют воплотить идеи устойчивого инвестирования. Начнем с того, что инвесторы на частных рынках могут позволить себе возможность инвестировать долгосрочно, в отличие от открытых рынков, которые ограничены квартальными ожиданиями.

PRI обеспечивает глобальную основу для рассмотрения институциональными инвесторами вопросов ESG. Инициатива PRI была выдвинута ООН в 2006 году и представляет собой надежный набор стандартов отчетности ESG, доступных инвесторам для публичного подтверждения приверженности ESG. Помимо предоставления ресурса для получения инвестиционной информации, связанной с ESG, быть подписантом – значит

публично заявлять о приверженности организации принципам, благоприятствующим ESG. В основе инициативы обязанность инвесторов действовать в наилучших долгосрочных интересах своих бенефициаров, что требует от них учитывать факторы ESG. Существует шесть принципов, которые необходимо применять институциональным инвесторам, чтобы соответствовать фидуциарным обязанностям [13]:

- Принцип 1: Включение вопросов ESG в инвестиционный анализ и процессы принятия решений.
- Принцип 2: Активное управление активами и включение вопросов в ESG-политику и инвестиционную практику.
- Принцип 3: Достижение надлежащего раскрытия информации по вопросам ESG от портфельных компаний.
- Принцип 4: Принятие и внедрение принципов PRI в отрасли инвестирования.
- Принцип 5: Совместная работа для повышения эффективности в реализации принципов PRI.
- Принцип 6: Отчет о своей деятельности и прогрессе в реализации принципов PRI.

Инвесторы, подписавшие PRI, могут использовать каталог IRIS+, для демонстрации своей приверженности ответственной инвестиционной практике [15]. Использование IRIS поддерживает соблюдение принципов 3 (раскрытие информации о компании) и 6 (прозрачность для инвесторов и отчетность) системы PRI.

Institutional Limited Partner Association (ILPA) в настоящее время собирает лучшие практики для инвесторов (партнеров с ограниченной ответственностью), внедряющих программы ESG. Инвесторы могут представлять идеи в нескольких областях, включая организационную политику и инфраструктуру, проведение дью-дилидженса и принятие инвестиционных решений, а также управление взаимоотношениями с управляющими активами²⁷, которые инвесторы могут использовать для разработки или улучшения своих собственных практик.

В июне 2019 года ILPA выпустила Principles 3.0 для инвесторов (партнеров с ограниченной ответственностью) [15]. Данные принципы охватывают экономические термины, которые различные инвесторы объединили для определения наилучшей практики для фондов частного рынка. Последнее издание включало раздел, посвященный политике ESG и отчетности. В ноябре 2021 года ILPA полностью утвердила дью-дилидженс-вопросник по ответственным инвестициям в частный капитал от UN PRI (UN PRI's LP Private equity responsible investment due diligence questionnaire) в качестве раздела ESG своего шаблона дью-дилидженс-вопросника от ILPA [16]. Дью-дилидженс-вопросник от ILPA, разработанный для облегчения административной нагрузки, возлагаемой на инвесторов и управляющих активами, путем стандартизации наиболее частых и важных вопросов дью-дилидженса, включает раздел ESG, согласованный с дью-дилидженс-вопросником от PRI об ответственных инвестициях, а также расширенный вопросник по личностному разнообразию, справедливости и инклюзивности. Стандартизация ESG необходима для того, чтобы инвесторы могли принимать обоснованные решения, а управляющие – отвечать на запросы инвесторов. Объединение подхода этих двух организаций к сбору информации по ESG представляет собой еще один шаг на пути к достижению цели в ответственном инвестировании.

ILPA также предоставляет отрасли дорожную карту ESG и ресурсы [17]. Благодаря включению лучших практик, которые инвесторы на частных рынках могут рассмотреть для внедрения в своих организациях для продвижения усилий по ESG, дорожная карта способствует обмену инициативами и ресурсами на глобальной основе. Цель дорожной

²⁷ Глобальная организация, насчитывающая почти 600 учреждений-участников, представляющих под управлением более чем \$2 трлн активов прямых инвестиций, предназначенных исключительно для продвижения интересов институциональных инвесторов и их бенефициаров посредством образования, исследований, защиты интересов и нетворкинга

карты состоит в том, чтобы предоставить каталог полезных ресурсов, связанных с ESG, с указанием конкретных действий, которые могут быть предприняты для интеграции ESG в свою инвестиционную программу.

Согласно результатам совместного опроса, представленного в отчете и опубликованного Bain & Company и ILPA, более 2/3 респондентов заявили, что принципы ESG играют определенную роль в инвестиционной политике организаций в области частного капитала. Около 85% инвесторов включают минимальный уровень некоторых ESG инициатив, более половины инвесторов полностью внедрили политику ESG, 33% инвесторов частично внедрили данную политику. В целом политика ESG затрагивает около 76% опрошенных управляющих фондов частного капитала.

Подводя итог, можно сказать, что основные причины, по которым участвовавшие в опросе инвесторы включили принципы ESG в свою инвестиционную политику или подход, заключаются в том, что они рассматривают их как дополнение к эффективности инвестиций и хотят предложить заинтересованным сторонам (stakeholders) четкую информацию по ESG. Треть респондентов объяснили включение ESG желанием выбрать инвестиции, которые вносят «позитивный вклад». Учитывая, что ESG рассматривается в качестве дополнения к эффективности инвестиций, являющейся основной причиной для включения принципов ESG на протяжении всего жизненного цикла инвестиций, между Европой и Северной Америкой существует большой разрыв в отношении внедрения принципов ESG. Так, 70% инвесторов из Европы согласились с тем, что обязательства по ESG влияют на оценочные премии. И только 38% инвесторов из США придерживались такого же мнения.

ESG и импакт-инвестирование в недвижимость

В контексте недвижимости принципы ESG, как правило, фокусируются на экологической составляющей. Поскольку земля, на которой стоят здания, и сами объекты недвижимости обладают высокой степенью постоянства, первостепенное значение имеет ограниченность ресурсов и проблемы, связанные с климатом. Однако инвестиции в недвижимость также сталкиваются с проблемами в социальной сфере и сфере управления. Для данного класса активов существуют специфические риски, связанные с взаимодействием с арендаторами и регулирующими органами. Кроме того, стоит отметить, что риски и возможности ESG не являются постоянными для конкретного объекта недвижимости, а скорее будут колебаться в зависимости от стадии развития объекта. Например, подверженность риску управления цепочками поставок, как правило, выше во время строительства недвижимости, чаще осуществляемого в рамках стратегий создания добавленной стоимости и оппортунистских стратегий, поскольку строительство, реконструкция и реновация являются основными источниками риска из-за увеличения поставок услуг и материалов. Аналогичным образом, возможности извлечения выгоды более существенны там, где возможны и вероятны изменения. Например, инвестор с большей вероятностью сможет извлечь выгоду из возможностей, связанных со строительством энергоэффективных зданий, в период строительства и реконструкции недвижимости.

Существенные риски ESG и возможности для инвестиций в недвижимость будут актуальны для определенных стратегий, секторов и подсекторов. Потенциальные области рисков и возможностей ESG включают [18]: адаптацию к изменению климата, управление энергией и водными ресурсами, соблюдение экологических требований и воздействие на окружающую среду, регулирование влияния устойчивого развития арендаторов, вовлеченность сотрудников, личностное разнообразие и инклюзивность, здоровье и безопасность сотрудников, создание здоровых общин и зданий, управление цепочками поставок, деловую этику и соблюдение нормативных требований.

Риски, связанные с импакт-инвестированием

Согласно отчету Preqin Investor Outlook по прогнозам на II полугодие 2022 года, основная причина, по которой инвесторы не придают большого значения ESG при принятии инвестиционных решений, связана с наличием данных. Этот фактор включает в себя недостаток информации о ESG (37% респондентов), недостаточные знания о том, как учитывать данные ESG, (21% респондентов) и неспособность интегрировать ESG в количественные модели (26% респондентов).

