



Что делать

Лаура Кодрес и Адития Нарейн

СУЩЕСТВУЕТ достаточно факторов, на которые возлагают ответственность за мировой финансовый кризис, но одной из главных причин, способствовавших его развитию, явилось неадекватное регулирование, как с точки зрения его фрагментарного характера, так и необеспеченности исполнения. Структуры регулирования следует модернизировать, с тем чтобы предупредить другие случаи накопления системных рисков, создать более надежную базу для соединения сберегателей и инвесторов во всем мире (то есть мировое финансовое посредничество) и обеспечить наличие четкого и последовательного метода преодоления финансовой нестабильности при ее возникновении. Следует также рассмотреть методы, используемые центральными банками для предоставления рынкам ликвидности.

МВФ анализировал несколько областей, на которые необходимо будет обратить внимание в целях предотвращения системных кризисов:

- **периметр регулирования**, или какие учреждения и практика должны входить в компетенцию регулирующих органов;

- **процикличность**, то есть тенденция некоторых практических методов регулирования и ведения коммерческой деятельности увеличивать амплитуду цикла деловой активности;

- **информационные разрывы** в том, что касается риска и его распределения в финансовой системе;

- **гармонизация национальной политики и правовых основ в сфере регулирования**, призванная повысить эффективность координированного надзора за фирмами и рынками, проводящими трансграничные операции, и санкции этих фирм и рынков;

- **предоставление рынкам ликвидности**, с тем чтобы обеспечить бесперебойное движение средств, направляемых в инвестиции, и результативную передачу воздействия денежно-кредитной политики.

Периметр регулирования

Последний кризис ясно показал необходимость расширить периметр регулирования, включив в него учреждения и рынки, которые находились вне сферы охвата регулирования,

Необходимо пересмотреть сферу финансового регулирования и улучшить предоставление ликвидности. Здесь объясняется, как

а в некоторых случаях не могли быть выявлены органами регулирования и надзора. Некоторые из этих структур смогли получить краткосрочные займы для инвестирования в более долгосрочные активы и повысили свой леверидж (использование долговых средств для приобретения активов) до такого уровня, который поставил под угрозу стабильность финансовой системы, когда эти краткосрочные кредиторы потребовали возврата своих средств. Однако регулирование деятельности всех финансовых посредников является излишним, так как оно может ограничивать выгоды, приносимые некоторыми из этих посредников экономике, такие как инновации и эффективная передача средств. Чтобы избежать чрезмерной нагрузки на полезные рынки и учреждения, важно тщательно определить конкретные слабые места, на устранение которых должно быть направлено более общее регулирование (так называемую неэффективность рыночного механизма). Добиться этого можно было бы с помощью подхода на основе двух периметров. Многие финансовые учреждения и виды деятельности попадут во внешний периметр и должны будут соблюдать требования в отношении раскрытия информации. Те из них, которые являются источником системных рисков, переместятся во внутренний периметр и должны будут соблюдать пруденциальные нормативы.

В первом приближении нерегулируемые виды деятельности или структуры, которые должны быть помещены в рамки нового периметра, включают:

- учреждения, являющиеся контрагентами по операциям передачи рисков от регулируемых секторов: новый вид регулирования должен быть направлен на забалансовые единицы, такие как компании структурированных инвестиций, которые могут использоваться для приобретения рискованных активов у банков и других регулируемых фирм;

- инвестиционные фирмы, использующие леверидж и способные усиливать раскручивание нисходящих спиралей цен на активы, когда им необходимо уменьшить свой леверидж, то есть продать активы до наступления срока их погашения, с тем чтобы сократить долю заемных средств, если это соотношение считается чрезмерно высоким.

Провести четкое разграничение между структурами, имеющими и не имеющими системообразующего значения, будет трудно, но в идеальном случае учреждения, использующие меньшую долю заемных средств и в меньшей степени связанные между собой, должны нести меньшее бремя регулирования. И все же у органов регулирования должна быть возможность собирать об учреждениях достаточную информацию, чтобы определить, насколько они способствуют усилению системного риска.

