

# Защита СИСТЕМЫ В ЦЕЛОМ

**Недостаточно поддерживать устойчивость отдельных финансовых организаций. Для защиты финансовой системы необходим более общий макропруденциальный подход.**

*Луис И. Хакоме и Эрленд У. Нир*

**П**РАВИТЕЛЬСТВА давно стремились регулировать деятельность финансовых организаций, чтобы обеспечить их безопасность, надежность и способность выполнять обязательства — особенно таких организаций, как коммерческие банки, которые привлекают средства широкой общественности. Но глобальный кризис показал, что традиционного регулирования, которое часто называют микропруденциальным, недостаточно для того, чтобы гарантировать прочность финансовой системы в целом.

Традиционное регулирование обычно не строго подходит к таким организациям, как инвестиционные банки, которые действуют главным образом на оптовых рынках, где потенциальные убытки «розничных» вкладчиков невелики. Кроме того, микропруденциальная политика воспринимает стабильность финансовой системы как сумму отдельных прочных организаций. Она не принимает во внимание, что осмотрительное с точки зрения одной организации поведение может вызвать общие проблемы, когда все организации ведут себя аналогичным образом — будь то продажа сомнительных активов, ужесточение стандартов кредитования или придерживание наличных средств. Микропруденциальное регулирование также обычно не признает того, что организации могут создавать угрозу и другим финансовым организациям, и рынкам, на которых многие крупные финансовые компании привлекают и размещают средства.

## Расширенный подход

Поскольку все чаще признается, что традиционное регулирование допустило бесконтрольное усиление факторов бюджетной и финансовой уязвимости, способствуя глобальному финансовому кризису, официальные органы во многих странах готовы рассмотреть более системный подход к финансовому регулированию. Этот комплексный подход называется макропруденциальной политикой.

Макропруденциальная политика не стремится заменить традиционное регулирование финансовых организаций, таких как коммерческие банки, которые необходимы для благополучия системы. Вместо этого она добавляет и дополняет микропруденциальную политику. Она часто пользуется традиционными инструментами регулирования и опирается на традиционные органы регулирования для реализации и обеспечения его соблюдения, но применяет эти инструменты для противостояния нарастающим рискам в финансовой системе. Такой развивающийся подход может потребовать нового вида режима регулирования для отслеживания в финансовой системе признаков нарастающей угрозы для стабильности и принятия официальными органами мер для борьбы с этими угрозами.

Понятие макропруденциального подхода — не новинка (Crockett, 2000), но только после мирового финансового кризиса директивные органы полностью осознали вероятность и издержки системного сбоя на современных финансовых рынках и необходимость в контроле системного риска. В результате этот подход все еще находится на стадии развития (FSB/IMF/BIS, 2011).



## Охват макропруденциальной политики

Макропруденциальная политика призвана выявлять и смягчать риски для системной стабильности, снижая, в свою очередь, издержки экономики при сбоях в предоставлении финансовых услуг, лежащих в основе работы финансовых рынков (таких как предоставление кредита, а также услуги страхования и платежно-расчетные услуги (FSB/IMF/BIS, 2009; IMF 2011a).

Примером таких сбоев служит сокращение кредита, при котором убытки, понесенные банками и другими кредиторами, приводят к уменьшению кредитования домашних хозяйств и фирм, что, в свою очередь, снижает общую экономическую активность.

Такие сбои может вызывать общая, или агрегированная, слабость финансового сектора или банкротство так называемых системных отдельных организаций, крупных и имеющих финансовые связи со многими другими организациями.

**Общая слабость возникает, когда финансовый сектор в целом идет на один и те же риски в чрезмерном объеме** — будь то кредитный (заемщики не погасят свои долги), рыночный риск (снизится стоимость залогового обеспечения) или риск ликвидности (активы окажется нелегко продать или рефинансировать долги). Например, в преддверии недавнего кризиса, как в США, так и в других регионах кредит все более увязывался со стоимостью залога в виде недвижимости. После обвала рынка жилья кредиторы оказались подвержены как рыночному, поскольку снизилась стоимость недвижимости, так и кредитному риску из-за ограничения способности заемщиков вернуть свои займы. Кроме того, в ряде стран кредиторы все чаще занимали средства, которые они предоставляли в кредит, на оптовых рынках (например, в взаимных фондах денежного рынка), в меньшей степени полагаясь на традиционные депозиты клиентов. Когда ресурсы этих рынков иссякли (особенно после банкротства Lehman Brothers в 2008 году), такие кредиторы столкнулись с рисками ликвидности, потому что не могли рефинансировать задолженность с наступавшим сроком погашения (Merrouche and Nier, 2010).

