

Предотвращение будущих кризисов

Приоритетные задачи реформы системы регулирования после обвала

Ноэль Сакаса

ФИНАНСОВЫЙ кризис выявил недостатки в существующих системах регулирования и надзора. Недавние события показали со всей очевидностью необходимость действий, по крайней мере, в четырех областях для снижения риска кризисов и их преодоления, когда они возникают: а) выработка более совершенных методов оценки системного риска и предотвращения его увеличения в благополучные времена; б) повышение степени прозрачности и раскрытия рисков, принимаемых различными участниками рынка; в) расширение межведомственной и трансграничной сферы регулирования при сохранении конструктивного разнообразия; г) внедрение механизмов для более эффективных скоординированных действий.

Для реализации потенциала открытых финансовых рынков необходимо эффективное регулирование. Вопрос о том, как улучшить регулирование, занимал ведущее место в дискуссии на ноябрьском саммите Группы 20-ти по финансовым рынкам и мировой экономике. Финансовые инновации и интеграция повысили скорость и увеличили масштабы передачи шоков между классами активов и странами, стирая границы между системно значимыми и другими организациями. Но регулирование и надзор по-прежнему ориентированы на отдельные финансовые организации. Механизмы регулирования не учитывают в достаточной мере системные и международные последствия действий отечественных организаций.

В настоящей статье рассматриваются существенные вопросы, поднятые в рамках текущих дискуссий о реформе финансового сектора. В первом разделе выявляются критически важные недостатки, которые должны быть преодолены благодаря реформам, а во втором намечаются ключевые области для принятия мер политики.

Причины кризиса

Предложения по реформе должны предусматривать устранение дестабилизирующих сбоев в работе рынков и системы регулирования. Хотя окончательные выводы еще не сделаны, можно утверждать, что увеличению системного риска способствовали три группы усиливающих друг друга факторов, которые не получали достаточного внимания со стороны органов денежно-кредитного и финансового регулирования. Во-первых, глобальные макроэкономические дисбалансы привели к снижению процентных ставок в течение последнего десятилетия, побуждая участников принимать большие риски и содействуя возникновению вздутых цен на активы во всем мире. Во-вторых, изменения в структуре финансового сектора и отставание управления рисками от финансовых инноваций в течение последних двух десятилетий сделали систему более подверженной нестабильности. В-третьих, фи-

нансовым организациям с высокой долей заемных средств присущи стимулы брать на себя чрезмерные риски без учета в своей деятельности системного риска, и это является основной причиной необходимости их регулирования.

Глобальные дисбалансы и «пузыри» на рынке жилья

Органы регулирования и центральные банки не смогли в достаточной мере признать и уменьшить системные риски, связанные с быстрым ростом кредита и вздутыми ценами на активы. В течение этого десятилетия некоторые страны имели постоянные профициты счета текущих операций, которые привели к возникновению большого спроса на финансовые активы, эмитированные в странах с дефицитом, особенно активы США. Это, в сочетании с адаптивной денежно-кредитной политикой США, способствовало установлению низких реальных процентных ставок во всем мире, что, в свою очередь, привело к принятию больших рисков и разжигало быстрый рост кредита. В США за период с 1994 года по 2007 год долг населения и нефинансовых фирм рынку кредита вырос со 118 до 173 процентов ВВП (см. рисунок). С 2000 года рост кредитного долга населения еще больше ускорился, за семь лет он вырос с 98 до 136 процентов располагаемых личных доходов. В тот же самый период в Соединенном Королевстве аналогичные отношения выросли со 120 до 180 процентов, а в зоне евро — с 72 до 91 процента. В то же время беспрецедентное повышение цен на жилье в США сопровождалось схожими бумами во многих развитых странах.

Инновации и структурные изменения

В своем анализе причин текущего кризиса, проделанном в апреле 2008 года, как МВФ, так и Форум по финансовой стабильности (ФФС) подчеркнули поразительный характер недостатков в практике управления рисками, а также коллективную неспособность оценить масштабы леввериджа (отношения долга к собственному капиталу) самых различных организаций и связанных с ним рисков неупорядоченного сокращения доли заемных средств и решить эту проблему (IMF, 2008; FSF, 2008). Управление рисками, раскрытие информации, регулирование и надзор отстают от быстрых инноваций, оставляя возможности для принятия чрезмерных рисков и завышения цен на активы.

В частности, ослаблению управления рисками и повышению уязвимости системы по отношению к нестабильности способствовали четыре категории инноваций и структурных изменений: бизнес-модель первоначального кредитования и последующей продажи кредитов и широкое использование рынков оптового финансирования; проциклическая практика применения требований и норм относительно собственного капитала и бухгалтерского учета; чрезмерная зависи-



Федеральная резервная система США в Вашингтоне, округ Колумбия.