Проциклическая практика

Экономические циклы — ожидаемое явление, но некоторые практические методы, используемые органами регулирования и самими учреждениями, могут усилить циклические колебания. Эти практические методы могут варьировать от нормативов в отношении минимального размера капитала и правил создания резервов для банков до управления рисками и практики оплаты труда во многих финансовых учреждениях.

Проблема пруденциального регулирования заключается в том, чтобы устранить проциклические элементы, не отказываясь при этом от принятия финансовыми учреждениями решений с учетом риска. Более того, любое изменение, связанное с введением добавочных нормативов, требующих дополнительного капитала, должно носить постепенный характер, чтобы не нанести еще большего ущерба ослабленной финансовой системе.

Одним из основных пунктов программы, направленной на смягчение проциклическости, должно быть регулирование капитала — размера средств, необходимых учреждениям, чтобы сохранять способность покрытия убытков. (Например, счи-

тается, что «базовый» капитал включает собственный капитал, полученный в результате выпуска акций, и объявленные резервы, сформированные за счет прибыли.) Необходимо ввести стимулы, побуждающие фирмы накапливать дополнительные запасы капитала в периоды подъема и расходовать их в периоды спада. Для этого существует несколько способов, но можно было бы просто установить антициклические требования к минимальному размеру капитала: размер капитала, необходимый для поддержания заданного уровня активов, будет повышаться в периоды резкого подъема и снижаться в периоды спада. В идеальном случае такие антициклические нормативы в отношении минимального размера капитала будут носить не дискреционный характер, а будут «встроены» в нормы регулирования и станут автоматическим стабилизатором, который в периоды подъема позволит надзорным органам противостоять давлению со стороны фирм или политиков, выступающих за то, чтобы события продолжали развиваться по восходящей траектории.

Кризис подчеркнул роль левериджа. В принципе, требования к минимальному размеру взвешенного по риску капитала, согласно которым для более рискованных активов необходим больший капитал, чем для менее рискованных активов, должны обеспечивать контроль над чрезмерным левериджем. Однако полезно также использовать норматив максимального левериджа, например, отношение высококачественного капитала к совокупным активам, включающий забалансовые единицы, в качестве относительно простого инструмента, позволяющего ограничить общий леверидж финансовых учреждений в период циклического подъема.

Хотя методы учета по справедливой стоимости, требующие от учреждений оценивать активы с использованием текущих рыночных цен, в большинстве случаев служат хорошим контрольным ориентиром, кризис с очевидностью показал, что в периоды уменьшения доли заемных средств они могут усилить раскручивание нисходящих спиралей цен. Если фирме приходится продать актив по низкой цене, другие фирмы могут быть вынуждены оценивать аналогичные активы по новой низкой цене, что может подтолкнуть другие фирмы к продаже, особенно если в них действуют правила, направленные против хранения активов с низкой стоимостью. Таким образом, правила учета должны позволять финансовым фирмам, имеющим торгуемые активы, формировать «резервы под изменение стоимостной оценки», которые возрастают, отражая завышение стоимости активов в периоды подъема, и служат буфером от любых изменений стоимости в сторону понижения в периоды спада. Точно так же стоимость активов, используемых в качестве залогового обеспечения, например, домов, на протяжении цикла обычно тоже меняется. В правилах бухгалтерского учета должна быть предусмотрена большая свобода, позволяющая представлять в отчетности более сдержанные оценки стоимости, основанные на перспективных и поддающихся измерению индикаторах.

Еще одна проциклическая особенность финансовой системы — это финансирование ликвидности, то есть способность финансовых фирм получать средства для предоставления их в кредит. В периоды подъема финансовые средства, как правило, имеются в большем количестве, а в периоды спада — в меньшем. Первой линией обороны в том, что касается обеспечения возможностей бесперебойного получения средств, является совершенствование методов управления риском ликвидности, применяемых в финансовых фирмах. Следует поощрять использование фирмами менее изменчивых форм финансирования, например, розничных депозитов вместо краткосрочного оптового финансирования. Установление дополнительных требований к минимальному размеру взвешенного по риску капитала или введение определенного рода сбора может стать эффективным методом пересмотра процентных ставок по ликвидности для смягчения части систем-

ных рисков. Можно также рассмотреть более грубый инструмент, обязывающий банки хранить минимальный объем высококачественных ликвидных активов.