Если у финансовых организаций имеются общие открытые позиции по этим источникам риска или они связаны между финансовыми организациями, многие или все финансовые посредники (такие как банки и другие кредиторы), вероятно, окажутся под давлением, поскольку стоимость активов снизится и повышается стоимость замены ссужаемых средств (обязательств). Это отрицательно влияет на способность системы предоставлять экономике основные финансовые услуги, включая кредитные и платежные.

**Банкротство отдельного учреждения может создать системный риск, когда оно ограничивает возможности других организаций продолжать предоставление финансовых услуг экономике.** Обычно только крупные организации, тесно связанные со многими другими организациями, могут вызвать такие вторичные эффекты, что их банкротство угрожает системной стабильности. Эти вторичные эффекты могут распространяться по одному или нескольким каналам цепной реакции:

- прямые связи других финансовых организаций с пострадавшей организацией;
- срочная распродажа активов пострадавшей организацией, которая ведет к снижению стоимости всех аналогичных активов, вынуждая другие организации нести убытки по принадлежащим им активам;
- опора других финансовых организаций на продолжение предоставления пострадавшей организацией таких финансовых услуг, как кредит, страхование и платежные услуги;
- рост стоимости финансирования и массовое изъятие вкладов из других организаций после банкротства организации системного значения (Nier, 2011).

Например, банкротство Lehman Brothers в 2008 году привело не только к прямым потерям в других финансовых организациях,

но и к резкому росту расходов на финансирование для всех финансовых организаций, поскольку поставщики финансирования не были уверены в том, какие учреждения понесли потери, вызванные крахом Lehman Brothers, и в результате они настоятельно относились к кредитованию любого учреждения.

Для того чтобы позволить макропруденциальной политике снизить ожидаемые издержки общей слабости и перебоев, вызванных банкротством отдельных системно значимых организаций, в ее компетенцию необходимо включить два вида фирм — системно значимые организации и всех кредиторов с леввериджем (использующих для кредитования заемные средства).

К системно значимым организациям относятся не только крупные банки, но и организации, предоставляющие важнейшие платежные услуги и услуги страхования другим финансовым организациям. Например, American International Group (AIG) по существу предоставляла страхование другим финансовым организациям в виде защиты стоимости принадлежавших этим учреждениям ценных бумаг, связанных с ипотекой. Если бы был допущен крах AIG, исчезла бы эта страховая защита, подвергнув другие организации крупным потерям.

Все кредиторы, использующие для кредитования заемные средства, независимо от размеров, включены в круг ведения макропруденциальной политики, поскольку их коллективная слабость может повлиять на кредитование экономики в целом (Nier, 2011). Несмотря на то, что банки почти всегда являются самыми крупными кредиторами с леввериджем, в некоторых юрисдикциях на важные категории кредиторов, не являющихся банками, также должен распространяться охват макропруденциальной политики. В противном случае существует риск того, что кредитование перейдет из банков в небанковские учреждения, операции которых ограничиваются в меньшей степени.

## Политика на практике

Макропруденциальная политика должна использовать целый ряд инструментов для преодоления общей слабости и банкротств отдельных фирм. Поскольку один отдельно взятый инструмент вряд ли будет в состоянии охватить различные источники системного риска, орган макропруденциального регулирования должен быть в состоянии адаптировать конкретные макропруденциальные инструменты к конкретным факторам уязвимости, выявленным его анализом (Lim and others, 2011).

Ряд инструментов разрабатывается или недавно использовался для ограничения накопления совокупных рисков с течением времени. Важным инструментом является *динамичный буфер капитала*. Органы регулирования давно требовали, чтобы финансовые организации имели определенную сумму капитала (обычно акционерного капитала и нераспределенной прибыли), позволяющую им покрыть (или смягчить) потери по кредитам или ценным бумагам. Динамичный буфер — предположенный международной группой специалистов по регулированию, собирающейся в Базеле, Швейцария, — приводит к требованию со стороны макропруденциальных органов к финансовым организациям наращивать их капитал при наличии признаков необычно быстрого роста кредита или резкого роста цен на активы, вызванного кредитом. Накопление буфера капитала имеет двоякое воздействие. Поскольку кредиторам приходится привлекать более дорогостоящие собственные средства, стоимость кредита должна возрасти, а его рост — замедлиться. В то же время буфер должен укрепить устойчивость системы, позволяя ей лучше нести любые убытки, когда бум сменяется спадом, что, в свою очередь, уменьшает вероятность дорогостоящего сокращения кредита.