Данные и раскрытие информации по показателям ESG еще менее прозрачны и стандартизированы на частных рынках, чем на публичных. Одной из главных проблем при рассмотрении вопроса об импакт-инвестировании является "greenwashing" [19]. Как правило, "greenwashing" относится к заявлениям о «достижении» устойчивого развития, будь то с помощью ESG, инвестиций воздействия или другими способами, но без выполнения усилий, заявленных или подразумеваемых в этих заявлениях. Учитывая множество подходов к устойчивости, ESG и инвестициям воздействия, проверка этих заявлений может быть довольно сложной.

Необходимо изменить определение и использовать более конкретный термин для обозначения несоответствий, неточной информации и невыполнения обязательств в области устойчивого развития. Таким образом, инвесторам следует проявить осмотрительность и определять через детальный анализ заявления управляющих фондов и активами на фактор "greenwashing". Поэтому инвесторы, управляющие фондами и активами, а также целевые компании должны активно сообщать о намерениях и действиях, чтобы определить, согласуются ли стратегии устойчивого развития с философией воздействия. Данные шаги помогут приумножить инвестиции и принести пользу всем участникам, задействованным в импакт-инвестировании.

Заключение

По состоянию на конец II полугодия 2022 года опрос респондентов Preqin показал, что 82% респондентов считают, что управляющие фондами устанавливают политику ESG из-за спроса инвесторов, 35% – ссылаются на политическое давление. Около 66% респондентов указывают необходимость соблюдения отраслевых стандартов и передовой практики, 31% – снижение инвестиционных рисков. Однако доля инвесторов с действующей политикой ESG незначительно снизилась по всем классам активов. Например, среди частных инвесторов число респондентов, заявивших, что у них есть политика ESG, сократилось до 48% с 53% в аналогичном опросе в 2021 году. Инфраструктурные инвесторы сохраняют наибольшую подверженность политике ESG (50%), что аналогично предыдущему опросу.

Согласно PitchBook, за последние два десятилетия частные управляющие фонды добровольно повысили прозрачность. Согласно исследованию Лондонской школы бизнеса, проведенному Jefferson Abraham, Marcel Olbert и Florin Vasvari, частные управляющие фонды увеличили объем раскрываемой ESG-информации, независимо от инвестиционной стратегии, размера, местоположения или отраслевой направленности. При подсчете количества слов, связанных с ESG, на веб-сайтах частных управляющих фондов для оценки уровня раскрытой информации было обнаружено, что с 2000 по 2020 год использование данных слов выросло на 200%. Авторы отчета также обнаружили, что данное увеличение объема раскрытой ESG-информации было связано с увеличением чистой доходности фондов частного капитала (Net IRR) на 4,9%. Увеличение объема раскрытия информации является побочным эффектом обязательного раскрытия информации среди публичных компаний на нерегулируемые частные фонды, частные управляющие фонды начали добровольно раскрывать ESG-информацию. Используя данные о глобальных требованиях к раскрытию ESG, авторы обнаружили, что частные управляющие фонды с портфельными компаниями, базирующимися в странах с обязательным раскрытием ESG для публичных компаний, показали увеличение объема раскрытой информации. Например, увеличение

инвестиций фондом в портфельные компании на 10 п.п. в странах с обязательной отчетностью было связано с увеличением на 2,3% объема раскрываемой информацией касательно окружающей среды частными фондами.

Многие считают, что ESG снижает доходность и представляет собой несоблюдение фидуциарных обязанностей. Однако полный отказ от ESG не является решением проблемы, поскольку неспособность оценить и устранить существенные риски, связанные с ESG, также может привести к нарушению фидуциарных обязанностей. Многие инвесторы и управляющие активами считают, что ESG способствует обратному и ограничивает существенные риски. Исследования о том, как стратегии ESG и их эффективность связаны с доходностью, были сильно смещены в сторону публичных рынков. Исследование, проведенное Центром устойчивого бизнеса Стерна при Нью-Йоркском университете, в котором было проанализировано более 1 000 исследовательских работ с 2015 по 2020 год, показало, что «положительная взаимосвязь между ESG и финансовыми показателями была выявлена в 58% корпоративных исследований, посвященных операционным показателям, таким как рентабельность инвестиций, ROA или цена акций, 13% показали нейтральное воздействие, 21% – смешанные результаты и только 8% показали отрицательную взаимосвязь». В инвестиционных исследованиях, которые обычно фокусировались на финансовых показателях эффективности, таких как сверх-доходность или коэффициент Шарпа для портфеля акций, 59% показали аналогичные или лучшие показатели эффективности по сравнению с традиционными инвестиционными подходами, в то время как только 14% показали отрицательные результаты. В рамках портфеля альтернативных инструментов, учитывая разнообразие подходов к ESG, было бы полезно классифицировать стратегии и осуществлять выборочные инвестиции в определенные отрасли и классы активов, такие как инфраструктура.

В долгосрочной перспективе управляющие активами и владельцы должны понимать важность принципов ответственного инвестирования, интегрировать его принципы в инвестиционную политику, инвестировать в образование работников (курсы ESG Института ILPA, демонстрационные и вебинары IRIS+, академия PRI) и наращивать экспертизу и кадровый состав. Например, институциональные инвесторы могут сотрудничать с ILPA и выделять ресурсы на ESG. ILPA предоставляет ресурсы, связанные с обучением институциональных инвесторов, стандартами и передовой практикой, а также регулярным взаимодействием с регулируемыми органами и директивными органами для обеспечения адаптации стандартов раскрытия ESG к частным рынкам и поддержки потребностей данных инвесторов. Инвесторы, понимая систему оценки ESG ILPA, могли бы разработать дорожную карту ESG с помощью ILPA. Дорожная карта ESG способствует обмену инициативами и ресурсами на глобальной основе. Цель дорожной карты состоит в том, чтобы предоставить каталог полезных ресурсов, связанных с ESG, с указанием конкретных действий, которые могут быть предприняты для интеграции ESG в свою инвестиционную программу. Кроме того, инвесторы могут внедрить дью-дилидженс вопросник от ILPA, который призван облегчить административную нагрузку, возлагаемую на инвесторов и управляющих, путем стандартизации наиболее частых и важных дью-дилидженс вопросов. Дью-дилидженс вопросник от PRI по ответственному инвестированию для институциональных инвесторов может быть использован в качестве отправной точки для оценки ESG в процессе дью-дилидженса.

В заключение следует отметить преимущества рассмотрения ESG и импакт-инвестирования при принятии решений по инвестиционному анализу и построению портфеля. Первое преимущество заключается в том, что, инвестируя в эффективные стратегии ESG, институциональный инвестор может создать положительный имидж и привлечь больше иностранных и местных стратегических партнеров, которые осознают экологическое и социальное воздействие. В сегодняшней конкурентной среде принципы ESG становятся все более важными, и институциональные инвесторы, опережая события, могут реализовывать эффективные стратегии ESG. Принципы ESG включают работу в

области изменения климата, прав человека, личностного разнообразия и инклюзивности, трудовых практик, стандартов безопасности продукции, структуры корпоративного управления и финансовой прозрачности. Учитывая эти факторы при принятии инвестиционных решений, управляющие активами могут действовать ответственно, принося пользу всем заинтересованным сторонам (stakeholders): акционерам, сотрудникам и обществу в целом. Вторым преимуществом является понимание важности ответственного инвестирования и интеграция убеждений в инвестиционную политику (ESG policy). Третье преимущество заключается в том, что любой инвестор может интегрировать принципы ESG и их воздействие в новые программы, посвященные частным инвестициям и реальным активам (недвижимость и инфраструктура). Можно воспользоваться базой данных PitchBook, которая также использует таксономию IRIS+ для разделения фондов на категории воздействия. Инвестиции в темы воздействия должны быть своевременными, поскольку в них присутствует элемент «first mover advantage». Учитывая давление на показатели эффективности традиционных классов активов, тематические инвестиции в реальные активы (инфраструктуру и недвижимость), вероятно, приведут к притоку инвесторов, что усиливает конкуренцию за активы с высокой доходностью с поправкой на риск.

