

Все соглашаются с необходимостью реформы управления финансовыми рынками, но понимание того, кто чем будет заниматься, отсутствует



Запутанная паутина

Амар Баттачариа

ОХВАТИВШИЙ мир финансовый кризис резко высветил серьезные недостатки в том, как осуществляется управление современными глобальными финансовыми рынками. Начиная с 1970-х годов финансовые рынки мира, на которых доминировали учреждения стран со зрелой экономикой, росли в геометрической прогрессии — значительно быстрее, чем любые другие глобальные рынки.

Расширение этих рынков было вызвано взаимно усиливавшимися факторами сокращения государственного регулирования и финансовых инноваций. В быстром устойчивом расширении и поступательной интернационализации рынков центральную роль играли банки, однако рынки капитала и тенденция к секьюритизации также способствовали трансформации финансовой сферы.

С расширением этих рынков не росли — или точнее за ним не могли поспевать — учреж-

дения и структуры, осуществляющие надзор путем принятия и применения соответствующих нормативных актов. Между деятельностью рынков и масштабами регулирования образовалась зияющая пропасть, особенно в случае стран со зрелой экономикой.

Текущий финансовый кризис на горьком опыте продемонстрировал, как эти недостатки в регулировании причиняют ущерб глобальной экономике, и выявил необходимость глобальных подходов к регулированию глобальных рынков. Реформа финансового рынка, которая до 1990-х годов рассматривалась только в качестве одного из аспектов (причем в качестве скрытого аспекта) более широкой программы работы в области управления глобальной экономикой, в настоящее время повсеместно признается как центральный и неотложный глобальный приоритет. Несмотря на то, что существует множество предложений по проведению реформ, до

Штаб-квартира Банка международных расчетов в Базеле, Швейцария.

сих пор нет единого мнения в том, сколь широкая реформа требуется, кто чем будет заниматься и как будет координироваться и обеспечиваться международное сотрудничество.

Финансовые рынки быстро эволюционировали

До начала 1980-х годов в национальных финансовых системах доминировали банки, они достаточно жестко регулировались и имели ограниченные международные открытые позиции. Начиная со скромного выпуска еврооблигаций в это десятилетие, трансграничные финансовые потоки и связи начали быстро расширяться. И хотя кризисы задолженности 1980-х годов остановили интеграцию развивающихся стран, а финансовый кризис 1990-х годов причинил серьезный ущерб некоторым странам с формирующимся рынком, эти кризисы слабо повлияли на эволюцию и расширение глобальных финансовых рынков.

Под влиянием быстрого роста международных банковских операций глобальные финансовые рынки продолжали быстро расширяться, со всего 0,1 трлн долл. США в 1970 году до 6,3 трлн долл. США в 1990 году и уже 31,8 трлн долл. США в 2007 году. Это сопровождалось консолидацией международной банковской отрасли, ставшей результатом волны трансграничных слияний и поглощений. Банки вступили в области деятельности, которые ранее были прерогативой небанковских учреждений (такие как андеррайтинг, управление активами, инвестиционные банковские операции и заключение сделок от собственного имени), что привело к размыванию различий между банками и другими финансовыми учреждениями и появлению «теневой банковской» системы, в которой крупные сегменты банковской деятельности оказались вне поля регулирования. Кроме того, быстрый рост сложных секьюритизированных продуктов, таких как производные кредитные инструменты, привел к резкому увеличению соотношения между заемными и собственными средствами банков и маскировал за собой базовые риски. Рынок производных кредитных инструментов, который в 2001 году был незначительным, к 2007 году вырос приблизительно до 50 трлн долл. США.

Азиатский кризис подал сигналы тревоги

Азиатский кризис 1997–1998 годов вызвал к жизни ряд инициатив по реформированию архитектуры международной финан-

совой системы (см. вставку) и тем самым снизил вероятность будущих финансовых кризисов и трансграничных вторичных эффектов и уменьшил связанные с ними издержки.

Непосредственно после кризиса были учреждены рабочие группы (так называемые группы Уилларда), в которые были привлечены разработчики политики из 22 развитых стран и стран с формирующимся рынком, а также международные финансовые учреждения (МФУ) с целью определить приоритеты реформы в областях прозрачности, укрепления финансовых систем и урегулирования международных финансовых кризисов.