Заполнение информационных пробелов

Одним из наиболее тревожных аспектов кризиса была неспособность увидеть, какие именно риски были распределены по разным держателям и кто были эти держатели. Предполагалось, что многие из новых структурированных кредитных продуктов будут распределять риски между теми, кто, теоретически, лучше всего способен управлять ими. Но во многих случаях органы надзора и другие участники рынка не могли проследить локализацию различных рисков. Более того, риски часто разделялись и дробились таким образом, что те, кто занимался объединением рисков, и покупатели не имели полного представления о проданных или приобретенных ими рисках. Более того, базовая информация, используемая для установления цен на такие сложные ценные бумаги, не была свободно доступной или не поддавалась интерпретации.

Для серьезного анализа системного риска и способов его предупреждения необходимо заполнить информационные пробелы. Возможно, наиболее востребованными являются данные о степени подверженности риску системно значимых банков и небанковских финансовых учреждений. Размеры и концентрация их открытых позиций (сведения о которых будут собираться, но не будут публиковаться официальными органами), а также связи между учреждениями, ведущими операции в разных странах и на разных рынках, имеют самое актуальное значение для наблюдения за системными рисками и уязвимыми местами.

Большой объем открытой информации о методах стоимостной оценки активов и о лежащих в ее основе данных и допущениях позволит более точно устанавливать цены и предоставит участникам больше возможностей понять корреляции и, потенциально, остаточные риски (маловероятные исходы, наступление которых приводит к разрушительным последствиям). Данные о ценах, объемах и общей концентрации на внебиржевых рынках также требуют внимания, поскольку обычно способы их отражения не позволяют другим участникам увидеть информацию об операциях, что ограничивает ликвидность в периоды напряженности. Клиринговую систему можно использовать для сбора данных по сделкам (и для взаимозачета), что позволит участникам и другим сторонам понять степень общего риска.

Больше внимания следует уделять сбору информации, на базе которой можно построить индикаторы, предупреждающие о надвигающихся проблемах. Аналитикам следует тщательно продумать, какого рода информация позволит получить перспективные оценки риска как в системе, так и в отдельных учреждениях или на отдельных рынках. Интуиция подсказывает, что индикаторы, которые учитывают риски, например, основанные на ценах опционов, в этом отношении лучше тех, которые их не учитывают. Но поскольку в таких индикаторах используются рыночные цены, они, скорее всего, будут отражать только текущие представления о будущем риске и могут оказаться не в состоянии предсказать ситуацию, когда риски приобретут системный характер.

Также оправдано введение усовершенствованных правил раскрытия информации, распространяющихся на финансовые учреждения и призванных повысить конкретность и последовательность информации. В частности, представление данных должно распространяться как на балансовые, так и на забалансовые статьи, поскольку значительная часть риска выносилась за баланс и скрывалась от инвесторов и от органов надзора. Небанковские финансовые учреждения должны будут также представлять базовые показатели левериджа и открытых позиций, отчасти для того, чтобы можно было определить их системную значимость. Должна раскрываться

информация о моделях и методах стоимостной оценки, чтобы инвесторы могли точнее оценивать риски того, что они приобретают. Раскрытие такой информации направлено на то, чтобы создать возможность для эффективного воздействия рыночной дисциплины.

На другом уровне рынки будут функционировать лучше, если данные о ценах, объемах операций и другие сведения в отношении рынков внебиржевых производных инструментов станут более доступны. Рынки, на которых отсутствовало последовательное представление информации, вызывали наибольшее число проблем и были связаны с наибольшей неопределенностью. Некоторые данные по внебиржевым инструментам уже собираются и могли бы раскрываться чаще, с представлением более подробной информации о географическом местоположении и охвате инструментов, видах контрагентов и общей рыночной концентрации. При этом направленность процесса сбора данных сместится от информации об объемах в сторону степени подверженности риску. Необходима более полная информация по свопам кредитного дефолта (СКД), поскольку держателями этих «страховых полисов» является такое множество взаимосвязанных сторон, что сложно установить, кто подвергается риску дефолта различных фирм. Централизованные клиринговые механизмы для контрактов СКД, подобные тем, которые создаются в настоящее время, помогут снизить риски контрагентов и придадут особое значение сбору информации.