Динамичный, или контрциклический, буфер капитала является лишь одним из инструментов в распоряжении макропруденциальных органов для смягчения конкретных факторов уязвимости. Многие из этих инструментов уже использовались в прошлом (особенно в экономиках с формирующимся

рынком) для предотвращения циклов подъема и спада и включают инструменты для борьбы с взаимодействием рыночных рисков и кредитных рисков — такие как максимальные нормативы отношения суммы кредита к стоимости обеспечения по ипотечным жилищным кредитам — и нарастанием рисков нехватки ликвидности по мере резкого роста кредита — такие как меры для ограничения чрезмерной опоры на нестабильное оптовое финансирование:

- *Вариации отраслевых весов с учетом риска.* Призванные быть менее грубыми, чем динамичные буферы капитала, они заставляют организации добавлять капитал для покрытия новых кредитов в секторах, в которых накапливаются чрезмерные риски. Например, Турция недавно повысила нормативы для новых кредитов домашним хозяйствам, чтобы сдерживать высокие темпы роста кредита в этом сегменте.

## Макропруденциальная политика должна использовать целый ряд инструментов для преодоления общей слабости и банкротств отдельных фирм.

- *Динамичные резервы.* Они заставляют банки откладывать деньги в благоприятное время, чтобы покрывать потери по ссудам, когда убытки по кредитам относительно низки, так что усиливается готовность балансов банков к покрытию убытков, накапливающихся во время спадов. Режим динамичных резервов был введен в Испании в 2000 году и позднее в Колумбии, Перу, Уругвае и Чили).

- *Отношение суммы кредита к стоимости обеспечения.* Максимальные значения отношения суммы кредита к стоимости обеспечения все чаще применяются для уменьшения системного риска в эпизоды бума и спада на рынках недвижимости. Ограничив размеры кредита суммой, значительно уступающей стоимости имущества, отношения суммы кредита к стоимости обеспечения помогают ограничить долю заемных средств домашних хозяйств. Они могут также сдерживать рост цен на жилье и снизить вероятность того, что домохозяйства с отрицательной разностью между стоимостью обеспечения и задолженностью будут вынуждены пойти на дефолт по своим долгам при изменении фазы цикла жилья (IMF, 2011b). Они часто дополняются отношениями задолженности к доходу, которые стремятся ограничить часть доходов домашних хозяйств, расходующую на обслуживание долга.

- *Меры в отношении кредитования в иностранной валюте.* Если заемщики получают кредиты в иностранной валюте, их способность вернуть долг может в значительной степени измениться, если стоимость иностранной валюты возрастет и они не будут защищены от таких колебаний. Угроза повышения стоимости иностранной валюты усиливает кредитный риск для кредиторов, поскольку погашение долга становится дороже для заемщиков. Макропруденциальные меры для снижения этих рисков включают портфельные ограничения на кредиты в иностранной валюте и другие целевые ограничения, например, требования об увеличении капитала и более жесткие лимиты отношения кредита к стоимости обеспечения и задолженности к доходу по валютным кредитам — недавно принятый подход в ряде стран в странах Центральной и Восточной Европы с формирующимся рынком.

- *Требования к ликвидности.* При легком доступе к финансированию увеличение обязательных буферов ликвидных акти-

вов (которые легко быстро обратить в наличные деньги) предоставляет денежные резервы, которые можно использовать в том случае, если иссякнет финансирование. Такое меняющееся по времени повышение требования к ликвидности также может сдерживать экспансию под влиянием краткосрочного и нестабильного оптового финансирования и ослабить опасную зависимость от такого финансирования. Такие меры недавно ввели Новая Зеландия и Корея.