Литература

1. Morgan Stanley. Институт устойчивого инвестирования. 2021 год.
2. Форум по устойчивым и ответственным инвестициям. Доклад о тенденциях устойчивого инвестирования в США. 2020 год.
3. P Morgan Asset Management, долгосрочные рыночные ожидания, 2023 год.
4. McKinsey Energy Insights, Глобальная энергетическая перспектива. 2022 год.
5. Morningstar, Sustainalytics. Рейтинги рисков ESG компании. 2023 год.
6. PitchBook. ESG и частные рынки. 2021 год.
7. Руководство по отчетности в области устойчивого развития. GRI и SASB. 2021 год.
8. Глобальное воздействие Инвестирования сети (GIIN). 2023 год.
9. Международная финансовая корпорация (International Finance Corporation). Стандарты эффективности ESG. 2023 год.
10. Организация Объединенных Наций. Повестка дня в области устойчивого развития на период до 2030 года. 2023 год.
11. PitchBook. Обзор устойчивого инвестирования. 2022 год.
12. Research Dive, 2023 год.
13. Принципы ответственных инвестиций, PRI 2021-2024 гг. 2023 год.
14. PRI - основа для ответственного инвестирования. IRIS - каталог показателей, который поддерживает соблюдение данной основы. 2023 год.
15. Institutional Limited Partners Association. Принципы ILPA. 2023 год
16. New Private Markets. ILPA converges with PRI on DDQ. 2021 год
17. Institutional Limited Partners Association. Дорожная карта и ресурсы по ESG. 2023 год
18. Совет по стандартам учета в области устойчивого развития (SASB)/Международный совет по стандартам устойчивого развития (ISSB).
19. Financial Times. Заявления по ESG на частных рынках проходят проверку на достоверность. 2022 год

Рисунок 1

Цели устойчивого развития ООН

 1 NO POVERTY	В 2022 году 676,5 млн людей жили меньше чем на \$1,90/день	 2 ZERO HUNGER	В 2020 году 22% детей в возрасте до 5 лет страдали от недоедания	 3 GOOD HEALTH AND WELL-BEING	В 2020 году 5 млн детей умерли, не дожив до 5 лет
 4 QUALITY EDUCATION	В 2020 году 24 млн детей находились под угрозой не вернуться в школу	 5 GENDER EQUALITY	В 2019 году женщины составили 45% от общего числа безработных в мире	 6 CLEAN WATER AND SANITATION	Ежегодно 829 000 человек умирают от болезней, связанных с небезопасностью воды
 7 AFFORDABLE AND CLEAN ENERGY	В 2020 году 733 млн человек остались без электричества	 8 DECENT WORK AND ECONOMIC GROWTH	В 2020 году в мире было задействовано 160 млн детей в качестве рабочей силы	 9 INDUSTRY, INNOVATION AND INFRASTRUCTURE	В 2020 году 13% населения не имели доступа к электроэнергии
 10 REDUCED INEQUALITIES	2015-2021: число беженцев за пределами их стран выросло на 44%	 11 SUSTAINABLE CITIES AND COMMUNITIES	99% городского населения мира дышит загрязненным воздухом	 12 RESPONSIBLE CONSUMPTION AND PRODUCTION	С 2000 по 2019 год зависимость от природных ресурсов во всем мире росла более чем на 65%
 13 CLIMATE ACTION	К 2030 году 700 млн человек находятся под угрозой перемещения в результате засухи	 14 LIFE BELOW WATER	В 2021 году 17+ млн тонн пластика попало в океан	 15 LIFE ON LAND	Ежегодно уничтожается 10 га леса
 16 PEACE, JUSTICE AND STRONG INSTITUTIONS	¼ мирового населения живет в странах, затронутых конфликтами	 17 PARTNERSHIPS FOR THE GOALS	Официальная помощь ОЭСР в целях развития составила \$177,6 млрд	 17 PARTNERSHIPS FOR THE GOALS	193 государств-членов

Обзор коммуникационной политики центральных банков зарубежных стран о решениях денежно-кредитной политики

Майгожина Г.К. – главный специалист управления международных финансовых организаций Департамента международного сотрудничества Национального Банка Республики Казахстан

Адилбекова К. – ведущий специалист управления международных финансовых организаций Департамента международного сотрудничества Национального Банка Республики Казахстан

Одним из важных факторов повышения прозрачности является понимание того, что более независимые центральные банки должны быть более подотчетными и пояснять свои действия
МВФ

Независимость требует прозрачности
Стефан Ингвес, экс-Председатель Риксбанка Швеции

В статье предлагается информационный обзор информационно-коммуникационной политики центральных банков при реализации денежно-кредитной политики. Авторы показывают, что коммуникация может быть важной и действенной частью инструментария центральных банков, поскольку она способна повышать предсказуемость решений по денежно-кредитной политике, воздействовать на финансовые рынки, а также потенциально способствовать достижению макроэкономических целей.

При этом отмечаются различия в коммуникационных стратегиях зарубежных центральных банков в зависимости от степени развитости экономики, роли финансового и банковского секторов в экономике и институциональных характеристик.

Особое внимание уделено опыту центральных банков и используемому ими инструментарии информационной политики, а также сводным рекомендациям Банка международных расчетов, Европейского центрального банка и Международного валютного фонда по реализации коммуникационной политики.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, инфляционное таргетирование, предсказуемость, инструменты коммуникации, ожидания краткосрочных ставок, эффективность коммуникации центральных банков, forward guidance, инфляционные ожидания.

JEL-классификация: E50, E52, E58.

О коммуникационной политике

На протяжении десятилетий общепринятым было, что секретность деятельности центральных банков (ЦБ) делает его денежно-кредитную политику (ДКП) более эффективной. В связи с переходом Новой Зеландии, а позднее многих стран на инфляционное таргетирование в начале 1990-х годов реализация данного режима ДКП стала стимулом к прозрачности деятельности ЦБ и повышению доверия населения к действиям регулятора. Как отмечает Народный банк Польши²⁸, при инфляционном таргетировании информационная политика ЦБ становится его неотъемлемой функцией, а коммуникация – инструментом политики (Dengir et al., 2016).

²⁸ Nergiz Dincer, Barry Eichengreen and Petra Geraats // Transparency of Monetary Policy in the Post-Crisis World. – 2016. – Narodowy Bank Polski

Коммуникация повышает эффективность ДКП, способствует поддержанию подотчетности центрального банка и, в конечном итоге, независимости. Кроме того, общедоступная и прозрачная коммуникация мер ДКП влияет на текущие инфляционные ожидания, во многом определяющие динамику инфляции и принимающиеся во внимание при принятии решений по базовой ставке и формировании прогнозов экономического роста.

Обзор литературы по вопросам информационной политики ЦБ при реализации ДКП подтверждает мнение о том, что коммуникация может быть важной и действенной частью инструментария ЦБ, поскольку она способна воздействовать на финансовые рынки путем «создания новостей» и «уменьшения шума», повышать предсказуемость решений по ДКП, а также потенциально способствовать достижению макроэкономических целей. При этом значительные различия в коммуникационных стратегиях разных ЦБ свидетельствуют об отсутствии консенсуса относительно критериев оптимальности коммуникационной стратегии.

Мировой опыт коммуникационной политики ЦБ действительно существенно различается в зависимости от степени развитости экономики, роли финансового и банковского секторов в экономике и институциональных характеристик. При этом важным условием коммуникационной политики является достаточно высокий уровень финансовой грамотности населения. Наибольшая степень транспарентности характерна для ЦБ наиболее развитых экономик, характеризующихся высокой грамотностью экономических агентов, в том числе и населения.

Учитывая возросшую сложность факторов, которые лежат в основе ДКП, и расширение после глобального финансового кризиса мандата ЦБ во многих странах, коммуникация приобретает все более важное значение. Коммуникация ЦБ влияет на ожидания будущих краткосрочных ставок, которые, в свою очередь, влияют на долгосрочные ставки и цены на финансовые активы. Эти цены, в свою очередь, влияют на такие макропеременные, как инфляция и объем производства. При этом процентные ставки и цены активов влияют на экономику постепенно – с длинным и переменными лагами.

