

С. Классенс, Л. Кодрес. Доклад МВФ «Финансовое регулирование: некоторые неусвоенные уроки глобального кризиса». Март 2014¹

Доклад Стийна Классенса и Лоры Кодрес «Финансовое регулирование: некоторые неусвоенные уроки глобального кризиса» посвящен анализу вызовов, с которыми сталкиваются реформы, направленные на укрепление стабильности и повышение эффективности глобальной финансовой системы. Основными из таких вызовов, по мнению авторов, являются отсутствие системного восприятия рисков, возникающих в финансовой системе, и адекватной политики, направленной на их преодоление. В значительной степени актуальность этих вызовов проявилась в период глобального экономического кризиса.

Помимо недостаточного внимания к проблеме системных рисков, низкая эффективность реформ по ряду направлений также обусловлена нехваткой у регуляторов аналитических инструментов и информации, способствующих их реализации, а также практических методов стимулирования реализации принимаемых ими решений экономическими агентами. При этом, как справедливо отмечают авторы, даже в случае устранения указанных проблем институциональные, политические и другие ограничения скорее всего не позволят избежать повторения кризисов в будущем. В этой связи особую важность приобретает задача разработки механизмов антикризисного управления как на национальном, так и на международном уровне.

Причины кризиса и реакция на них финансовых регуляторов

С целью выработки предложений по совершенствованию антикризисных реформ в финансовом секторе авторы кратко анализируют причины глобального кризиса и описывают основные меры, принятые для устранения его негативных последствий.

Причины кризиса, рассмотренные в докладе, относятся к двум группам: традиционные источники и новые факторы, характерные исключительно для последнего глобального кризиса.

К традиционным причинам кризиса авторы относят бурный рост рынка кредитования, а также резкий рост цен на активы, прежде всего жилье. Кроме того, к числу традиционных факторов можно отнести появление новых финансовых инструментов, доходность которых напрямую зависит от ситуации в экономике, а также либерализацию и дерегулирование финансовых рынков.

Среди основных причин недавнего мирового кризиса, характерных исключительно для него, авторы называют резкий рост объемов задолженности домохозяйств, в первую очередь по ипотечным кредитам, и возникшую затем неспособность выполнения ими своих финансовых обязательств. Еще одним немаловажным фактором стало наличие большого количества заемщиков различных типов, что способствовало трансформации кризиса ликвидности в кризис платежеспособности. Кроме того, в возникновении

¹ Claessens S., Kodres L. IMF Working Paper “The Regulatory Responses to the Global Financial Crisis: Some Uncomfortable Questions”. March 2014. WP/14/46.

глобального кризиса значительную роль сыграло усложнение финансовых инструментов и процессов, в том числе за счет секьюритизации, роста масштабов рынка деривативов и развития теневой банковской системы, что в итоге привело к невозможности справедливой оценки стоимости активов и четкого понимания распределения рисков в финансовой системе. Наконец, авторы доклада в качестве одной из новых причин кризиса выделяют усиливающуюся интеграцию финансовых рынков. Взаимосвязанность финансовых процессов в различных странах не только способствовала быстрому распространению кризисных явлений в глобальной экономике, но и затрудняла принятие регуляторами скоординированных мер по борьбе с ними.

Разумеется, список причин глобального кризиса не ограничивается перечисленными факторами, однако с учетом масштаба темы авторы доклада уделяют особое внимание именно аспектам проблемы, связанным с финансовыми рынками, в которых проявилось основное отличие последнего глобального экономического кризиса от предыдущих.

Нельзя не признать, что власти большинства стран мира, в первую очередь «Группы двадцати», осознали необходимость принятия срочных мер по борьбе с глобальным кризисом и согласовали широкий набор мер, направленных на повышение устойчивости как национальных, так и глобальной финансовой системы. Авторы выделяют ряд ключевых направлений реформ, осуществляемых при лидирующей роли Совета по финансовой стабильности, среди которых новые требования к капиталу и ликвидности Базель III; решение проблемы системно значимых финансовых институтов; снижение рисков секьюритизации; совершенствование компенсационных практик; гармонизация стандартов финансовой отчетности; реформирование рынка внебиржевых деривативов и улучшение механизмов сбора необходимой для принятия решений информации.