Официальные органы также должны быть в состоянии уменьшить риск банкротства отдельных системных финансовых организаций. Большинство инструментов, которые обсуждаются в настоящее время в этом контексте, призваны уменьшить вероятность несостоятельности слишком важных организаций, чтобы позволить им обанкротиться. Совет по финансовой стабильности, международный орган регулирования, созданный в 2009 году, недавно объявил, что ряд финансовых организаций, важных для мировой экономики, — в основном, банков и крупных инвестиционных банков, работающих во всем мире, — должны будут выполнять дополнительные требования в отношении минимального размера капитала на суммы, связанные с уровнем риска, которому эти организации подвергают мировую финансовую систему. Несмотря на то, что эти дополнительные требования в отношении минимального размера капитала помогут сдерживать рост таких организаций и лучше подготовят их к покрытию убытков, также полезными были бы дополнительные инструменты для смягчения последствий банкротства отдельных системно значимых организаций. Например, представляются вескими аргументы в пользу того, чтобы требовать от организаций увеличения капитала на фактический риск, связанный с крупными системно значимыми организациями, поскольку через эти открытые позиции передается воздействие банкротства крупной организации. Требование большей прозрачности открытых позиций, включая между финансовыми организациями на рынках производных инструментов, является еще одним потенциально действенным средством смягчения неопределенности и, в свою очередь, влияния банкротства отдельных системных финансовых организаций на рынок в целом. Именно такая неопределенность способствовала замораживанию финансовых рынков после краха Lehman.

### Действенная макропруденциальная политика

Поскольку макропруденциальная политика находится на начальной стадии реализации, она должна решить три важных задачи, прежде чем сможет стать действенной:

- построение — или совершенствование — ее институциональных основ;
- разработка аналитической основы для результативного мониторинга и оценки системных рисков для направления ответственных мер политики;
- налаживание международного сотрудничества.

**Институциональные основы.** В то время как разработка институциональных основ макропруденциальной политики должна учитывать особые условия стран и различия в институциональных начальных условиях, некоторые общие цели, вероятно, будут актуальны для всех стран. Механизмы должны способствовать эффективному выявлению потенциальных рисков; предоставлять мощные стимулы к принятию своевременных и эффективных мер по борьбе с этими рисками; и способствовать координации мер политики, влияющих на системный риск (Nier and others, 2011).

Для достижения этих целей система должна избегать сложных и чрезмерно фрагментированных структур. При многочисленных действующих лицах институциональная разрозненность и соперничество могут препятствовать выявлению рисков и уменьшению системного риска, снижая эффективность макропруденциальной политики. Кроме того, для создания сильных

стимулов к действию, система должна указать ведущий орган, наделенный четким мандатом и соответствующими полномочиями, чтобы он нес ответственность за достижение своих целей.

Независимый центральный банк должен играть важную роль во всех механизмах. Центральные банки не только располагают опытом оценки рисков, как кредиторы последней инстанции организаций, столкнувшихся с проблемами ликвидности, у центральных банков есть стимулы к своевременному принятию мер по сокращению наращивания рисков. Кроме того, важная роль центрального банка позволяет наладить координацию с денежно-кредитной политикой, задающую общие условия, влияющие на спрос на кредит и его предложение. Участие правительства полезно для обеспечения поддержки налоговой политики для содействия изменениям в законодательстве, которые могут потребоваться для того, чтобы позволить официальным органам уменьшить системный риск, такие как создание органа регулирования небанковских кредитных организаций и других системно значимых организаций. Однако ввиду политического характера правительства, важная его роль может создать риск, поскольку у правительств есть стимулы к противостоянию принятию макропруденциальных мер в благоприятное время, когда они чаще всего необходимы.

**Измерение системного риска.** Как создать аналитическую основу, которая эффективно и заблаговременно выявляет системные риски и поощряет принятие макропруденциальным органом своевременных и надлежащих мер — это тоже важный вопрос. Предпринимались попытки разработать единый показатель общего системного риска, который мог бы приводить в действие макропруденциальные инструменты. Но при всей привлекательности такой статистики — поскольку ее было бы просто объяснить и использовать для оценки эффективности мер политики — до сих пор найти такой показатель не удалось.