Важно, что сигналы ЦБ могут направлять ожидания рынка относительно будущей ДКП и, следовательно, способствуют большей предсказуемости. При этом измерение эффективности коммуникации ЦБ – необходимая, но непростая задача, поскольку ЦБ преследуют одновременно несколько целей при коммуникации с участниками рынка. Средне- и долгосрочной целью их коммуникационной стратегии является закрепление рыночных ожиданий, в то время как в краткосрочной перспективе они направлены на изменение текущих рыночных ожиданий. В последнем случае относительно просто измерить эффективность коммуникации по непосредственным изменениям цен, поскольку цены на финансовые активы отражают эффект коммуникации.

Таким образом, ЦБ признают важность принципов прозрачности, стабильности, точности и ясности при реализации и информировании об одном из своих основных мандатов. С этой целью используется несколько основных инструментов коммуникации ДКП: пресс-релиз, пресс-брифинг, экспертная дискуссия, интервью, публикация краткого и/или детального протокола заседания органов по принятию решения о ДКП²⁹.

Другими словами, коммуникация ЦБ превратилась из средства информирования общественности или финансовых рынков о его деятельности в средство проведения ДКП с использованием инструмента «предваряющего управления» (forward guidance). По мнению Д. Йеллен, Федеральный комитет по открытым рынкам (FOMC) сделал важный шаг для разъяснения своей позиции, когда в январе 2012 года впервые опубликовал «Заявление о долгосрочных целях и политической стратегии», которое содержало краткое описание целей FOMC при проведении ДКП и подхода, который Комитет считает целесообразным.

²⁹ Развернутая информация об инструментах коммуникации ДКП стран-членов Markets Committee BIS доступна на сайте: https://www.bis.org/mc/currency_areas.htm?m=3092

Способность Федеральной резервной системы (ФРС) влиять на экономические условия сегодня в решающей степени зависит от ее способности формировать ожидания относительно будущего, в частности, способствуя пониманию общественностью в среднесрочном временном горизонте политики ФРС и ее вероятных последствий для экономических условий.

Стоит отметить, что по данным Банка международных расчетов (БМР), forward guidance оказал наибольшее влияние на ожидания процентных ставок в Канаде, Новой Зеландии, США и Швеции – странах, начавших его применять в конце 1990-х – начале 2000-х годов. В отличие от них, Банк Англии и Европейский центральный банк (ЕЦБ) начали использовать forward guidance только в 2013 году, и к этому моменту каждый из ЦБ уже находился на активной нижней границе процентных ставок.

При этом БМР сообщает, что история forward guidance в подавляющем большинстве случаев была неоднозначной. С данным фактом согласен Месснер и др. (2017), отмечающие несоответствие между теоретической и прикладной литературой по forward guidance. В большинстве теоретических исследований о форвардных ориентирах предполагается обязательство. На практике, однако, ЦБ очень редко берут на себя обязательства. Из перечня ЦБ, изученных БМР³⁰ за последние 32 года, только Банк Канады (2009–2010, 2020–2021 гг.), Резервный банк Австралии (2020–2021 гг.), Резервный банк Новой Зеландии (2020–2021 гг.) и Банк Швеции (2014–2015 гг.) когда-либо использовали forward guidance с обязательствами. При этом отсутствует достаточное количество случаев использования forward guidance с обязательствами для оценки его влияния на ожидания процентных ставок.

По мнению экспертов Международного валютного фонда, прозрачность действий ЦБ положительно влияет на его операционную независимость и способствует большей предсказуемости, что положительно влияет на рыночные ожидания и способствует формированию более прогнозируемой экономики. По этой же причине в рамках нетрадиционных инструментов ДКП управление ожиданиями посредством коммуникативной деятельности, или forward guidance улучшает эффективность трансмиссионного механизма и повышает репутационную ответственность ЦБ.

По результатам исследования Эггертссона и Вудфорда (2003), подобное прогнозирование может способствовать предотвращению рецессии путем принятия обязательств по поддержанию стимулирующего уровня ставки на более длительный срок, чем ожидалось бы в противном случае, после того, как ставка ЦБ достигла нулевой нижней границы. Такая коммуникационная политика понижает ожидания в отношении будущих процентных ставок (как краткосрочных, так и долгосрочных).

При этом forward guidance не всегда способен уменьшить неопределенность или повысить ясность в трансмиссионном механизме ДКП. Опыт Банка Англии в 2013 году является хорошей демонстрацией этого³¹. В августе 2013 года Банк Англии прогнозировал, что уровень безработицы, скорее всего, останется выше 7% до середины 2016 года, но этот порог был достигнут уже в конце 2013 года. В результате трудностей с пониманием того, как ведет себя рынок труда, прогнозирование было отложено, и в феврале 2014 года глава Банка Англии М. Карни объявил, что Банк Англии больше не будет привязывать свои политические решения к определенному показателю.

Стоит заметить, что эффект «эхо-камеры», также именуемый как «петля обратной связи», может быть причиной того, что сигналы, воспринимаемые через коммуникацию с финансовыми рынками, могут вводить в заблуждение. К примеру, то, что «слышит» ЕЦБ, может быть иногда не столько тем, что думают рынки, сколько собственным эхо ЕЦБ. Данная проблема усугубляется тем сильнее, чем сильнее forward guidance, вызывая потенциальную цементацию рыночных ожиданий (Эрманн и др., 2019; Шин, 2017), что

³⁰ Канада, Франция, Германия, Италия, Нидерланды, Новая Зеландия, Норвегия, Испания, Швеция, Великобритания и США с 1990 по 2021 год.

³¹ Giles (2014a, 2014b)

приводит к парадоксальной ситуации, когда качество информации о рыночных ожиданиях может снижаться в случае, если ЕЦБ дает большое количество прогнозов для повышения рыночных ожиданий и снижения волатильности (de Guindos, 2019).

Опыт реализации коммуникационной стратегии ДКП зарубежными ЦБ

Ниже рассмотрены инструменты коммуникации, используемые некоторыми ЦБ развитых и развивающихся стран.

Банк Англии использует большинство доступных инструментов коммуникации и детально отражает работу Комитета по ДКП. Так, Банк Англии с 1997 года публикует на своем интернет-ресурсе развернутую информацию о решениях по базовой ставке – от количества встреч Комитета по ДКП до информации о результатах голосования каждого члена Комитета. До принятия решения по базовой ставке Комитет по ДКП Банка Англии встречается 4 раза – первые 2 встречи проводятся в целях информирования о текущей ситуации в стране, еще 2 – для принятия решения. Периодичность принимаемых решений по ДКП – 8 раз в год, публикуются одновременно на сайте Банка Англии и его основных новостных порталах.

ЕЦБ уделяет особое внимание вопросам коммуникации ДКП и отмечает важность forward guidance, эффективность которого, по мнению ЕЦБ, напрямую зависит от детализации и временного горизонта, который он охватывает³². Периодичность принимаемых решений по ДКП – 6 раз в год.

Центральный банк Швеции (Риксбанк) и Центральный банк Российской Федерации (ЦБРФ) также публикуют информацию о порядке проведения мероприятий, предшествующих решению, о процессе и методологии принятия решений, о сведениях, необходимых для принятия решения. Информация на интернет-ресурсе ЦБРФ, переданная в особо доступной для населения форме, повышает доверие населения к процессам реализации ДКП. Периодичность принимаемых решений ЦБРФ по ДКП – 8 раз в год. Периодичность принимаемых решений Риксбанка по ДКП – 5 раз в год, они публикуются на следующий день после встречи Комитета ДКП.

Национальный Банк Швейцарии (ШНБ) проводит углубленную оценку ДКП ежегодно в марте, июне, сентябре и декабре. По результатам каждой из этих оценок принимается решение о ДКП и публикуется среднесрочный условный прогноз инфляции. ШНБ публикует обоснование принимаемых решений в пресс-релизе и в ежеквартальном отчете о ДКП, публикуемом в «Ежеквартальном бюллетене». Также ШНБ проводит пресс-конференцию для разъяснения своей ДКП после каждого раунда оценки ДКП. Периодичность принимаемых решений по ДКП – 4 раза в год.

