



КАК НАЛАДИТЬ СИСТЕМУ

После бурного всплеска усилий по реформированию финансового регулирования, которое, по мнению многих, способствовало глобальному финансовому кризису, темпы этой работы замедлились

*Лаура Кодрес
и Адития Нарейн*

СЛАБОЕ финансовое регулирование в странах с развитой экономикой — плохо разработанное, непрактичное и непоследовательное по отношению к разным организациям и сегментам рынка, не говоря уже о разных странах, — внесло большой вклад в самый тяжелый мировой экономический кризис со времен Великой депрессии.

Регулирование также считалось слишком мягким, официальные органы чрезмерно шли навстречу частному сектору, чтобы сократить дорогостоящее соблюдение правил. Поэтому неудивительно, что начиная с 2009 года повестка дня экономической политики лидеров Группы 20-ти стран с развитой экономикой и стран с формирующимся рынком сосредоточилась на реформе финансового регулирования, призванной содействовать преодолению системного риска и эффектов второго порядка для организаций, стран и реальной экономики, выявленных кризисом.

После 2009 года произошли значительные изменения в результате давления на международный Совет финансовой стабильности с требованием улучшить координацию мирового финансового регулирования, а также перестроить регулирование в США и Европе.

Но через пять лет после появления первых признаков кризиса на ипотечном рынке США

создается впечатление, что первый всплеск реформы регулирования замедлился, отчасти по причине усталости сторонников реформ и растущего безразличия населения, которое больше интересуется экономические последствия вялого роста и высокого уровня безработицы, чем финансовое регулирование. Глобальная финансовая отрасль также оказывала сопротивление, заняв сторону исследований, в которых подчеркивались издержки чрезмерного регулирования и риски непреднамеренных последствий изменения нормативных требований. Финансовые организации осаждают национальные официальные органы, беспокоясь о воздействии на страну мер, принятых другими странами. Директивные органы озадачены отступлением от преимуществ финансовой глобализации, в некоторых случаях в результате расхождений между странами в реализации программы реформ. В свете этого в настоящей статье рассматриваются достигнутые успехи и проблемы, требующие решения.

Прогресс

Многое уже достигнуто. Непосредственный интерес лидеров Группы 20-ти к финансовой реформе во время этого кризиса создал беспрецедентный стимул к реформе регулирования. Международную архитектуру укрепили

Совет финансовой стабильности, наделенный полномочиями по координации ответных мер органов регулирования во всем мире. Правила игры переписаны настолько основательно, что текущую реформу можно назвать «ререгулированием».

Важным достижением стало соглашение «Базель-III» о повышении и качества, и размера капитала. Это соглашение также вводит согласованные на международном уровне требования к ликвидности (денежные средства и ценные бумаги, которые можно быстро и без труда обналчить). После введения этих требований в полном объеме в конце 2017 года буферные резервы банков увеличатся, чтобы они могли противостоять внезапным стрессам, подобным пережитым в 2008 году, когда межбанковское кредитование фактически прекратилось и стоимость финансирования резко возросла. Новый сбор с капитала для так называемых глобальных системно значимых финансовых организаций — находящаяся в стадии образования международная ответная мера на риски взаимосвязанности, то есть

рынках, вместо традиционных депозитов. (см. «Что такое денежные рынки?» в этом выпуске *Ф&Р*.)

Теневая система вносила значительный вклад как в предложение экзотических и рискованных секьюритизированных продуктов, так и в спрос на эти инструменты, вызвавшие финансовый обвал в США. При секьюритизации кредиты объединяются в «общий пул» (например, ипотечные кредиты, остатки по кредитным картам, кредиты на покупку автомобиля), служащий обеспечением ценных бумаг, продаваемых инвесторам. Выплаты основной суммы и процентов по кредитам используются для оплаты владельцев ценных бумаг — обычно в виде траншей, предоставляющих разным классам инвесторов различные уровни приоритетности при выплатах. Низкие процентные ставки вызвали у инвесторов интерес к этим ценным бумагам в силу их небольшой дополнительной доходности.

Меры регулирования, призванные повысить безопасность секьюритизации, устранили многие из ее выявленных недостат-

Финансовые организации осаждают национальные официальные органы, беспокоясь о воздействии на страну мер, принятых другими странами.

возможного воздействия одной организации на другие вследствие переплетения их связанных финансовых отношений и позиций.

Концепция в американском законе Додда-Франка, согласно которой банки, «слишком важные, чтобы позволить им обанкротиться», должны иметь планы на случай своего собственного краха, указывает на то, что к их внутренней сложности и связанным с этим вторичным эффектам взаимосвязанности относятся серьезно. Эти планы (своего рода заблаговременное распоряжение финансовой организации на случай ее кончины) призваны обеспечить способность обанкротившейся организации свернуть свои операции, не нарушая работу финансовой системы. Достигнуты также успехи в когда-то считавшейся последним рубежом области — международных стандартах основ урегулирования, — которые облегчат закрытие финансовых организаций, действующих в нескольких странах.