Впоследствии, в 1999 году, ведущие промышленно развитые страны Группы семи (G-7) попросили Ханса Титмайера, который был в то время управляющим Немецкого федерального банка, рассмотреть возможные варианты усиления институциональных механизмов глобальной координации. Титмайер представил доклад, в котором предлагалось создать один форум в составе министров финансов и управляющих центральных банков и один форум в составе разработчиков политики, органов регулирования, МФУ и ведущих органов, устанавливающих стандарты, и занимающихся вопросами регулирования и надзора. Эти рекомендации привели к созданию в том году двух институтов, которые в настоящее время находятся в центре внимания — *Группы двадцати* (G-20) промышленно развитых стран и стран с формирующимся рынком и *Форума финансовой стабильности* (ФФС), который связывает финансовые органы ведущих экономических держав с органами регулирования и МФУ.

С самого начала Группа двадцати служила важным форумом для диалога между развитыми странами и ведущими странами с формирующимся рынком по глобальным экономическим и финансовым вопросам, включая реформу международной финансовой архитектуры.

ФФС, поддерживаемый небольшим секретариатом в Банке международных расчетов (БМР), имел своей целью служить форумом для старших представителей национальных финансовых органов, МФУ и международных групп, действующих в областях регулирования и надзора, с тем чтобы они занимались вопросами системных рисков на финансовых рынках и способами их устранения. Его главными членами являются страны Группы семи, каждая из которых имеет по три

Паутина органов регулирования

Надзор за глобальными финансовыми рынками менялся со временем, отражая изменения на международных финансовых рынках, но разрыв между масштабами регулирования и деятельностью финансовых рынков продолжал расти. Созданный в 1930 году *Банк международных расчетов* (БМР) является центральным и старейшим форумом координации глобальных механизмов управления. Его 55 членами являются центральные банки стран с развитой экономикой и увеличивающееся число стран с формирующимся рынком.

Главной силой, стоящей за БМР, является *Группа десяти* (G-10), состоящая из министров финансов и управляющих центральных банков 10 стран с развитой экономикой. Группа десяти учредила важные комитеты, секретариаты которых базируются в БМР и которые играют ключевую роль в своих соответствующих областях. Базельский комитет по банковскому надзору служит органом, устанавливающим стандарты в области банковского надзора, Комитет по платежным и расчетным системам — в области платежей, клиринга, расчетов и соответствующих механизмов, а Комитет по глобальной финансовой системе — в области выявления и оценки потенциальных факторов стресса на глобальных финансовых рынках, а также мер, направленных на повышение стабильности в странах с формирующимся рынком.

В БМР также расположен секретариат *Международной ассоциации органов страхового надзора*, в которой представлены ор-

ганы регулирования и надзора за страховой сферой приблизительно 190 юрисдикций почти в 140 странах, на долю которых приходится 97 процентов страховых премий во всем мире, а также *Форум финансовой стабильности*.

Международная организация комиссий по ценным бумагам, которая не связана с БМР, имеет 109 участников и охватывает 90 процентов глобальных рынков ценных бумаг. Другой важный орган, *Совет по международным стандартам бухгалтерского учета*, осуществляет надзор за разработкой и согласованием международных стандартов бухгалтерского учета.

В настоящее время ни один глобальный орган регулирования напрямую не охватывает бухгалтерские фирмы и агентства кредитного рейтинга и не осуществляет надзора за ними, хотя их косвенное регулирование обеспечивается органами финансового регулирования.

К числу других организаций-разработчиков стандартов и глобальных форумов сотрудничества относятся *МВФ*, который отвечает за кодексы прозрачности в валютно-финансовой сфере; *ОЭСР*, который устанавливает стандарты и принципы надлежащей практики в области корпоративного управления; и *Всемирный банк* и *Комиссия Организации Объединенных Наций по праву международной торговли*, которые совместно разработали стандарт для режимов неплатежеспособности и прав кредиторов.

представителя от своего соответствующего министерства финансов, центрального банка и органа надзора. Кроме того, в нем представлены Австралия, САР Гонконг, Нидерланды и Сингапур, хотя они направляют только представителей центральных банков.

ФФС служил главным связующим механизмом для растущего числа учреждений, вовлеченных в управление глобальной финансовой системой, и выполнял техническую работу по таким актуальным темам глобальной повестки дня, как глобальные стандарты и кодексы, учреждения с высокой долей заемных средств, оффшорные финансовые центры и системы страхования вкладов. Он вел систематический учет работы, проводимой МФУ и группами, действующими в областях регулирования и надзора, а также служил форумом для оценки и анализа изменений на финансовых рынках и потенциальных рисков.

Помимо ФФС, в период с 1997 по 2003 год инициативам по укреплению международной финансовой архитектуры (таким как введение совместной программы оценки финансового сектора МВФ/Всемирного банка и доклады о соблюдении стандартов и кодексов, а также прерванный механизм реструктуризации суверенного долга) была посвящена значительная часть работы и внимания МВФ.