Национальный Банк Венгрии (НБВ) – один из ЦБ, таргетирующих инфляцию, для которого формирование ожиданий играет особенно важную роль в трансмиссии ДКП, а эффективная коммуникация как инструмент влияния на ожидания весьма значим. Важной особенностью ДКП Венгрии является то, что ЦБ применяет инфляционное таргетирование, а также учитывает коридор обменного курса. Как и в ЦБ ряда небольших стран с открытой экономикой, обменный курс имеет ключевое значение в трансмиссионном механизме. Существование коридора обменного курса влияет и на коммуникацию по процентным ставкам. Вблизи границы коридора внешние потрясения могут привести к неожиданному изменению процентной ставки, что затрудняет для ЦБ поддержание последовательного информирования о процентной ставке. НБВ публикует пресс-релизы, протоколы заседаний Денежно-кредитного совета (ДКС), с 18 марта 2011 года индивидуальные протоколы голосования членов Валютного совета НБВ публикуются в виде временных рядов в соответствии с лучшей международной практикой. Хотя эти данные были доступны в

³² ECB Occasional Paper Series: Clear, consistent and engaging: ECB monetary policy communication in a changing world, December 2021,
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op274~9aca14e6f6.en.pdf?a23702e7fbd3176e748c652fe1949d0e>

сокращенных протоколах заседаний Совета, публикуемых с декабря 2004 года, структурированная база данных временных рядов лучше подходит для анализа. Кроме того, как показывают международные исследования, база данных повышает прозрачность и подотчетность ДКП, что, в свою очередь, может способствовать закреплению инфляционных ожиданий путем укрепления доверия к ЦБ. Периодичность принимаемых решений по ДКП – 12 раз в год. Заседания Совета проходят дважды или не реже одного раза в месяц, в соответствии с заранее объявленным графиком. Из этих заседаний одно является заседанием по установлению ставок каждый месяц. Совет устанавливает процентные ставки простым большинством голосов присутствующих членов. Совет публикует заявление с объяснением причин своего решения в день принятия решения по процентной ставке. Сокращенные протоколы заседаний Совета по установлению ставок публикуются регулярно, до проведения следующего заседания по установлению ставок.

Федеральная резервная система использует все доступные методы коммуникации ДКП, публикуя не только пресс-релиз, а также краткий и подробный протоколы заседаний Совета управляющих. Кроме того, публикуется информация о биографических данных и уровне профессиональной компетенции членов FOMC. Также ФРС проводятся пресс-брифинги и экспертные дискуссии для разъяснений принятых решений. Периодичность принимаемых решений по ДКП – 8 раз в год, результаты публикуются сразу после заседания FOMC.

Такой уровень транспарентности предполагает три основных преимущества:

- 1) повышенная подотчетность, содействующая операционной независимости банка;
- 2) более эффективная ДКП, что позволяет домохозяйствам и частному сектору принимать более информированные решения об инвестировании и накоплении;
- 3) содействие в поддержании стабильности финансовой системы в результате взаимодействия ЦБ и финансовых организаций.

При этом ЕЦБ, Банк Англии или ФРС США не только вышли на неизведанные территории с использованием нетрадиционных мер ДКП, но и столкнулись с беспрецедентными проблемами, учитывая сложную динамику между ДКП, фискальной и суверенной долговой политикой, а также повышенное внимание к финансовой стабильности.

Банк Японии публикует протокол заседаний и сводную информацию о позициях членов Комитета по ДКП, рыночных операциях. Банком Японии не приводятся прогнозы по изменению базовой ставки, отмечаются лишь ожидания банка по сохранению ставки на низких уровнях или ее снижению. Периодичность принимаемых решений по ДКП – 8 раз в год, результаты публикуются сразу после встречи Комитета ДКП.

Обобщенная информация об инструментах коммуникации о решениях зарубежных ЦБ по ДКП в приложении 1.

Обзорные сведения о рекомендациях относительно коммуникационной политики

Несмотря на необходимость достижения компромисса между транспарентностью и сложностями информирования о фундаментальных факторах, влияющих на прогнозы, открытая, простая и понятная коммуникация ЦБ критична для создания условий для достижения целевых макроэкономических показателей. Прозрачность является ценным элементом эффективного проведения ДКП. Ведь мнение о том, что ДКП, по крайней мере частично, заключается в управлении ожиданиями, в настоящее время является стандартной практикой в научных кругах и среди ЦБ.

БМР считает, что финансовые рынки должны понимать факторы, которые влияют на решения органов ДКП, в частности, как финансовая стабильность и проблемы суверенного долга отражаются на решениях по ДКП. ЦБ Норвегии, Канады, Швеции, Новой Зеландии и Австралии явно учитывают факторы финансовой стабильности в своих стратегиях инфляционного таргетирования. Качественная коммуникация ЦБ с тщательно стилистически и лексически выверенными пресс-релизами, выступлениями официальных

лиц ЦБ способствует повышению предсказуемости решений по ДКП за счет «уменьшения информационного шума». Предсказуемость ДКП понижается в случае, если ЦБ высказывается слишком много противоречивых мнений. Отсутствуют однозначные результаты исследования последствий объявления целевого показателя по инфляции или количественного определения ценовой стабильности. При этом имеются подтверждающие факты того, что это помогает закрепить инфляционные ожидания (публикация прогнозируемых траекторий изменения учетной ставки ЦБ практикуется в небольшом количестве стран в течение непродолжительного времени). Целесообразно проводить различие между принятым обязательством в forward guidance комитета по ДКП и forward guidance, воспринимаемыми другими как обязательство, а именно так в литературе часто рассматриваются forward guidance с обязательствами. Намеревался ли ЦБ взять на себя обязательства, можно судить по языку, используемому в forward guidance, и по тому, заявляет ли ЦБ, что forward guidance не следует воспринимать как обязательство. При этом «оптимальность» коммуникационной политики зависит, в том числе, от институциональной среды ЦБ. Важно повышение транспарентности решений по ДКП, а также повышения доверия к работе регулятора через информирование о процессах и аналитической работе, предшествующей принятию решения. К примеру, ЦБРФ в доступной форме публикуется полная информация о подготовке и коммуникации решения по ключевой ставке, основных этапах подготовки, участниках процесса и разъясняются решения по итогам заседания Совета директоров. Структура принятия решений по ДКП может играть важную роль в эффективности коммуникации. Процесс принятия решений может быть коллегиальным, в этом случае коммуникация ЦБ, в основном его Председателя, может отражать консенсусное мнение ДКС. При этом при увеличении числа членов ДКС возможен рост различий во мнениях и отсутствие единой позиции относительно краткосрочной ДКП. В случае индивидуального подхода при учете голосов членов комитетов/советов по ДКП при принятии соответствующих решений важна адаптация коммуникации к изменениям в механизме принятия решений. Если заявления Председателя продолжают доминировать, подобная настройка не отражает всех мнений в Совете по ДКС. Важно, чтобы отдельные взгляды и мнения отражались в коммуникации, чтобы участники рынка могли получить более четкое представление о расхождении мнений в случае каждого решения, а при принятии решений они учитывались с одинаковым весом. В этом случае коммуникация несет больше информации, что делает ДКП более предсказуемой. Информирование о позиции ЦБ, в том числе относительно перспектив развития экономики и ДКП оказывает существенное влияние на финансовые рынки. Тем не менее, согласно эмпирическим данным, официальные заявления, отчеты и протоколы оказывают наиболее заметное и последовательное воздействие на финансовые рынки, данные о влиянии публичных выступлений более противоречивы. Большинство рассмотренных ЦБ публикуют расширенную и (или) сокращенную редакцию протоколов заседаний комитетов/советов по ДКП с целью повышения прозрачности процесса принятия решений по ДКП и предоставления экономическим агентам более глубокого представления об оценке Советом текущих экономических условий. Публикация сведений о результатах голосования членов делает лиц, принимающих решения, подотчетными в отношении их вклада в выполнение мандата ценовой стабильности.

