

# Перестройка финансовой архитектуры

Что необходимо сделать для укрепления финансового регулирования и надзора?

Эндрю Крокетт

**П**ОСКОЛЬКУ самая опасная фаза финансового кризиса, начавшегося в 2007 году, по всей видимости, миновала, внимание переключается на укрепление финансовой системы. Разработчики экономической политики сосредотачивают внимание на том, как исправить недостатки финансовой архитектуры, которые способствовали возникновению кризиса.

Сам кризис был вызван многими факторами, относительное значение которых будет обсуждаться годами, но какими бы ни были лежащие в его основе причины, общественность, с полным на то правом, ожидает реформы нормативной базы для предотвращения повторения экономических и людских издержек кризиса.

При таких обстоятельствах возникает естественное желание «усилить регулирование». На самом же деле требуется «усовершенствованное регулирование», режим, который сможет лучше выявлять возникающие уязвимые места, способствовать правильному определению цены рисков и усилит стимулы к осмотрительному поведению. В некоторых случаях для этого потребуются дополнительное регулирование, в других – более целенаправленное использование полномочий, которыми уже располагают органы регулирования. При этом в ходе осуществления реформ важно будет преследовать цель построения финансовой системы, которая была бы не только стабильной, но и эффективной и новаторской.

Удобно разделить реформы на те, которые влияют на институциональный охват регулирования, те, которые меняют суть содержания правил надзора, и те, которые изменяют структуру органов нормативного надзора.

## Расширение охвата

По традиции регулирование распространяется на три элемента финансовой системы: банковскую деятельность, страхование и рынки ценных бумаг. В течение длительного времени легко было определить, к какой категории относились те или иные организации, а все эти три элемента вместе по существу охватывали всю гамму финансового посредничества. В последние годы, однако, важную роль в работе финансовой системы начал играть значительно более широкий диапазон институтов.

Это особенно важно в связи с появлением в кредитном посредничестве модели «первоначального кредитования и последующей продажи кредитов». Растет доля кредита, в рамках которого посредником выступают рынки капитала. Это дает два преимущества: заемщики получают доступ к более глубоким источникам ликвидности и, в принципе, риск распределяется среди структур, наиболее способных и готовых к его хранению. Но для эффективной и безопасной работы этой модели необходим набор жестких предварительных условий.

Первоначальным кредиторам необходимы стимулы к правильной оценке кредитных рисков. Создатели и распространители секьюритизированных кредитных продуктов должны обеспечивать надлежащую прозрачность. А держатели цен-

ных бумаг должны понимать свойства активов, которые они приобретают. Это означает, что растет число игроков, имеющих решающее значение для безопасной работы финансовой системы.

Частные пулы капитала, такие как хеджевые фонды и частные инвестиционные фонды, выросли до огромных размеров. Взаимные фонды денежного рынка стали привлекать и размещать растущие суммы краткосрочных средств. Инвестиционные банки значительно расширили свой трейдинг. Первоначальные ипотечные кредиторы находятся в центре создания активов, которые лежат в основе рынков ценных бумаг, обеспеченных ипотекой.

Кроме того, поставщики услуг, таких как системы клиринга и расчетов, рейтинговые агентства и аудиторские фирмы, играют все более важную роль в обеспечении эффективного и безопасного распределения кредита. По этим причинам новая архитектура должна обеспечить надлежащий надзор за значительно более широким диапазоном игроков, чем в прошлом.

## Пересмотр параметров регулирования

В основе почти каждого финансового кризиса лежат две проблемы: качество кредита и чрезмерная доля заемных средств (леверидж). Факторы, способствующие возникновению этих проблем, в разных эпизодах бывают различными, однако важная роль этих двух базовых причин является бесспорной.

Надежная реформа архитектуры регулирования, следовательно, требует таких методов надзора, которые противодействуют тенденции к неправильному определению цены кредитного риска и чрезмерной доле заемных средств.

Неправильная оценка кредитного риска является частью того, что в последнее время стало хорошо известно как цикличность финансовой системы. В хорошие времена чувствительность к риску притупляется, показатели риска кажутся низкими, и факторам, смягчающим риск (таким как залоговое обеспечение), часто придается больше значения, чем они того заслуживают. Так что кредиторы предоставляют кредит заемщикам на условиях, которые не отражают риски, возникающие при изменении фазы цикла. В трудные времена, наоборот, преобладает чрезмерная осторожность, на показателях риска отрицательно сказывается опыт последних убытков и стоимость залогового обеспечения резко снижается. Готовность к кредитованию резко уменьшается.

В любой реформе системы важно будет лучше учесть риски на протяжении всего цикла и ограничить тенденцию к цикличности. Базельский комитет по банковскому надзору обсуждает различные способы, при помощи которых это можно сделать. Большинство этих способов предусматривает механизмы, поощряющие банки к созданию дополнительных резервов капитала в периоды благоприятных условий кредитования, так что при изменении фазы цикла этот капитал можно использовать для покрытия убытков, не подталкивая банки к разрушительной нисходящей спирали сокращения кредита.

Чрезмерный левверидж также является неотъемлемой частью процикличности. Левверидж и изменение сроков погашения, например, принятие краткосрочных депозитов и использование их для предоставления более долгосрочных займов, являются важным источником добавленной стоимости в финансовой системе, но они зависят от тщательного управления рисками и поддержания капитала на надлежащем уровне. Реформы должны будут придать большее значение осмотрительному финансированию портфелей активов банков.