мость от моделей и систем управления рисками, ориентированных на прошлый опыт и основанных на рыночных оценках; более сложная и непрозрачная конфигурация игроков.

Модель первоначального кредитования и последующей продажи кредитов и оптовое финансирование. Секьюритизация и создание под частными торговыми марками сложных структурированных кредитных инструментов, бесспорно, улучшили доступ к кредиту. Вместе с тем они также, возможно, способствовали принятию больших совокупных рисков и, вместо эффективного рассеивания рисков, привели к их дестабилизирующему перемещению в организации, которые не могли надлежащим образом ими управлять, к возвращению этих рисков в банки, которые, предположительно, от них избавились, и к значительно большей неопределенности относительно фактического распределения рисков среди участников рынка. Кроме того, как банки, так и забалансовые структуры специального назначения стали чрезмерно полагаться на рынки оптового финансирования, тем самым создавая несовпадение по срокам погашения без надлежащего учета рисков исчезновения такого финансирования. Хотя структуры, осуществлявшие первоначальное кредитование и оформление, не имели стимулов для надлежащей проверки и мониторинга кредитоспособности, многие инвесторы не оспаривали в достаточной степени эти стимулы и не изучали качество суд, лежащих в основе структурированных продуктов. Вместо этого они излишне полагались на репутацию вовлеченных в процесс организаций и на кредитные рейтинги инструментов (FSE, 2008).

Агентства кредитного рейтинга, в свою очередь, присваивали высокие рейтинги сложным структурированным непервоклассным долговым обязательствам на основе ограниченных данных за прошлые периоды; в некоторых случаях, на основе ущербных моделей; на недостаточной надлежащей проверке базового залогового обеспечения. Они также не раскрыва-

ли в достаточной мере предположения, критерии и методы; не разъясняли значение и характеристики риска рейтингов структурированного финансирования; не решали проблему конфликтов интересов. Наконец, финансовые организации не всегда в достаточной мере раскрывали характер и масштабы своих балансовых и забалансовых фактических рисков, особенно связанных со структурированными продуктами.

Проциклические требования в отношении минимального размера капитала и бухгалтерский учет. Во время подъемов стоимость активов и залога, переоцениваемых по текущим рыночным ценам, возрастает, тогда как резервы на возможные потери по судам снижаются, поскольку нормы дефолта, как ожидается, в ближайшей перспективе снизятся. Это приводит к увеличению собственного капитала, указываемого в отчетности, и снижает обычно ориентированные на краткосрочную перспективу оценки вероятности дефолта как для заемщиков, так и для кредиторов. В то же самое время нормативы по капиталу, взвешенные по риску, могут размываться в благополучные времена, поскольку показатели риска часто не отражают увеличения риска на фазе подъема. Эта недооценка рисков позволяет заемщикам увеличивать долю заемных средств и кредит, что, в свою очередь, усиливает рост цен на активы, создавая саморазвивающуюся спираль левариджа и цен на активы (Adrian and Shin, 2008).

Наоборот, во время спада, когда показатели риска растут и материализуются потери, резервы капитала, которых в благополучные времена было накоплено недостаточно, размываются и не могут быть с легкостью пополнены, так как внешний капитал в неблагоприятные времена становится более дефицитным. Затем взаимодействие между рынками капитала, кредита и активов может усилить интенсивность потрясений, вынудив участников провести обширные распродажи активов, и за этим может последовать самоусиливающийся процесс ужесточения условий кредита и снижения экономической активности.

Управление рисками, чрезмерно ориентированное на рыночные показатели и прошлый опыт. Излишнее использование рыночных цен и чрезмерно упрощенных ретроспективных моделей в сочетании с пренебрежением надлежащей проверкой и анализом основных факторов, по-видимому, привело к значительному занижению рисков, возникновению самоуспокоенности и сокращению мониторинга. Кроме того, когда многие участники рынка используют аналогичные модели, они могут быть склонны открывать рыночные позиции схожей направленности и тем самым еще больше увеличивать системный риск.

Более сложная, но менее дифференцированная конфигурация игроков. По сравнению с периодом 30 лет назад современная финансовая система характеризуется более затухающими различиями между различными видами игроков, большей консолидацией, многими новыми типами игроков, более тесными и менее прозрачными взаимосвязями между ними (Borio, 2007). Хотя эти изменения могли произойти в результате инноваций, направленных на повышение эффективности финансового посредничества, они также создали возможности для увеличения доли заемных средств и передачи рисков между игроками неявным образом. Это еще больше затруднило оценку рисков на любом данном уровне участниками рынков и органами регулирования, тогда как меньшее разнообразие могло повысить вероятность скоординированных движений, которые могут дестабилизировать систему.