Эпицентр кризиса

Регулирование также непосредственно направлено на определенные виды деятельности, которые лежали в основе кризиса.

Так называемая теневая банковская система, в которой финансовые учреждения занимаются деятельностью, обычно связанной с банковской, но за пределами системы регулирования банков, в настоящее время находится в центре внимания при обзоре деятельности и организаций, на которые, возможно, должен распространиться охват регулирования, известный как периметр регулирования. Значительная часть операций, оказавшихся в эпицентре глобального кризиса, проводилась между теневой системой и более официальной банковской системой. В США взаимодействие брокеров-дилеров, спонсируемых банками специальных инвестиционных структур и кондуитов, взаимных фондов денежного рынка, хеджевых фондов и различных финансовых организаций, создало растущую системную несбалансированность между долгосрочными активами и краткосрочными обязательствами, которые их финансировали. У некоторых таких организаций возникла нездоровая зависимость от более краткосрочных финансовых инструментов, аналогичных депозитам, которые обращаются на денежных

ков. Например, первоначальные кредиторы теперь должны хранить большую часть продуктов (или иметь «ставку в игре»), что вынуждает их более тщательно рассматривать степень риска базового кредита. Новые международные правила бухгалтерского учета ограничивают возможности финансовых организаций хранить секьюритизированные активы в забалансовых структурах, когда к ним могут предъявляться претензии в случае недостаточности капитала. Закон Додда-Франка требует от первоначальных кредиторов большей прозрачности относительно активов, содержащихся в этих продуктах. Действующие в настоящее время нормативы в США и Европейском союзе требуют от агентств кредитного рейтинга уделять более пристальное внимание методам составления рейтинга продуктов.

Другие виды теневой банковской деятельности также рассматриваются Советом финансовой стабильности и другими органами для выяснения того, нет ли у них такого же потенциала левиреджа и других рисков, которые могут причинить вред финансовой системе.

«На расстоянии шага»

Даже банковские операции, не имевшие непосредственного отношения к кризису, например, торговля ценными бумагами для себя (не для клиентов) и спонсируемые банками хеджевые фонды, считаются чрезмерно рискованными для организаций, получающих государственную поддержку (то есть со стороны налогоплательщиков) в качестве подстраховки. Так называемое правило Волкера в США и доклад Викерса в Соединенном Королевстве выступают за отделение традиционных операций по обслуживанию клиентов — приема депозитов и предоставления кредитов — от более рискованной деятельности, в результате которой может возникнуть риск того, что банку понадобится поддержка налогоплательщиков. Большинство банков, к которым это относится, возражают, поскольку эти инициативы, при полной их реализации, вероятно, снизят прибыль акционеров.

В то время как большинство нормативов направлено на обеспечение жизнеспособности организаций, другие нормативы призваны устранить сбои на финансовом рынке в целом. К ним

относятся меры по переводу расчетов по контрактам, обращающимся на двусторонней внебиржевой основе, в центральные контрагенты (ЦКА). Когда расчеты по достаточной доле таких контрактов будут производиться в ЦКА, а не непосредственно между двумя сторонами сделки, риск уменьшится, поскольку центральный контрагент может производить взаимозачеты денежных потоков по множественным контрактам для покупателей и продавцов. Конечно, при появлении нескольких ЦКА (что и происходит) преимущества многостороннего сальдирования уменьшаются, и для обеспечения безопасности этого ключевого элемента финансовой инфраструктуры требуются дополнительные ресурсы.

Пользуется вниманием и рынок РЕПО, на котором организации продают принадлежащие им ценные бумаги, чтобы получить краткосрочные средства, обещая выкупить их обратно в ближайшем будущем. Если такие механизмы финансирования внезапно исчезнут или станут чрезмерно дорогостоящими, некоторые опирающиеся на них организации могут столкнуться с дефицитом необходимых денежных средств, который их ослабит. Сбор и опубликование информации о стоимости РЕПО (сокращении номинальной стоимости базового залога) и категориях отвечающего требованиям залога должны способствовать созданию прочной основы для работы рынка. Несмотря на пристальное внимание к рынку РЕПО, недавно созданным рабочим группам (таким как группа, координируемая Банком международных расчетов и Федеральным Резервным банком Нью-Йорка) не удалось продвинуть реформы вперед.