Во всей этой деятельности акцент был смещен на страны с формирующимся рынком. Особого внимания базовым факторам уязвимости в странах со зрелым рынком не уделялось. Действительно, предполагалось, что страны со зрелым финансовым рынком находились уже в прочном положении и особого смысла в усилении надзора за этими рынками не было. Усилия, направленные на то, чтобы расширить регулирование на системно важные сегменты в странах с развитой экономикой, такие как хеджевые фонды, также встречали сопротивление со стороны некоторых ведущих стран и участников рынка.

Текущий кризис вскрыл глубокие недостатки . . .

Текущий финансовый кризис привел к серьезному переосмыслению роли финансовых рынков и ошибок в управлении ими, особенно в странах с развитой экономикой. Многие считают, что роль финансовых рынков вышла за рамки необходимого — являясь средством, а не целью — и необузданная глобализация финансовых рынков оставила страны и граждан уязвимыми перед врожденными капризами рынков. Хотя подобные рассуждения — особенно относительно того, в чем были допущены ошибки и какие уроки могут быть извлечены из кризиса, — не прекращаются, можно выделить три основных вида недостатков, имеющих большое значение для будущей реформы.

Во-первых, кризис указал на фундаментальные недостатки в функционировании финансовых рынков. Проблемы несимметричности информации, морального риска и отношений принципала/агента на финансовых рынках хорошо известны, но кризис высветил недостатки в корпоративном управлении (частично связанные с характером вознаграждения руководителей фирм), иницировании кредитов и стандартах андеррайтинга, которые граничат с мошенничеством. Он также показал, как новые финансовые инструменты и их растущая сложность (типичными примерами которых служат свопы кредитного дефолта) усиливали процикличность и скрывали за собой базовые риски. Два важных механизма исправления ситуации на рынке — управление риском финансовыми учреждениями и рыночная дисциплина — также не работали.

Во-вторых, были допущены широкие ошибки в регулировании финансовых рынков. Несмотря на упор, сделанный на достаточности капитала, регулирование капитала осуществлялось таким образом, что допускалось огромное наращивание доли заемных средств, что способствовало процикличности. Кроме того, фрагментация регулирования, особенно в Соединенных

Штатах, способствовала регулятивному арбитражу и принятию большего риска, равно как и тот факт, что крупные системно важные сегменты — такие как хеджевые фонды и созданные банками специальные инвестиционные инструменты — находились вне сферы пруденциального регулирования.

В-третьих, кризис выявил серьезные недостатки в международной координации и сотрудничестве. Надзор со стороны МВФ и ФФС оставался слабым и неполным, что во многом связано с тем, что оба учреждения не располагают важными базовыми инструментами эффективного надзора за системно значимыми странами с развитой экономикой. Даже в тех случаях, когда проблема была хорошо понята, как, например, в случае растущих макроэкономических дисбалансов, которые способствовали усилению уязвимости, не было согласия в отношении сфер ответственности или способов обеспечения необходимых совместных действий. Как показал недавний кризис, МВФ не хватает ресурсов и инструментов, чтобы принимать агрессивные ответные меры на системную неустойчивость, что также отражает различия в мнениях государств-членов относительно необходимой роли этого учреждения. Кроме того, дисбаланс в правах голоса и представительства стран с формирующимся рынком и развивающихся стран в МВФ, а в еще большей степени в БМР и других органах, устанавливающих стандарты, подрывал легитимность и эффективность управления глобальной финансовой сферой.

. . . что привело к новым предложениям о проведении реформ

Растущий консенсус относительно слабости регулирования породил множество предложений о проведении реформ, выдвигаемых самыми разными сторонами. Общей темой является то, что необходимо восстановить баланс между регулированием и свободой действий в пользу пруденциального регулирования, которое должно быть антициклическим, комплексным по своему охвату финансовых учреждений и глобальным по своим масштабам и последовательности.

В этих предложениях, среди прочего, подчеркивается, что необходимо: 1) улучшить стимулы для благоразумного принятия рисков посредством таких мер, как реформа вознаграждения и большее участие в рисках со стороны кредитных учреждений и учреждений, выпускающих ценные бумаги; 2) значительно более жестко регулировать капитал при более строгих лимитах для доли заемных средств и встроенных стабилизаторов в целях предотвращения процикличности и наращивания «пузырей» цен на активы; 3) уделить большее внимание надзору за ликвидностью и финансированию рисков; 4) улучшить механизмы надзора за крупными сложными трансграничными финансовыми учреждениями; 5) расширить охват финансового регулирования для обеспечения надлежащего регулирования всех системно важных учреждений; 6) повысить прозрачность и уменьшить системные риски, связанные с производными и сложными финансовыми инструментами посредством более широкого использования биржевых или электронных площадок взамен внебиржевых сделок с производными инструментами; и 7) обеспечить соответствие агентств кредитного рейтинга самым высоким стандартам и предотвратить конфликт интересов.