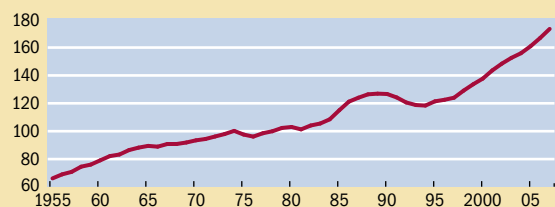
Дестабилизирующие стимулы

Недавние события свидетельствуют о том, что некоторые органы регулирования излишне полагались на способность финансовых организаций управлять рисками и самостоятельно регулировать свою деятельность. В то же самое время они допустили эрозию резервов капитала посредством секьюри-

Растущий долг

Снижение процентных ставок во всем мире привело к быстрому росту кредита во многих странах, в том числе в США.

(Кредитный долг населения и нефинансовых предприятий США в процентах ВВП)



Источник: расчеты персонала МВФ на основе данных счетов финансовых средств США и Бюро экономического анализа США.

тизации и непрозрачных забалансовых структур, а также за счет недостаточно обоснованных методов уменьшения риска (такие, как свопы кредитного дефолта, эмитированные организациями без достаточных активов или капитала). Вместо этого органам регулирования было бы целесообразно признать присущие финансовым организациям с высоким левериджем стимулы принимать чрезмерные риски без учета в своей работе системного риска и противодействовать этим стимулам за счет более эффективного использования имевшихся средств надзора и более жесткого обеспечения соблюдения норм.

Леверидж и риск. Акционеры и менеджеры финансовых организаций с высоким левериджем имеют стимулы для увеличения прибыли вначале путем принятия чрезмерных более долгосрочных «хвостовых» рисков — они могут эксплуатировать информационную асимметрию для передачи этих рисков будущим или менее информированным участникам рынка. В частности, они могут стремиться повысить краткосрочную прибыль на собственный капитал путем повышения левериджа, даже если это увеличивает риск дефолта, пока кредиторы не включают этот риск в стоимость долга (например, из-за страхования депозитов или непрозрачности) и пока фактический риск падения доходов самих акционеров и менеджеров невелик (Dewatripont and Tirole, 1994; Rajan, 2005).

Игнорирование системного риска. Во время прошлых финансовых кризисов стимулы финансовых организаций учитывать системный риск в своей деятельности также оказались слабыми. Ниже приводятся примеры поведения, которые могут создать системный риск, когда финансовые организации действуют схожим образом: а) увеличение левериджа во время подъема без учета возможности возникновения экономически неприемлемых вздутых цен на активы; б) замена ключевого финансирования за счет депозитов, а также ликвидных резервов оптовым финансированием и резервными механизмами предоставления ликвидности, которые в случае кризиса могут внезапно иссякнуть; в) чрезмерное увеличение предложения кредита некоторым отраслям, когда процентные ставки необычно низкие, при игнорировании рисков для ссудного портфеля, возникающих, когда ставки в конечном итоге повышаются и ударяют по заемщикам с высоким левериджем. Финансовые организации и их руководители имеют также стимулы следовать за другими и увеличивать риски вместе из-за давления конкуренции и требований о сохранении долей рынка, схем оплаты труда, основанных на относительных результатах, или ожидания того, что убытки от системных рисков будут обобществлены.

Приоритетные задачи реформы системы регулирования

Несмотря на то что складывается единое мнение относительно нескольких мер, которые могут позволить преодолеть указанные выше недостатки, по поводу других вопросов, связанных с улучшением регулирования финансового сектора, ведутся жаркие споры. В этих дискуссиях выделяются четыре области реформы системы регулирования: повышение эффективности решения проблемы системного риска и процикличности принятия рисков; повышение степени прозрачности и раскрытия информации; изменение роли агентств кредитного рейтинга; надлежащее сочетание всестороннего характера и разнообразия в сфере регулирования наряду с обеспечением более совершенной международной координации.

Системный риск и процикличность принятия рисков

Придание требованиям в отношении минимального капитала и макроэкономической политики более антициклического характера. Директивные органы все больше поддерживают по крайней мере снижение процикличности (G-20, 2008), но практическая реализация этого является непростой. В пруденциальной области замысел состоит в том, чтобы в требованиях в отношении минимального капитала и/или создания резервов, и возможно, в минимальном «запасе прочности» залогового обеспечения следует с самого начала отразить растущие риски во время бумов и предусмотреть накопление достаточных резервов капитала в благополучные времена. Но макроэкономической политике, возможно, также потребуются играть соответствующую роль в предупреждении бумов и длительных периодов низких процентных ставок, поскольку последние искажают стимулы и порождают спекулятивные излишества, с которыми очень сложно бороться, используя только пруденциальные положения.