Достигнуты также успехи в преодолении системных рисков при помощи мер макропруденциальной политики, которые признают, что для гарантии надежности системы в целом недостаточно поддерживать устойчивость отдельных финансовых организаций. (см. «Защита системы в целом» в мартовском выпуске *Ф&Р* 2012 года.) В более целостных макропруденциальных подходах рассматриваются некоторые базовые явления, ведущие к усилению подъемов и спадов экономического цикла в результате использования кредита и леввериджа. Эти подходы также указывают на взаимосвязанность организаций и рынков, объясняя почему проблема одной организации или рынка может быстро повлиять на другие. К принимаемым на раннем этапе мерам по решению более системных проблем относится антициклический буферный резерв капитала в рамках системы «Базель III», который требует от организаций в хорошие времена увеличивать капитал, позволяющий им лучше справиться с плохими временами, и совсем недавно согласованный дополнительный сбор с капитала глобальных системно значимых финансовых организаций.

Что еще остается сделать

Несмотря на все размышления о том, что необходимо сделать, финиш еще не так близок. Так, некоторые области, такие как объединение трансатлантических стандартов бухгалтерского учета в один мировой стандарт, меняются медленно. Кроме того, через три года после принятия лидерами мира обязательства о реализации программы реформ, страны еще не приступили к реализации некоторых из ее основных элементов — таких как меры политики для преодоления системного риска ликвидности.

В некоторой степени это предусматривалось, поскольку реализация должна была идти поэтапно, чтобы смягчить воздействие на отрасль и экономику в целом. Тем не менее, задержка реализации означает, что мир все еще подвержен тем же рискам, которые «заморозили» финансовые рынки всего три года тому назад.

Кроме того, перед реформами стоит два основных препятствия — сопротивление тому, что было уже согласовано, и неудовлетворительная реализация.

Сопrotивление согласованным реформам вначале оказывала финансовая отрасль, по мере того как первая фаза кризиса пошла на спад, но теперь сопротивление оказывают и официальные органы некоторых стран, испытывающие трудности с медленным восстановлением экономики во второй фазе кризиса. Усовершенствованные требования к капиталу и ликвидности, принятые комитетом органов регулирования всего мира, — «Базель-III», — еще не вступили в силу, хотя некоторые незначительные усовершенствования были введены как «Базель-2,5». Тем не менее, на правила системы «Базель-III» возлагается ответственность за продолжающееся сокращение доли заемных средств (сброс активов) и замедление роста кредитов. Среди стран также начался поиск виноватых, утверждается, что некоторые из них занимаются конкурентной манипуляцией — например, не соблюдая согласованные сроки.

Результаты неудовлетворительной реализации проявляются в нескольких областях. Предоставлению средств, необходимых для укрепления надзора за надлежащим обеспечением соблюдения нормативов, уделяется мало внимания. Появляется регулятивный арбитраж — эксплуатация инвесторами разных цен на рынках, вытекающих из разницы в правилах или нормативах. Только сейчас стало уделяться внимание определению способов, при помощи которых можно укрепить надзорный потенциал вообще и его автономию, мандат, ресурсы, полномочия и методы, в частности, для обеспечения применения в равной мере к разным организациям, рынкам и странам. Тем не менее, маловероятно, что автономия надзора получит статус независимости центрального банка в ближайшее время, и органам надзора по-прежнему придется иметь дело и с лобби отрасли, и с давлением государства в их стремлении повлиять на стимулы для организаций, считающихся слишком важными, чтобы позволить им обанкротиться, — которые при этом не проявляют готовности к сокращению своих размеров или охвата.

Трудный путь

Несмотря на замедление работы по реформе системы регулирования, прогресс был достигнут. Сделано то, что в общем не требовало особых усилий, и предстоит более трудная работа по решению более сложных проблем. В списке предстоящих задач:

- определение и разработка инструментов для уменьшения системного риска — ее решение пока находится на ранних стадиях развития;
- укрепление способности официальных органов справляться с последствиями, если инструменты для предупреждения системных событий не сработают;
- создание основы финансового посредничества (перевод сбережений в инвестиции) для поддержки энергичного и стабильного экономического роста, без чрезмерно нормативного характера регулирования.

Сохраняющиеся финансовые затруднения в некоторых регионах мира, в частности в Европе, сдерживают прогресс, особенно из-за дополнительных проблем, влияющих на реформу режима регулирования, когда способность суверенного правительства поддерживать финансовую систему может оказаться под угрозой.

Тем не менее, нельзя терять набранные обороты, поскольку наиболее трудные вопросы, оставшиеся нерешенными, несомненно повлияют на будущую мировую финансовую стабильность. Необходима ясность в отношении конечной цели для укрепления уверенности в будущем — ее так не хватает на данном этапе. ■

Лаура Кодрес — заместитель директора, а Адития Нарейн — начальник отдела в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.