По мнению ЕЦБ, большинство исследований до настоящего времени были посвящены коммуникации ЦБ с финансовыми рынками. При этом важным компонентом коммуникации является взаимодействие с общественностью, что обеспечивает демократическую легитимность ЦБ и, следовательно, его независимость, а также поскольку инфляционные ожидания широкой общественности в конечном итоге влияют на фактическую динамику инфляции (через заработную плату и решения о сбережениях, инвестициях и потреблении) и определяют, способен ли ЦБ достичь целей своей политики. Доверие к стратегии ДКП уменьшает сомнения и неопределенность в отношении будущего развития цен и делает инфляционные ожидания менее волатильными. Коммуникация с

общественностью – это канал передачи информации, благодаря которому ЕЦБ получает реакцию на коммуникационные события и инфляционные ожидания общественности, являющиеся мерилем доверия общественности к информации ЕЦБ, что, в конечном итоге, способствует повышению доверия к ДКП (de Guindos, 2019). По мнению ЕЦБ, обмен вопросами и ответами в Twitter считается полезным инструментом для понимания того, какие вопросы важны для широкой общественности, и для прямого обмена мнениями. ЕЦБ рекомендует в рамках реализации коммуникационной политики предоставлять возможность задавать вопросы напрямую ЦБ. Содержание информации должно быть ориентировано на «режим реакции» аудитории. Исследования показали, что в социальной сети неспециалисты лишь в очень малой степени участвуют в трафике Twitter, связанном с ЕЦБ. По сравнению с экспертным восприятием, широкая публика реагирует с меньшим временным интервалом (Ehrmann and Wabitsch, 2021), что говорит о том, что реакция основана не на тщательной оценке соответствующей информации или новостей, а скорее является признаком быстрого импульса. В связи с чем нет необходимости контрпродуктивно перегружать подаваемую информацию слишком большим количеством подробной информации с высокочастотными данными. Коммуникация в социальных сетях должна происходить с меньшей частотой и сводиться к общей, резюмирующей информации на стратегическом уровне. Целевые сообщения в довольно простых формах коммуникации оказываются более эффективными в воздействии на инфляционные ожидания потребителей (Coibion et al., 2019). Рекомендуется рассмотрение вопроса о создании специальной целевой группы по коммуникациям. Интересным примером передовой практики является создание в США нового подкомитета по коммуникациям FOMC, который впервые возглавила Д. Йеллен, признавая необходимость повышения эффективности ДКП путем повышения прозрачности ЦБ. При этом важно направление «правильной информации» различным контрагентам, в правильном формате, используя правильную стилистику, в нужной интенсивности, тоне и частоте.

По мнению МВФ, прежде чем рассматривать наилучшие способы коммуникации, ЦБ целесообразно определить содержание и целевую аудиторию коммуникации. Выделяют три основных элемента сообщений о ДКП, которые необходимо доносить: (1) режим политики, (2) цели и (3) решения с соответствующими объяснениями. В рамках инфляционного таргетирования это подразумевает информирование о мандате ЦБ по обеспечению ценовой стабильности, численной цели по инфляции и корректировке инструментов ДКП вместе с их причинами. Согласно и исследованиям³³, определены пять ключевых принципов коммуникации ДКП: 1) коммуникация должна быть ясной и прозрачной, объясняющей цель и принципы политики, а также меры ЦБ, его функцию; 2) сообщения должны быть равноуровневыми для различных аудиторий и сегментов населения; 3) сообщения должны поступать регулярно; 4) информация должна быть одинаково доступна для всех целевых аудиторий своевременно; 5) несмотря на целесообразность допуска различий во взглядах должностных лиц, коммуникации ЦБ не должны передавать противоречивые или запутанные сообщения и должны ассоциироваться с институтом. Заявление комитета по ДКП должно сохранять в целом идентичную структуру во всех релизах с фокусом на обсуждении политических мер и экономическом анализе. В идеале заявление сопровождается краткой презентацией для СМИ. Пресс-конференции должны проводиться Председателем, представляющим информацию простым языком с подчеркиванием ключевых идей. Отчет о ДКП должен публиковаться с периодичностью раз в квартал и дополнять информацию, предоставляемую в рамках заявлений и пресс-конференций, представляя углубленный анализ экономических событий, обоснование проводимых мер и альтернативные сценарии. Важнейший компонент улучшения коммуникации ДКП – разработка и формализация ее институциональных рамок. Рекомендуется разработка коммуникационной политики и стратегического

³³ Адриан и др. (2018).

документа, который определяет способы обращения к заинтересованным сторонам, подробно описывая цели, целевую аудиторию, каналы и инструменты коммуникации. Помимо закрепления конкретных обязанностей, определения бюджета и плана реализации данный документ помогает определить структуру подразделения, ответственного за коммуникацию. Последовательная и регулярная оценка результатов коммуникации может помочь эффективному проведению ДКП. Например, если решения систематически удивляют рынки, это может свидетельствовать о недостаточной ясности того, как ЦБ интерпретирует связь между макроэкономическими событиями, целями и действиями. Для оценки влияния заявлений о ДКП на финансовые рынки и реальную экономику, ЦБ часто полагаются на высокочастотные исследования событий, рассматривая изменение ключевых переменных в течение короткого временного интервала. Степень доверия к ЦБ может быть измерена путем изучения инфляционных ожиданий, в частности долгосрочных ожиданий, поскольку они играют ключевую роль в стремлении к ценовой стабильности. При измерении эффективности коммуникации важно учитывать показатели, относящиеся как к охвату СМИ, так и к тональности, они должны измеряться объективно на последовательной и регулярной основе. ЦБ также могут использовать опросы для оценки влияния своих коммуникаций на различные заинтересованные стороны и узнать их мнение о ДКП.

Ключевое сообщение в коммуникации ЦБ – режим ДКП. Информация, связанная с режимом, должна быть достаточной, чтобы раскрыть логику, лежащую в основе политических решений. В целях проведения политики ЦБ должен также раскрывать свои методы определения параметров ДКП. ЦБ рекомендуется сообщать о решениях по ДКП, которые необходимо публично и незамедлительно обновлять во избежание информационной асимметрии среди экономических агентов. ЦБ рекомендуется дополнять свои сообщения указаниями на текущие планы относительно будущих решений. При этом важно наличие комментариев, что планы зависят от развития экономики и могут меняться по мере поступления новой доступной информации. Причины решений по ДКП должны быть понятны: требуется объяснение контекста, в котором они были приняты, включая оценку текущих экономических условий. Решения в области ДКП должны реагировать на изменение внутреннего совокупного спроса по сравнению с состоянием внутреннего совокупного предложения, для чего оценки разрыва выпуска полезны для количественной оценки возникающего инфляционного давления. Необходимо учитывать и другие факторы, играющие значительную роль в формировании инфляционного давления (эволюция определенных затрат и цен, а также изменения в международной макроэкономической среде и на финансовых рынках). Для повышения предсказуемости и содействия координации ожиданий с целью влияния на долгосрочные процентные ставки и цены на активы, решения по процентным ставкам должны быть достаточно долгосрочными с горизонтом в несколько лет. Ожидания в отношении будущей динамики процентной ставки усилят воздействие на расходы, учитывая, что фирмы и домохозяйства в основном занимают и инвестируют на длительные сроки.

Для дальнейшего формирования ожиданий некоторые ЦБ публикуют эндогенную траекторию движения учетной ставки, соответствующую прогнозам инфляции и выпуска. Другие предпочитают публиковать лишь качественное описание наиболее вероятного пути изменения ставки. ЦБ, не описывающие вероятные будущие ставки, обычно обуславливают прогнозы выпуска и инфляции заранее определенной траекторией изменения ставки, предполагая, что ставки останутся на текущем уровне, или, в качестве альтернативы, рыночными прогнозами. Применяемый некоторыми ЦБ стран с развитой экономикой подход к публикации собственного прогноза базовой ставки имеет существенную оговорку: общественность может неправильно понять прогноз как обязательство и интерпретировать любое будущее отклонение фактической ставки политики от прогнозируемого пути как признание ошибки.

Численная цель по базовой ставке может изменяться только в редких случаях и по веским экономическим или техническим причинам, которые должны быть детально разъяснены, а не в ответ на краткосрочное внешнее давление.