Переоценка учета на основе текущих рыночных цен. Дискуссия по этой теме является более жаркой. С одной стороны, поддержание достаточной степени прозрачности имеет большое значение, с другой — рыночные цены часто отрываются от детерминантов как во время спекулятивных бумов, так и панических ситуаций. Поэтому учет на основе текущих рыночных цен может приводить к нереалистичному преувеличению проциклических колебаний в собственном и нормативном капитале, и тем самым, возможно, способствовать финансовой нестабильности, как это отмечалось выше. Критерии прозрачности, а также опасения относительно пруденциального регулирования и стабильности системы, таким образом, говорят в пользу предложения о сдерживании или ограничении воздействия переоценки по рыночной стоимости на капитал, особенно когда рыночные цены растут, для ряда активов, помимо тех, которые хранятся до срока погашения (без учета активов, хранимых для поддержания краткосрочной ликвидности). Ожидаемый эффект сдерживания, а также целесообразная степень прозрачности могут быть достигнуты путем надлежащего раскрытия сведений об отчислениях в резервы или резервах, которые создаются при превышении ценами определенного порогового уровня и расходуются при снижении цен.

Приведение секьюритизации в большее соответствие со стимулами. Диверсификация портфеля недостаточно для управления кредитными рисками, и она не может полностью заменить надлежащую проверку. Контракты на секьюритизацию должны обеспечивать, чтобы организации, являющиеся первоначальными кредиторами и спонсорами, сохраняли достаточные риски, связанные с секьюритизированными активами, с тем чтобы у этих организаций был стимул проверять и контролировать отдельные ссуды надлежащим образом. Кроме того, недавно Базельский комитет по банковскому надзору (BCBS, 2008b и 2008c) внес предложения по повышению требований к минимальному размеру капитала для некоторых сложных структурированных кредитных продуктов; ввести дополнительные отчисления в капитал для дополнительных рисков в трейдинговом портфеле в результате таких факторов, как дефолт, изменения кредитоспособности, кредитного спреда или курсов акций; укрепить режим учета механизмов предоставления ликвидности забалансовым компаниям-кондудитам для целей расчета капитала.

Укрепление управления ликвидностью. Базельский комитет в сентябре 2008 года выпустил обновленный свод принципов обоснованного управления риском ликвидности и контроля за ним (BCBS, 2008a), направленный на устранение недостатков, обнаружившихся в ходе недавних потрясений. Значение поддержания достаточных резервов в форме ликвидных активов в будущем, возможно, потребуются выделить еще больше.

Переоценка моделей и систем управления рисками. Вторая основа системы «Базель-II» может быть использована органами надзора для укрепления практики банков для управления рисками, активизации ими контроля за «хвостовыми» рисками и уменьшения чрезмерных фактических рисков и концентраций риска (Caruana and Narain, 2008). Это помо-

жет обеспечить гарантию того, что управление рисками, резервы капитала и оценки возможных потерь по кредитам носят достаточно перспективный характер и учитывают факторы неопределенности, связанные с моделями, стоимостной оценкой, концентрацией риска и ожидаемыми изменениями в ходе экономического цикла. Органы регулирования и надзора могли бы провести работу с участниками рынка для уменьшения рисков, вытекающих из порочных стимулов в механизмах оплаты труда (FSF, 2008).

Прозрачность и раскрытие информации

Раскрытие сведений о рисках и стоимостная оценка. Для предотвращения использования забалансовых структур в целях введения участников рынка в заблуждение относительно фактических рисков, сохраняющихся у организатора, совершенствуются стандарты учета и раскрытия информации для повторного признания и консолидации обязательств. Кроме того, важно найти способы подчеркнуть неопределенность, которая неизбежно связана с точечными стоимостными оценками финансовых инструментов для целей учета, с тем чтобы не создавать ложного представления о точности, особенно когда рынки больше не являются активными (FSF, 2008).

Процесс секьюритизации и рынки. Информация о секьюритизированных продуктах и лежащих в их основе активах могла бы быть представлена в большем объеме. В частности, первоначальные кредиторы и эмитенты секьюритизированных продуктов могут повысить степень прозрачности стандартов проверки кредитоспособности для базовых активов и результатов их надлежащей проверки (FSF, 2008).