Направления повышения эффективности реализации реформ

Выработка дальнейших эффективных реформ финансового сектора осложняется политическими и техническими факторами, препятствующими переосмыслению текущего курса политики в этой сфере. Кроме того, необходимы различия в подходах к реформам с учетом особенностей отдельных стран. Тем не менее, как справедливо отмечают авторы, выработка новых реформ может быть облегчена за счет четкого определения набора принципов, которым они должны соответствовать. Авторы доклада выделяют три таких принципа: системный подход, включая устранение несовершенств рынка и внешних эффектов; совершенствование стимулов для сокращения рисков экономическими агентами; а также повышение качества информации, связанной с финансовой системой, и совершенствование методов ее анализа. В то же время авторы рекомендуют финансовым регуляторам учитывать возможность сохранения некоторых рисков в финансовой системе даже в случае полной реализации указанных принципов и, соответственно, готовиться к необходимости противодействия будущим кризисам.

Под системным подходом к анализу финансовой системы в докладе понимается учет многочисленных взаимосвязей между ее элементами, несовершенств рынка и экстерналий посредством обзоров финансовой стабильности, масштабных стресс-тестов и использования других подобных механизмов. Отдельно подчеркивается, что системный подход должен применяться не только при осуществлении надзора в финансовой системе, но и при разработке реформ.

Однако в настоящий момент, по мнению авторов, нормы регулирования в значительной степени имеют микропруденциальный характер. Такие нормы, направленные на снижение рисков в рамках отдельных финансовых институтов или сегментов рынка, могут одновременно повышать риски, с которыми сталкивается финансовая система в целом, в особенности в глобальном масштабе. Таким образом, снижение вероятности будущих кризисов возможно лишь при создании системы институтов, включая международные, ответственных за выработку норм макропруденциального регулирования и системный контроль за рисками.

Вторым важнейшим элементом предложенных авторами доклада подходов к снижению вероятности будущих кризисов является совершенствование стимулов для минимизации рисков, связанных с поведением экономических агентов. Несмотря на объективные трудности, обусловленные различием моделей поведения экономических агентов и влиянием на них различных факторов, в том числе неэкономических, наличие качественных стимулов позволяет достигнуть большей стабильности и справедливости глобальной финансовой системы. Авторы отмечают, что в настоящее время регуляторы уделяют недостаточное внимание инициативам и стимулам для таких участников финансовых процессов, как кредитно-рейтинговые агентства, аудиторские компании, клиринговые палаты, а также тематические СМИ. В результате, несмотря на возможности эффективного выявления и мониторинга рисков указанными агентами, они в редких случаях раскрывают получаемую информацию и предпринимают шаги по борьбе с ними. Авторы также указывают, что в случае недостаточных стимулов для участников финансовых рынков задача устранения рисков в финансовой системе в полной мере ложится на органы регулирования и надзора. Однако стимулы для эффективного выполнения функций этими институтами также недостаточны. Например, ошибки финансовых регуляторов и их неспособность спрогнозировать глобальный кризис не повлекли за собой значительного роста их издержек (за исключением некоторых случаев увольнения сотрудников). В то же время крайне редкими остаются факты поощрения экспертов, выявивших актуальные риски в финансовой системе. Таким образом, совершенствование инициатив по снижению рисков должно охватывать все без исключения элементы финансового рынка.

Авторы доклада подробно останавливаются на проблеме нехватки актуальной, достоверной и полной информации о процессах, происходящих в финансовой системе. Отмечается, что в случае принятия мер по совершенствованию механизмов сбора информации и осуществления надзора, часть рисков, в первую очередь связанных с новыми финансовыми продуктами и непредвиденным развитием событий, останется вне поля зрения регуляторов. Интересна мысль о том, что некоторые риски сохранятся вследствие их «приемлемости» для финансовой системы, поскольку полное устранение рисков может способствовать возникновению противоречий между целями финансовой стабильности и эффективности финансовой системы, а значит, и экономического роста. Однако контроль за развитием сохраняющихся рисков необходим. Таким образом, сохраняется актуальность антикризисного планирования и гибкого реагирования регулирующих и надзорных органов в случае неблагоприятного развития событий в мировой экономике.