Коммуникационные вызовы имеют значительные различия, отражая локальные экономические и институциональные условия в странах. Поскольку многие страны с развитой экономикой были близки к истощению пространства для маневра в политике после глобального финансового кризиса, коммуникация в форме *forward guidance* для прямого влияния на ожидания общественности стала мощным инструментом. В странах с формирующимся рынком и развивающихся экономиках возникли иные проблемы, такие как необходимость в коммуникации для поддержки перехода к другому режиму ДКП или для адекватного объяснения политических решений в условиях наличия множества целей. Наличие природных ресурсов в некоторых развивающихся странах приносит специфические проблемы и в целом усиливает важность хорошей коммуникации. Учитывая частоту и важность потрясений, связанных с условиями торговли в таких странах, ДКП часто сталкивается с необходимостью компромиссных решений, обусловленными противоположным влиянием этих шоков на инфляцию и выпуск. Хотя эти компромиссы могут потребовать от ЦБ временно отпустить инфляцию от целевого уровня, такая стратегия жизнеспособна только в том случае, если инфляционные ожидания хорошо закреплены, что требует эффективной коммуникационной политики, повышающей доверие к ЦБ. ЦБ в странах с развитой экономикой различаются по тому, насколько открыто они высказываются по поводу будущих политических намерений. ЕЦБ, например, делает устные намеки о будущих изменениях процентных ставок, в то время как Банк Швеции публикует оптимальный путь процентной ставки, соответствующий его среднесрочной цели. ФРС придерживается другого подхода, публикуя графики FOMC, основанные на ожиданиях отдельных членов комитета относительно траектории соответствующей политики. Обсуждение будущих политических намерений должно быть четко обусловлено макроэкономическим прогнозом ЦБ, чтобы они не были ошибочно восприняты как обязательства. Регулярная публикация количественных прогнозов относительно будущей траектории политического курса (*conventional forward guidance*) зависит от того, что известно на момент составления прогноза. Крайне важно передать неопределенность, лежащую в основе прогноза ставки, что наиболее эффективно сделать в виде веерной диаграммы, чтобы избежать впечатления обязательства (ЦБ Новой Зеландии, Норвегии, Швеции и Чешской Республики в настоящее время придерживаются этой практики).

Другие ЦБ предпочитают не систематический подход в *forward guidance*, а лишь по мере необходимости (*unconventional forward guidance*). Данный подход был широко использован основными ЦБ в период после глобального финансового кризиса для обеспечения дальнейшего денежного стимулирования, когда официальные ставки находились на уровне эффективной нижней границы. Заранее сообщая о будущих действиях в области политики, ЦБ стремились снизить долгосрочные ставки и поддержать экономический рост и инфляцию.

Количество ресурсов, выделяемых на коммуникацию, имеет тенденцию к увеличению со степенью неоднородности желаемой аудитории. Различные уровни экономической грамотности населения или даже особый интерес к сообщениям ЦБ приведут к необходимости специально адаптированных сообщений. В связи с этим возникает вопрос о том, должен ли ЦБ ориентироваться на какие-то конкретные группы. Ответ должен учитывать, что среднестатистический гражданин, безусловно, обеспокоен проблемами инфляции и, в большинстве случаев, обменного курса, в то время как глубокое понимание инструментов и стратегий ДКП может иметь значение только для финансового сообщества. Некорректное толкование способствует распространению искаженных взглядов на эволюцию этих показателей. Блиндер и др. (2001) разделили аудиторию ЦБ на четыре группы, чтобы лучше определить их конкретные роли и объяснить важность общения ЦБ с каждой из них: (1) широкая общественность и СМИ, (2) правительство и

парламент, (3) участники финансового рынка и (4) эксперты, наблюдающие за деятельностью ЦБ (их независимость позволяет им либо помогать разъяснять и оправдывать действия ЦБ, либо потенциально даже добавлять волатильность на рынки, распространяя искаженные мнения или догадки об основополагающих намерениях ДКП; МВФ рекомендует установить хорошие отношения с экспертами-наблюдателями и держать их в тесном контакте).

Оценка влияния доклада о ДКП может помочь определить наиболее эффективные каналы предоставления соответствующей информации различным внешним заинтересованным сторонам. Проведя тщательную оценку результатов коммуникации, ЦБ могут узнать не только о сильных и слабых сторонах различных каналов, но и о предпочтениях многочисленных аудиторий. Эффективным способом мониторинга ожиданий является проведение опросов как регулярных, так и на разовой основе (должны охватывать как ставки, так и ключевые макрофинансовые переменные: рост ВВП, инфляцию и обменный курс). В этом отношении «Исследование потребительских ожиданий», проводимое Федеральным резервным банком Нью-Йорка, представляет собой образец того, как правильно и эффективно составить анкету по инфляционным ожиданиям домохозяйств.

Коммуникация ЦБ должна охватывать все слои населения. В целях достижения легитимности в качестве органа, определяющего ДКП, ЦБ должен объяснить, что цели ДКП совместимы с целями общества в целом. Поэтому информационные сообщения должны быть составлены для различных аудиторий, начиная с финансовых рынков и лиц, формирующих общественное мнение, и заканчивая политиками и широкой общественностью. Для этого стиль и форма коммуникации должны быть выстроены соответствующим образом, чтобы информировать все заинтересованные стороны о политических решениях, и распространяться по различным каналам.

Все экономические агенты должны иметь равный доступ к одной и той же информации. Своевременный доступ к данным и анализу, касающихся ДКП и политических решений, является необходимым условием для сохранения репутации ЦБ как учреждения, работающего без предпочтения какой-либо конкретной группы или лица. В случае проведения пресс-брифинга по базовой ставке возникают опасения, что не все слои населения имеют равный доступ к информации, т.к. новостные сюжеты могут выходить с некоторым лагом и время их размещения не регламентировано и не одинаково для разных регионов страны. Учитывая, что первым каналом коммуникации являются официальные письменные заявления, рекомендуется сначала публикация пресс-релиза, а затем проведение пресс-брифинга.

В условиях все более интегрированного мира с растущими и волатильными потоками капитала, коммуникация ЦБ не может недооценивать важность международной аудитории. Чтобы помочь смягчить потенциально негативные последствия международных перетоков ДКП и повысить привлекательность своего внутреннего финансового рынка для иностранных инвесторов, надлежащее взаимодействие с международной аудиторией должно быть частью коммуникационной политики. Важно делиться соответствующей информацией с международным сообществом.

Коммуникация должна осуществляться регулярно. ЦБ следует обращаться к своей аудитории систематически – т.е. в определенные дни и, иногда, в определенные часы и через установленные и известные каналы. Регулярность общения служит дисциплинирующим механизмом для регуляторов в той мере, в какой она требует заблаговременной подготовки информации для предоставления. Для участников рынка предоставление информации по определенному и заранее объявленному календарю позволяет им организовано и систематически отслеживать, анализировать ДКП, принимать экономические решения на основе периодически поступающего потока информации.

В дополнение к вышеупомянутому графику коммуникаций следует соблюдать период «тишины». В течение этого периода, который должен начинаться как минимум за неделю до заседания органа ДКП, официальным лицам ЦБ рекомендуется воздерживаться от публичных комментариев по вопросам, связанным с ДКП, валютной политикой и перспективами развития экономики.

Все публикации должны иметь четкий посыл и цель. Они должны содержать факты, актуальные для целевой аудитории, и четкую цепочку мыслей, проходящую через весь документ. Документы должны иметь структуру с выделением наиболее важных частей, чтобы их можно было легко заметить. Также полезно иметь заголовки подразделов, подчеркивающие информативное содержание. Информационное сообщение должно подробно описывать желаемое воздействие решения на рынки и экономики в целом для формирования ожиданий относительно будущего развития политических мер, повышения их предсказуемости. В нем также должны быть четко указаны предполагаемые меры в ответ на факторы, формирующие прогноз инфляции, для достижения основной цели в среднесрочной перспективе. ЦБ должен принять стандартную формулу для регулярного предоставления перспективных коммуникационных сигналов о прогнозе инфляции и политике. Традиционная структура сообщения состоит из общего вступительного предложения, за которым следуют сведения о текущей инфляции и описание ближайших ожиданий относительно будущей инфляции и ценового давления, завершается сообщение ссылкой на принятое решение и прогнозом инфляции. Рекомендуемая структура отчета о ДКП: вводный раздел (содержащий определение цели по инфляции, миссию ЦБ и позицию отчета в контексте реализации ДКП; предполагается, что этот раздел останется неизменным при отсутствии изменений в системе ДКП), далее следует резюме, которое представляет собой сжатую версию полного текста документа, содержащую основные идеи. Оно должно быть ориентировано на группу читателей, которые вряд ли будут читать полный текст документа, например, на управленцев, политиков и лиц, принимающих решения. Текст должен быть направлен на рассказ истории без чрезмерного внимания к цифрам, они должны быть ограничены диаграммами и таблицами. Чрезмерное описание данных может отвлечь внимание от основных идей и даже заставить читателей потерять интерес к отчету. Обсуждение прогноза должно объяснять причины изменений по сравнению с прогнозами, представленными в предыдущем отчете. Кроме того, в анализе должны быть подробно рассмотрены риски, связанные с прогнозом, альтернативные сценарии, учитывающие реализацию некоторых из этих рисков.