Совершенствование трансграничной координации

Порядок надзора за финансовыми компаниями, имеющими общемировое и региональное значение, не позволил обеспечить бесперебойное управление системными и глобальными рисками, связанными с настоящим кризисом. Вина за это лежит не только на органах регулирования. Банкротство международного инвестиционного банка Lehman Brothers, неплатежеспособность трех исландских банков и обвал котировок международного страхового гиганта AIG — все это примеры ненадлежащей координации, которые нанесли ущерб доверию и функционированию финансовых рынков. Сложности, сопряженные с сохранением национальных интересов, как и прочие структурные, политические, культурные и правовые ограничения, препятствовали действенному надзору за финансовыми группами.

Директивные органы и политики в странах, где ведут свои операции финансовые конгломераты, сегодня должны действовать сообща, с тем чтобы устранить несоответствия в национальных правовых системах, ставшие очевидными в ходе недавних банковских крахов. Важно по ряду фундаментальных аспектов обеспечить сопоставимость правовых систем регулирования неплатежеспособности банков, как в странах происхождения, так и в принимающих странах. Например, представляется целесообразным иметь согласованные критерии осуществления процедур несостоятельности при наличии одобрения органами регулирования страны происхождения или соответствующими органами надзора в тех странах, где учреждение осуществляет свою деятельность. Согласованный набор руководящих указаний в отношении начала санации банков, включая иницирующие факторы, временные рамки и процедуры, позволит сохранить франшизную стоимость фирмы. Системы защиты вкладчиков и инвесторов должны предотвратить дестабилизирующий переток депозитов из одной юрисдикции в другую в периоды неопределенности. Наконец, механизм, основанный на определенных объективных критериях, таких как пропорциональный размер и качество активов в разных странах, должен обеспечивать справедливое распределение убытков, так чтобы юрисдикции с более эффективным надзором несли меньшее бремя затрат. Такие механизмы могут также приводить к сокращению операций фирмы за рубежом, если страна происхождения не располагает возможностями для участия в затратах по санации.

Во время кризиса трансграничные информационные потоки и сотрудничество между органами регулирования были несогласованными, что иногда препятствовало решению проблем. Сведения о степени подверженности трансграничному риску были неполными, а системные связи между финансовыми учреждениями недооценивались. Органы регулирования и надзора должны решить, какую информацию важно собирать и распространять, с учетом ее значения для системной стабильности.

Существует несколько способов укрепления сотрудничества между юрисдикциями. Например, наблюдение за фирмой может осуществлять надзорная коллегия из стран, в которых данная фирма ведет свои операции. Руководитель такой коллегии, главный инспектор (обычно из той страны, где находится домициль банка), отвечает за формирование четкого представления о концентрации риска в рамках фирмы, а также о ее основных сильных и слабых сторонах. Разрешенные виды деятельности фирмы будут определяться главным инспектором и другими компетентными инспекторами. Коллегия будет анализировать деятельность фирмы и, по мере необходимости, направлять специальные запросы о предоставлении информации. В целом, сведение к минимуму системного риска как прямо выраженная цель финансового надзора поможет согласовать различные аспекты регулирования глобальных и национальных финансовых фирм.

Фрагментированный характер некоторых форм национального регулирования также требует дополнительной координации и сотрудничества. В случае нескольких органов надзора на национальном уровне можно принять подход, подобный международной надзорной коллегии. Способность национальных органов регулирования более эффективно смягчать системный риск зависит не от институциональной структуры (то есть не от того, находятся ли они в рамках одного или нескольких учреждений, внутри или вне центрального банка), а от тесного сотрудничества и координации между ответственными органами регулирования.