Роль кредитных рейтингов

Качество процесса рейтинга и конфликты интересов. Агентства кредитного рейтинга пересмотрели методы рейтинга для структурированных продуктов и принимают меры по обособлению рейтинговой работы от других видов деятельности; отделению оплаты труда менеджеров по рейтингу от финансовых результатов их подразделений; усилению надзора за процессом рейтинга и укреплению внутреннего контроля за методами рейтинга. Международная организация комиссий по ценным бумагам пересмотрела свои «Основные положения кодекса для агентств кредитного рейтинга» в мае 2008 года (IOSCO, 2008) для дальнейшего повышения качества процесса рейтинга, устранения конфликтов интересов и предоставления инвесторам больше данных о прошлых результатах рейтингов и больше сведений о методологии и критериях рейтинга и о методах преодоления ограниченности данных.

Использование рейтингов. Инвесторы не должны использовать рейтинги вместо тщательного анализа рисков и управления ими, соответствующих сложности покупаемых ими инструментов и значению их ауаров. В этой связи органам надзора целесообразно, возможно, пересмотреть использование рейтингов в нормативных положениях, с тем чтобы их использование не влекло за собой некритического применения кредитных рейтингов вместо независимой оценки.

Сочетание полноты и разнообразия

Расширение сферы регулирования для предотвращения регулятивного арбитража. Все финансовые организации с высоким левериджем, а также структуры, имеющие с ними существенные связи, возможно, необходимо поместить в ведение одного органа регулирования. Органы регулирования могли бы также проявлять большую осторожность, с тем чтобы не допустить обхода или размывания требований к минимальному капиталу путем создания непрозрачных рыночных структур, за счет непрозрачной передачи рисков неконсолидированным структурам или любых других операций, в которых присвоение рисков вызывает какое-либо сомнение, и моделей и методов управления рисками, которые могут не обеспечивать

надлежащую оценку или хеджирование фактических базовых рисков.

Совершенствование международного обмена информацией и международного сотрудничества. Использование международных коллегий органов надзора оказалось полезным для разработки оптимальной практики, диагностики состояния крупных и сложных финансовых организаций, а также решения трансграничных вопросов. Такие механизмы следует создать в ближайшей перспективе для каждой из крупнейших глобальных финансовых организаций (FSF, 2008; G-20, 2008).

Сохранение разнообразия для содействия взаимодополняемости системных компонентов. Следует пересмотреть степень, в какой финансовые организации с долгосрочными обязательствами (например, пенсионные фонды и компании по страхованию жизни) должны подчиняться требованиям о переоценке по текущим рыночным ценам или нормам управления рисками на основе моделей риска с упором на краткосрочной изменчивости цен в управлении своими активами. Нормативные положения могли бы расширить возможности для таких организаций играть роль долгосрочных инвесторов, хранящих активы до срока погашения. Однако финансовые организации с низким левериджем, имеющие ограниченную системную значимость, может требовать лишь упрощенного регулирования, или вообще его не требовать, тем самым им будет позволено играть потенциально стабилизирующую роль в открытии более рискованных или противоречащих тенденциям позиций по сравнению с другими участниками рынка (Nugée and Persaud, 2006). ■

Ноэль Сакаса является старшим экспертом по финансовому сектору в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала.

Литература:

- Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin, 2008, "Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles," *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 14, No. 1, Federal Reserve Bank of New York (January/February).
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), 2008a, "Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision" (unpublished; Basel: Bank for International Settlements), June.
- , 2008b, "Proposed Revisions to the Basel II Market Risk Framework" (consultative document issued for comment; Basel: Bank for International Settlements), July.
- , 2008c, "Guidelines for Computing Capital for Incremental Risk in the Trading Book" (consultative document issued for comment; Basel: Bank for International Settlements), July.
- Borio, Claudio, 2007, "Change and Constancy in the Financial System: Implications for Financial Distress and Policy," *BIS Working Paper No. 237* (Basel: Bank for International Settlements).
- Caruana, Jaime, and Aditya Narain, 2008, "Banking on More Capital," *Finance & Development* (June), pp. 24–28.
- Dewatripont, Mathias, and Jean Tirole, 1994, *The Prudential Regulation of Banks* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Financial Stability Forum (FSF), 2008, "Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience" (Basel), April 7.
- Group of 20 (G-20), 2008, "Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy," November 15.
- International Monetary Fund, 2008, *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness* (April).
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2008, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, revised* (Madrid).
- Nugée, John, and Avinash Persaud, 2006, "Redesigning Regulation of Pensions and Other Financial Products," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 22, No. 1.
- Rajan, Raghuram, 2005, "Has Financial Development Made the World Riskier?" *NBER Working Paper 11728* (November).