В то же время отмечаемые авторами доклада принципы не позволяют в полной мере определять конкретные шаги по дальнейшему реформированию глобальной финансовой системы. Основной причиной этого является необходимость проведения детального анализа национальной специфики и соответствующая адаптация подходов к реформам. В этой связи авторы делают вывод о необходимости не только реализации

мер в соответствии с тремя предложенными ими направлениями снижения рисков в финансовой системе, но и создания механизмов регулярных консультаций и координации между регуляторами, в том числе на трансграничном уровне, учета позиций поставщиков и потребителей финансовых услуг и регулярной оценки норм регулирования с точки зрения их вклада в стабильность и развитие финансовой системы.

К основным препятствиям и противоречиям на пути снижения рисков в финансовой системе авторы доклада относят несогласованность мер по реформированию отдельных сегментов финансового рынка; отсутствие координации между регулируемыми органами в различных областях (например, при регулировании банковского сектора и рынка ценных бумаг); неправильный выбор графика реализации реформ (медленная реализация способствует повторному возникновению рисков, в то время как слишком быстрые реформы финансового сектора подрывают экономический рост); противоречия между целями защиты финансовой системы и повышения уровня конкуренции на глобальном рынке; а также чрезмерное регулирование отдельных элементов финансовой системы (прежде всего институтов и инструментов, рассматриваемых регуляторами в качестве основных причин кризиса), которое не способствует снижению рисков, а лишь трансформирует и перемещает их в рамках финансового рынка.

Некоторые варианты дальнейших реформ

С учетом трех основных принципов, которым должны соответствовать реформы финансового сектора, а также многочисленных ограничений, обусловленных страновыми особенностями и разнообразием инструментов финансового рынка, авторы доклада формулируют рекомендации, комплексная реализация которых, по их мнению, будет способствовать снижению рисков в глобальной финансовой системе.

Для выполнения принципа системности и комплексности реформ финансового сектора предлагается переместить акцент с инструментов микропруденциального регулирования на макропруденциальные меры. В частности, в рамках реализации стандартов Базель III осуществляются шаги как по снижению рисков процикличности (введение контрциклического буфера капитала), так и по борьбе с рисками, связанными с взаимозависимостью элементов финансового рынка (более высокие требования к капиталу для системно значимых институтов). Однако, как отмечают авторы, необходимы тщательное изучение и калибровка указанных реформ, а также анализ дополнительных мер макропруденциального регулирования. При этом на текущем этапе недостаточно понимания всей полноты последствий реализации таких реформ и их взаимосвязи с другими мерами, включая микропруденциальную, денежно-кредитную и монетарную политику, они должны дополняться инструментами оценки воздействия, например, стресс-тестами.

Следующий элемент системного подхода, предлагаемый авторами доклада, – снижение процикличности финансовых рынков за счет структурных преобразований. В частности, рекомендуется реформировать практики компенсационных выплат с целью снижения количества рискованных финансовых операций и формирования резервов на возможное покрытие убытков. Однако на текущем этапе, как отмечают авторы, этот подход сталкивается с рядом препятствий. Снижения процикличности также предлагается достичь за счет увеличения временных горизонтов при моделировании рисков; совершенствования бухгалтерских практик и методов учета справедливой стоимости активов; устранения элементов, повышающих процикличность, в рамках ранее согласованных реформ (в частности, ряд разработанных на ранних этапах кризиса

мер не соответствовал в полной мере концепции, согласно которой в период благоприятной экономической ситуации необходимо формировать резервы на покрытие потерь во время кризиса).