Публикация на сайте ответов на часто задаваемые вопросы (FAQ) о ДКП является эффективным способом предоставления адаптированного контента. Раздел FAQ должен включать вопросы, касающиеся основ ДКП, целей и инструментов политики, а также того, как инструменты используются для достижения целей политики. В этом контексте можно использовать значительное количество ресурсов: визуальные объяснения с помощью видео и инфографики, статистические инструменты, позволяющие создавать индивидуальные отчеты, а также графики данных и загрузки.

Социальные сети стали важным инструментом, помогающим ЦБ охватить более широкую аудиторию. Излагая ключевые идеи ДКП доступно, ЦБ облегчают членам широкой общественности понимание цели проводимой политики. ЦБ также могут получать ценную информацию от общественности, отслеживая тенденции в социальных сетях и анализируя комментарии и интересующие пользователей вопросы.

Многие страны с экспортно-ориентированной экономикой принимают решение о модернизации своей ДКП путем введения режима гибкого обменного курса. Для стран, не обремененных значительным нехеджированным долгом в иностранной валюте, изменения обменного курса могут работать как амортизаторы, защищая экономику от чрезмерной волатильности. Режим таргетирования инфляции обеспечивает необходимый номинальный якорь для экономики в условиях гибкости обменного курса. Однако история жесткого управления обменным курсом обычно представляет собой серьезную проблему для ЦБ,

осуществляющих этот процесс. Обычно трудно переключить внимание широких слоев населения с обменного курса на инфляцию. Задача ЦБ – убедить общественность в том, что инфляцию можно держать под контролем в среднесрочной перспективе даже в условиях нестабильного обменного курса.

Эффективная коммуникация, способствующая заякоренению ожиданий, может помочь снизить необходимость ужесточения ДКП в контексте негативных потрясений в торговле, позволяя проводить контрциклическую политику. ЦБ, не имеющие хорошо разработанной системы инфляционного таргетирования, когда инфляционные ожидания еще плохо закреплены, будут вынуждены реагировать на инфляционное давление, возникающее в результате шока от изменения условий торговли. В частности, значительный отрицательный шок, например, резкое падение экспортных цен, вызывает обесценивание валюты, что приводит к росту инфляции и одновременно оказывает негативное влияние на экономическую активность. Не очевидно, как должен реагировать ЦБ, чтобы справиться с данным шоком. Рост инфляции может заставить ЦБ повысить ставку, в то время как увеличивающийся разрыв выпуска предполагает снижение ставки. Таким образом, аргументы по принятому решению ЦБ должны быть донесены до населения для удержания инфляционных ожиданий под контролем.

Мониторинг инфляционных ожиданий всегда должен быть приоритетом для ЦБ. В частности, крайне важно определить, соответствуют ли ожидания уровню, на который ориентируется ЦБ. Для полной оценки степени заякоренности следует оценивать не только уровень, но и дисперсию ожиданий. По опыту МВФ, ключевыми метриками, используемыми для вывода о степени заякоренности, являются: (1) абсолютные отклонения инфляционных ожиданий от целевого показателя ЦБ; (2) изменчивость инфляционных ожиданий во времени; (3) дисперсия инфляционных ожиданий по отдельным прогнозистам или заинтересованным сторонам; и (4) чувствительность инфляционных ожиданий к неожиданностям, связанным с текущей инфляцией. Более высокие значения этих показателей указывают на менее надежную фиксацию инфляционных ожиданий.

ЦБ следует использовать свои официальные документы, такие как доклад по ДКП, для обсуждения недавних изменений обменного курса и комментариев о том, соответствуют ли они фундаментальным экономическим показателям. Чтобы избежать восприятия односторонней предвзятости рекомендуется информировать о том, что может означать определенная степень как повышения, так и понижения обменного курса для прогноза инфляции.

МВФ признает важность прозрачности и активно ее продвигает. В 2020 году Исполнительный совет принял новый добровольный Кодекс прозрачности ЦБ, представляющий собой всеобъемлющий свод принципов, охватывающий мандаты, функции и операции. Основываясь на кодексе, Фонд предлагает ЦБ возможность принять участие в обзоре их практики обеспечения прозрачности (управление, политика, операции, результаты и отношения с другими официальными заинтересованными сторонами, такими как правительство и финансовые регуляторы).

Литература

1. BIS Working Papers No. 1020: 'Alternative monetary-policy instruments and limited credibility: an exploration', June 2022.
2. BIS Working Papers No 1024: 'Forward guidance and expectation formation: A narrative approach Monetary and Capital Markets Department', June 2022.
3. IMF Technical Assistance Handbook: 'Central Bank Communications', January 2022.
4. European Parliament's Monetary Dialogue Papers: 'Communication in monetary policy', February 2022.
5. ECB working paper series: 'Central bank communication and monetary policy: a survey of theory and evidence', May, 2008.

6. BIS Working Papers No 1023: 'Monetary policy press releases: an international comparison', June 2022.

Приложение 1

Таблица 1

Информация об инструментах коммуникации ДКП зарубежных ЦБ (2023 год)

Инструмент Зарубежный банк	Forward guidance	Официальные заявления, пресс-релизы	Пресс-брифинг	Протокол	Решения каждого члена Комитета ДКП	Прогнозы	Иные документы
ФРС	+	информация о решении FOMC и оценка экономических событий и экономических перспектив	+	+ через 3 недели после решения	-	+	отчет о ДКП в Конгресс, публичные выступления членов FOMC
Банк Англии	+	+ + протокол совещаний MPC	по необходимости	+	публикуется архив решений с 1997 г.	+	отчет об инфляции, ежеквартальный отчет с комментариями о развитии рынка и операциях ДКП
Банк Японии	+	+	+	+ через 8 недель после решения	-	о деловой активности и инфляции, экономическому и финансовому развитию	резюме позиций Комитета ДКП, перспективы экономической активности и цены
Банк Швеции	+	отчет о ДКП, пресс-релиз	+	+ через 10 дней после решения	публикуется архив решений с 1999 г.	об экономической ситуации, базовой ставке и инфляции	описание процесса принятия решений
Резервный банк Новой Зеландии	+	+	+	+	-	+	-
Центральный банк Исландии	+	+	-	+	-	об инфляции, экономические прогнозы	денежно-кредитный бюллетень
Банк Норвегии	+	+	+	-	-	+	оценка ДКП, отчет о ДКП
Банк Швейцарии	-	пресс-релиз и ежеквартальный	+	-	-	публикуются по прогнозу инфляции	оценка ДКП, отчет о ДКП, публичные

		бюллетень «Оценка ДКП»					выступления членов Правления
ЦБРФ	+	доклад ДКП, публикуемый на 6 день после публикации решения, пресс-релиз	+	-	-	+	публикация описания процесса принятия решений, годовой отчет, публичные выступления, встречи в регионах, экспертные встречи, встречи с журналистами
ЕЦБ	+ с использованием косвенных сигналов	публикация решения по трем основным ставкам ЕЦБ, заявление по ДКП	+	-	-	+	публикация ежемесячного бюллетеня, сообщения в соц. сетях (твитер, инстаграмм), портал «ЕЦБ слушает» на котором ЕЦБ собирает мнения и предложения
Банк Венгрии	+	доклад по ДКП и документ о процентной ставке	+	+	публикуется архив решений с 2011 г.	+	-