Хотя возможно обеспечить широкое согласие по большинству из этих элементов, главное кроется в деталях. Мнения тех, кто выступает за значительно более жесткое регулирование, отличаются от мнений тех, кто полагается на рыночную дисциплину и верит в сохранение пространства для финансовых нововведений.

И кто будет делать что?

Данная широкая программа финансовой реформы выдвигает ряд сложных вопросов, включая вопрос о том, кто и за что

будет отвечать, как заполнить пробелы в существующей институциональной архитектуре и как усилить международное сотрудничество.

В числе наиболее смелых раздаются предложения о создании совершенно новых организаций или принятии новых подходов к регулированию (особенно больших трансграничных учреждений) в форме мировой финансовой организации, международного банковского устава и международного механизма неплатежеспособности. Если такие новые механизмы не будут созданы, то предлагается учредить «коллегии наблюдателей», которые будут коллективно отвечать за обеспечение эффективного надзора. В более общем плане существует согласие о необходимости улучшения сотрудничества и связи между органами регулирования, учитывая национальный характер регулирования и глобальную природу финансовых рынков.

Ввиду большого значения макрофинансовых взаимосвязей в нарастании уязвимости и урегулировании кризисов, на передний план были также выдвинуты задачи прояснения роли и расширения сотрудничества между ФФС и МВФ. Еще большее значение приобретает фундаментальная реформа МВФ, с тем чтобы он мог играть центральную и эффективную роль в сокращении рисков финансовой нестабильности и принятии ответных мер на кризисы. Потребуется коренной пересмотр роли МВФ в области надзора, особенно за системно важными странами и рынками, а также его инструментов и политики, с тем чтобы он мог оказывать необходимую поддержку в превентивном порядке и для урегулирования кризисов всем своим государствам-членам, а его структура управления должна быть реформирована таким образом, чтобы он стал более подотчетной и представительной организацией. Настало также время пересмотреть роль МВФ в меж-

дународной валютной системе и новых мировых условиях волатильных потоков капитала. При этом речь идет не только о реформах в Вашингтоне, но в равной мере о приверженности всех государств-членов данному учреждению как организации сотрудничества.

Учитывая широту и сложность реформирования глобальных структур управления финансовой сферой и существующие политические препятствия, потребуется создание соответствующей руководящей группы на глобальном уровне, наделенной достаточными политическими и техническими полномочиями, с тем чтобы обеспечить проведение реформ. Эту роль вполне может выполнить Группа двадцати, поскольку в ее заседаниях участвуют министры финансов и управляющие центральных банков наиболее системно важных стран. Перевод дискуссии на уровень руководителей стран придает ей большой политический импульс и обеспечивает необходимый масштаб для рассмотрения комплексных вопросов.

Хотя Группа двадцати может таким образом сыграть конструктивную роль, она не может подменить собой более универсальные и легитимные органы принятия решения. В этой связи важно, чтобы Группа двадцати (и другие соответствующие форумы, такие как ФФС) привлекала к своим дискуссиям возможно большее число заинтересованных сторон, а конечные решения передавала на рассмотрение соответствующих организаций. В частности, ключевую роль должны будут сыграть Международный валютно-финансовый комитет и Совет управляющих МВФ, а также Организация Объединенных Наций как наиболее универсальный орган на уровне мировых руководителей стран мира. ■

Амар Баттачария — Директор секретариата Группы двадцати четырех (G-24).

 COLUMBIA | SIPA
School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Columbia University's School of International and Public Affairs' Program in Economic Policy Management offers an intensive 14-month program leading to a Master of Public Administration. The program provides rigorous graduate training in micro- and macroeconomics, management, finance and development policy, with a strong emphasis on the policy issues faced by developing countries. The program concludes

with a three-month internship at the World Bank, International Monetary Fund or other public or private sector institutions.

Students may also pursue a focus in International Energy Management and Policy, administered in cooperation with SIPA's Center for Energy, Marine Transportation and Public Policy, to prepare for work in the businesses, markets

and governance structures involved in producing, transporting and marketing energy products.

The program also features a tailored lecture and workshop series, ranging from effective inflation targeting to understanding financial crises.

The program begins annually in early July. Applications are due the preceding January.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm

To learn more about SIPA, please visit:
www.sipa.columbia.edu