Третий элемент системного подхода в финансовом регулировании, в соответствии с подходом авторов доклада, — решение проблем, связанных с функционированием теневой банковской системы. Глобальный кризис выявил многочисленные проблемы, связанные с теневой банковской деятельностью. Авторы доклада рекомендуют обратить внимание на широко используемое определение теневого банкинга, данное СФС, которое не учитывает теневой деятельности традиционных банков. Кроме того, они отмечают, что теневой банкинг нельзя рассматривать как исключительно негативное явление, поскольку в условиях кризиса он может стать важным альтернативным источником финансовых ресурсов для экономики. При этом регулирование теневой банковской системы, как другие направления финансовой политики, сталкивается с рядом трудностей. Во-первых, неясно, в какой степени отдельные аспекты теневой банковской деятельности способствуют возникновению системных рисков. Во-вторых, предстоит определить, должна ли теневая банковская система регулироваться напрямую или косвенно, через введение ограничений для поддерживающих ее традиционных банков. Авторы доклада указывают на то, что эти важные вызовы не были в полной мере учтены СФС при выработке пяти основных направлений реформирования теневой банковской системы. В результате предложенные СФС подходы, в целом направленные на решение актуальных проблем, зачастую не способствуют снижению системных рисков, будучи не до конца проработанными.

Также системный подход должен использоваться при дальнейшем осуществлении реформ рынка внебиржевых деривативов. Авторы доклада отмечают различия в уровне реализации согласованных реформ в этой сфере между странами «Группы двадцати». Возникающий в результате регуляторный арбитраж способствует увеличению рисков в глобальной экономике. К другим задачам в области регулирования рынка внебиржевых производных инструментов, на решение которых в первую очередь должны быть направлены усилия регуляторов, авторы относят: повышение эффективности анализа выгод и издержек реализации реформ; развитие стимулов по осуществлению сделок со стандартизованными деривативами с участием центральных клиринговых контрагентов; расширение доступа регуляторов к информации, накапливаемой торговыми репозиториями.

Совершенствование инициатив по снижению рисков в финансовой системе авторы рекомендуют осуществлять по нескольким направлениям. В первую очередь необходимо стимулировать банковский сектор к выполнению определенных правил и стандартов. Соответствие повышенным требованиям к капиталу, которые являются действенным инструментом снижения суммарных рисков в финансовой системе, не всегда выгодно владельцам и руководителям банков, поэтому необходимость исполнения подобных норм должна быть закреплена законодательно. При этом, как показывает практика, протесты финансовых учреждений против введения новых требований к капиталу и ликвидности по причине ожидаемого негативного воздействия на реальный сектор экономики практически беспочвенны. Многие банки уже имеют капитал и буферы ликвидности выше устанавливаемых нормами уровней, а для остальных, как показывает пример ряда стран, даже в случае введения более строгих по сравнению с базовыми стандартами норм издержки будут минимальными. Тем не менее регуляторы должны учитывать потенциальные потери от быстрой реализации реформ и возможность перетока рисков в другие области банковского сектора.

Высокие расходы государств на поддержку системно значимых финансовых учреждений, как полагают авторы доклада, обуславливают необходимость разработки норм, препятствующих превращению институтов в «слишком большие, чтобы обанкротиться». Предпринимаемые в этом направлении меры в настоящий момент способствуют в большей степени снижению риска банкротств финансовых институтов. В то же время необходимы четкие механизмы, позволяющие оказать им финансовую помощь в случае необходимости (если угроза банкротства все же возникает) с наименьшими потерями для остальной финансовой системы и налогоплательщиков. Особую озабоченность в этой связи вызывает отсутствие согласованных универсальных инструментов финансовой поддержки крупных трансграничных институтов.