Предоставление рынкам ликвидности

Кризис породил множество способов предоставления рынкам ликвидности. Центральные банки увеличили число контрагентов, расширили перечень видов приемлемого залогового обеспечения и продлили сроки погашения займов на поддержание ликвидности. В некоторых случаях были введены новые механизмы. Но хотя эти меры помогли удовлетворить возросший спрос на ликвидность, им не удалось поддержать функционирование рынков отчасти потому, что они не устранили неуверенность в отношении контрагентов, господствующую на финансовых рынках. Способность центральных банков использовать процентные ставки для управления процессом посредничества усложнилась. Центральным банкам следует проанализировать, на какие рыночные ставки они могут оказывать влияние, учитывая характер преобразования этих ставок в процентные ставки по займам, уплачиваемые конечными пользователями. В странах с формирующимся рынком центральным банкам также приходится решать, как предоставить необходимую ликвидность, не вызвав при этом бегство капитала.

Механизмы передачи воздействия денежно-кредитной политики были менее надежными, поэтому центральным банкам следует уделить внимание выяснению того, как они могут напрямую поддерживать посредничество в период корректировки банковских балансов. Такие операции, как обмен активами с целью временного освобождения балансов банков, с тем чтобы дать им возможность предоставлять другие займы, могут обеспечить прямую поддержку рынка. Квазифискальные меры, например, использование баланса центрального банка для кредитования конкретных заемщиков, помогают поддерживать функционирование кредитных рынков, но могут иметь

разрушительные последствия в случае применения их в течение продолжительных периодов времени. В частности, они могут привести к большей расплывчатости сигнального аспекта ставки интервенций центрального банка, исключить непривлекательных заемщиков (потенциально вытесняя предназначенные для них средства) и настолько увеличить валюту баланса центрального банка, что это может угрожать его репутации эффективно управляемого учреждения.

Наиболее важно, чтобы новые методы, применяемые для предоставления экстренного финансирования на поддержание ликвидности и для обеспечения посредничества нуждающимся заемщикам, включали определенные представления о том, каким образом отказаться от этих методов по мере нормализации условий. Сроки отказа от этих методов должны быть скоординированы, чтобы не допустить резких колебаний ликвидности и кредита. Стратегии выхода со стимулами, которые постепенно отучают участников рынка обращаться к центральным банкам, возвращая их к обычным поставщикам ликвидности, с наименьшей вероятностью повлекут за собой такие резкие изменения. Например, центральные банки могут постепенно менять порядок бухгалтерских проводок, чтобы снизить привлекательность отражения в учете более рискованного залогового обеспечения. Аналогичную цель будет преследовать и корректировка процентных ставок по инструментам центрального банка, с тем чтобы повысить стимулы к использованию рыночных каналов.

Будущее регулирования

Дискуссии о пересмотре системы регулирования в целях предотвращения будущих кризисов ведутся на многих международных форумах. Подчеркивая настоятельную потребность в изменении норм регулирования, важно также иметь в виду необходимость укреплять способность и готовность органов надзора обеспечивать своевременное и надежное соблюдение этих норм. Любой пересмотр нормативов будет безрезультатным, если не будет усовершенствована система принудительного исполнения, а это, в свою очередь, потребует обеспечить операционную независимость органов надзора и наличие у них достаточного объема ресурсов.

Для изменения норм регулирования потребуется время, но существует мощный импульс к продвижению в обсуждавшихся выше направлениях. Чем раньше рынки смогут понять направленность новых нормативов, тем раньше инвесторы смогут проанализировать новые условия. Поскольку многие инвесторы опасаются жестких реформ в области регулирования, они не торопятся размещать свои средства в различных учреждениях и на финансовых рынках. Неопределенная ситуация в сфере регулирования затрудняет оценку того, какие направления коммерческой деятельности будут продуктивными, а каким можно позволить прекратить свое существование. Поэтому движение к обеспечению согласованности норм регулирования в ряде областей как за рубежом, так и в рамках национальных юрисдикций, может помочь восстановить столь остро необходимую определенность в финансовой системе. ■

Лаура Кодрес — начальник отдела, а Адития Нарейн — заместитель начальника отдела Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.

В основу настоящей статьи положен документ «Уроки финансового кризиса для будущего регулирования финансовых учреждений и рынков и для управления ликвидностью» (“Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management”), подготовленный Департаментом денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ. В группу основных авторов входят также Луис Кортесваррия-Чекли, Саймон Фрэй, Берри Джонстон и Иан Тауэр. Статью «Уроки» и работы, на которые она опирается, а также полный перечень участвовавших авторов можно найти по адресу: www.imf.org/fandd.