Вместо этого директивные органы склоняются к использованию набора показателей (IMF, 2011c). Этот подход признает, что системный риск не ограничивается одним аспектом. Дополнительная информация также помогает директивным органам определить, какой инструмент или сочетание инструментов наиболее действенно решили бы потенциальные проблемы. Например, для измерения совокупного риска макропруденциальный орган должен следить за общим кредитным риском, риском ликвидности и рыночным риском, а также за любыми концентрациями этих рисков в определенном секторе, таком как жилищный или потребительский кредит. Затем он должен провести анализ этих рисков, чтобы принять решение о наиболее действенном инструменте политики для их преодоления.

**Международный аспект.** Поскольку национальные финансовые системы во всем мире взаимосвязаны и предоставление финансовых услуг выходит за границы стран, страны должны координировать макропруденциальную политику. Необходимость в международной координации вызвана тем, что бум кредита и формирование вздутых цен на активы может питать кредит, предоставленный из-за границы. Координация также ограничивает возможности системно значимых в международном плане организаций по переводу деятельности в менее ограничительные юрисдикции, противопоставляющих, таким образом, одну страну другой.

Координации могут способствовать общие инструменты и международные соглашения о «взаимном» использовании таких инструментов. Хорошим примером служит динамичный буфер капитала, созданный под эгидой Совета по финансовой стабильности. Но что случится, когда страны обнаружат, что им необходимо использовать инструменты, по которым нет стандартов взаимности? Это неясно и должно стоять в центре международных переговоров по мере эволюции глобальной финансовой системы.

## Не панацея

Даже самая лучшая макропруденциальная политика не в состоянии предотвратить все финансовые кризисы. Это значит, что необходим надежный и гибкий кредитор последней инстанции — обычно центральный банк — для сглаживания временных дефицитов ликвидности и заслуживающие доверия меры политики для применения мер воздействия к несостоятельным финансовым организациям или их закрытия. Кроме того, макропруденциальная политика не действует в вакууме. Разумная денежно-кредитная политика, налоговая политика и политика расходов необходимы для создания устойчивых условий, способствующих развитию здоровой финансовой системы. Наконец, директивным органам следует учитывать, что макропруденциальная политика, как и любая государственная политика, связана с затратами, и возможны компромиссы между стабильностью и эффективностью финансовых систем. Например, требуя от финансовых организаций поддерживать высокий уровень капитала и ликвидности, директивные органы могут укреплять стабильность системы, но при этом принимать меры, в результате которых подорожает кредит, что может замедлить экономический рост. Для балансирования выгод и затрат часто требуются трудные решения. ■

*Луис И. Хакоме — заместитель начальника отдела, а Эрленд Нир — старший эксперт по вопросам финансового сектора в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.*

### Литература:

- Crockett, Andrew, 2000, "Marrying the Micro- and Macro-prudential Dimensions of Financial Stability," remarks before the Eleventh International Conference of Banking Supervisors, September 20–21 (Basel).
- Financial Stability Board, International Monetary Fund, and Bank for International Settlements (FSB/IMF/BIS), 2009, "Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations," report to the G-20 finance ministers and central bank governors (Basel).
- , 2011, "Macroprudential Policy Tools and Frameworks," progress report to the G-20 (Basel: October).
- International Monetary Fund (IMF), 2011a, "Macroprudential Policy: An Organizing Framework," IMF Policy Paper (Washington).
- , 2011b, "Housing Finance and Financial Stability—Back to Basics?" Global Financial Stability Report, Chapter 3 (Washington: April).
- , 2011c, "Toward Operationalizing Macroprudential Policies: When to Act?" Global Financial Stability Report, Chapter 3 (Washington: September).
- Lim, Cheng Hoon, Francesco Columba, Alejo Costa, Piyabha Kongsamut, Akira Otani, Saiyid Mustafa, Torsten Wezel, and Xiaoyong Wu, 2011, "Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences," IMF Working Paper 11/238 (Washington: International Monetary Fund).
- Merrouche, Ouarda, and Erlend W. Nier, 2010, "What Caused the Global Financial Crisis? Evidence on the Drivers of Financial Imbalances 1999–2007," IMF Working Paper 10/265 (Washington: International Monetary Fund).
- Nier, Erlend W., 2011, "Macroprudential Policy—Taxonomy and Challenges," National Institute Economic Review, Vol. 216, No. 1, pp. R1–R15.
- , Jacek Osiriński, Luis I. Jácome, and Pamela Madrid, 2011, "Institutional Models for Macroprudential Policy," IMF Staff Discussion Note 11/18 (Washington: International Monetary Fund).