Важнейшим элементом экономической политики также должна стать выработка стимулов к эффективному осуществлению деятельности органами регулирования и надзора. В этой связи авторы доклада отмечают, во-первых, необходимость обеспечения достаточного уровня финансовой, юридической и организационной независимости регуляторов от частного сектора и законодательных органов. Во-вторых, посредством новых законов или практик саморегулирования необходимо обеспечить подотчетность и прозрачность деятельности таких институтов. В третьих, разработка регуляторами финансовых реформ должна осуществляться на основе консультаций с представителями заинтересованных сторон, которые могут быть объединены в рамках новых институтов. Также авторы рекомендуют рассмотреть возможность создания институтов, оценивающих выгоды использования новых финансовых инструментов перед началом их использования и изучающих причины тех или иных провалов на финансовом рынке. Авторами доклада отмечается растущая значимость эффективного международного сотрудничества органов регулирования и надзора, которое предлагается обеспечить за счет расширения состава соответствующих международных институтов. Также рекомендуется разработать механизм экономического обоснования проводимых реформ странами, которые по тем или иным причинам не в полной мере следуют установленным международным сообществом стандартам в сфере финансового регулирования.

Наконец, как отмечают авторы доклада, пристальное внимание следует уделить проблеме отсутствия стимулов для международной финансовой интеграции, благоприятствующей снижению рисков. Необходимо наладить координацию мер в отношении крупных транснациональных финансовых институтов в случае их банкротства и четко определить, в каком отношении должны нести соответствующие издержки отдельные страны. Кроме того, пока недостаточно эффективна координация по вопросам регулирования торговли ценными бумагами, выпуска долговых обязательств, рынка внебиржевых деривативов, раскрытия информации. Несмотря на отдельные успехи СФС в этом направлении, существующий в рамках института механизм принятия решений на основе консенсуса и отсутствие формальных инструментов принуждения к их исполнению ограничивают развитие эффективной финансовой интеграции. В то же время финансовый кризис не обеспечил достаточного спроса на создание международного института, обладающего полномочиями по принуждению к исполнению собственных решений.

Последний из выделяемых авторами принципов снижения рисков в финансовой системе – улучшение качества и доступности информации. При этом обязательным условием является возможность эффективного использования раскрываемой финансовыми институтами информации органами, принимающими решения. Прежде всего, как полагают авторы, следует повысить качество информации о стоимости финансовых услуг, рисках в теневой банковской системе и на рынке деривативов, масштабах

использования новых инструментов и международных потоках капитала. Также рекомендуется разрабатывать новые индикаторы и инструменты прогнозирования финансовых рисков, повышать качество и увеличивать масштабы стресс-тестов, использовать альтернативные и нетрадиционные источники финансовой информации.

Однако любую информацию следует использовать с осторожностью, понимая, что быстрое развитие финансовых рынков способствует новому росту неопределенности, в результате чего могут возникать непредвиденные негативные последствия регулирования.

Даже в том случае, если реформы финансового регулирования будут осуществляться в полном соответствии с предложенными авторами доклада идеями, вероятность возникновения кризисов в будущем сохранится. Основные рекомендации для финансовых властей в таком случае – обеспечить механизмы оперативной реструктуризации долгов и решения других проблем, возникающих в финансовой системе, а также поддерживать достаточный уровень резервных ресурсов для обеспечения эффективной реакции на непредвиденные финансовые шоки.

В заключение авторы доклада отмечают, что спустя несколько лет после пика кризиса многие из предложенных реформ финансовой системы реализованы не полностью, а их эффективность зачастую ограничена противоречивостью и непредвиденными негативными последствиями реализации. Для того чтобы максимально снизить риски, возникающие в финансовой системе, необходимо реализовать три предложенных в докладе принципа: системный подход, совершенствование стимулов и повышение качества и доступности информации. Это поможет сосредоточить финансовое регулирование не только на источниках хорошо известных рисков, комплексные меры в отношении которых уже согласованы, в том числе на международном уровне, но и на новых вызовах, конкретной информации по которым пока накоплено недостаточно, а осуществление регулирования в соответствующих сферах сталкивается с неопределенностью, институциональными и политическими препятствиями.

А.В. Шелепов,
м.н.с. Центра исследований глобального
управления ИМОМС НИУ ВШЭ;
E-mail: ashelepov@hse.ru