Очевидно, что в финансовой системе будут необходимы более высокие уровни капитала, особенно для покрытия рисков трейдинга. Важно будет при этом не использовать требования в отношении минимального размера капитала банков как единственную реакцию на системные риски. На самом деле после определенной точки повышение требований к минимальному размеру капитала, увеличивая расходы, может направить посредничество в менее регулируемые каналы, где риски могут оказаться выше. Увеличению капитала должен соответствовать акцент на совершенствование управления рисками. В частности, необходимо уделять больше внимания управлению рисками ликвидности, возможно, опираясь на количественные нормы изменения сроков погашения.

### Реорганизация органов регулирования

В последние годы традиционная модель регулирования, в которой отдельные органы осуществляли надзор за банками, страховыми компаниями и рынками ценных бумаг, стала подвергаться сомнению в связи с появлением интегрированных органов регулирования в Японии, Германии и Соединенном Королевстве, среди других стран, а также австралийской и голландской моделью «Twin Peaks», которая отделила пруденциальный надзор от регулирования оперативной деятельности и защиты потребителей. Вместе с тем текущий кризис требует более фундаментальной переоценки структуры обязанностей органов регулирования. При разделении ответственности органов регулирования необходимы более эффективные механизмы сотрудничества между различными регулирующими органами и, если центральный банк не является таким органом, с органами денежно-кредитного регулирования.

Кроме того, глобальный характер финансовой отрасли и текущего кризиса подчеркивает важность не только национальных структур регулирования, но и надлежащих механизмов координации на мировом уровне.

Попытки обеспечить системную стабильность только за счет обеспечения осмотрительной деятельности отдельных финансовых организаций все чаще признаются недостаточными. Микропруденциальный надзор может не выявить риски, которые возникают на макропруденциальном уровне. Эти риски могут возникнуть при одновременном шоке для всех финансовых организаций и/или при возникновении внутренней дестабилизирующей динамики рынка под влиянием ответных мер на эти шоки.

Наиболее очевидным примером служит попытка организации, испытавшей отрицательный шок, сказавшийся на портфелях ее активов, избежать рисков путем ликвидации активов. Продажа активов снижает цены, что приводит к убыткам для других организаций, которые, в свою очередь, стремятся защититься путем ликвидации активов. Таким образом, возникает спираль снижения цен на активы и ликвидации портфелей.

Многие страны рассматривают вопрос о создании органа регулирования системного риска, который будет отвечать за стабильность финансовой системы в целом. Такой орган регулирования системного риска должен будет выявлять пробелы в структурах регулирования и возникающие уязвимые мес-

та в финансовых трендах. Широко обсуждается вопрос, какое агентство должно регулировать системный риск. Согласно одной из точек зрения, эту ответственность должен принять на себя центральный банк ввиду его традиционной заботы о финансовой стабильности, прямого участия в операциях рынка и способности выступать в роли кредитора последней инстанции в случае кризиса, используя свой баланс.

Альтернативная точка зрения заключается в том, что поручение центральному банку такой ответственности сосредоточит слишком много полномочий в руках одной организации, что создаст риск повышения степени приобретения ею политического характера. Кроме того, превращение центрального банка в орган системного регулирования может принести в жертву некоторые ценные соображения других органов регулирования. По этой причине ответственность за системный надзор можно передать совету органов регулирования, возможно, имеющему свой собственный независимый штат сотрудников, которым поручена оценка системного риска. Также возможны и промежуточные решения.

Важным аспектом структуры регулирования является разработка международной координации. Финансы приобретают все более международный характер, с мировыми рынками и крупными трансграничными финансовыми организациями. Желательно, чтобы на финансовое посредничество распространялось последовательное высококачественное регулирование во всех основных юрисдикциях. Это позволит повысить уровень безопасности, ограничить возможности для регулятивного арбитража, избежать дорогостоящего надзора и его дублирования, а также содействовать равным конкурентным условиям.

Проще всего этого можно добиться, создав один мировой финансовый директивный орган, но на обозримое будущее это — нереалистичный вариант. Обязанности по регулированию являются вопросом национального суверенитета, и в любом случае правительства стран должны принимать дорогостоящие решения, когда одна из частных организаций их страны сталкивается с трудностями. Так что на практике координации регулирования следует добиваться в рамках международных организаций, опираясь на договоренности и давление со стороны членов организаций. Было бы желательно, тем не менее, предоставить более широкие полномочия таким организациям и группам для выполнения их рекомендаций.

К основным таким организациям относятся МВФ, БМР, Совет по финансовой стабильности, а также различные отраслевые органы, занимающиеся установлением стандартов (Базельский комитет по банковскому надзору, Международная организация комиссий по ценным бумагам, Международная ассоциация органов страхового надзора, Совет по международным стандартам бухгалтерского учета). В той мере, в которой эти организации смогут заручиться поддержкой в должной мере представительных групп (таких как лидеры стран Группы 20-ти), их рекомендации и решения будут иметь больший вес.

### Правильное решение

Многое можно сделать, чтобы поставить финансовое регулирование и надзор на более прочную основу в целях повышения стабильности системы при сохранении ее важного вклада в эффективное функционирование экономики в целом. Идущая в настоящее время дискуссия, по всей видимости, ставит нужные вопросы и идет в правильном направлении. Тем не менее, важно будет тщательно рассмотреть ее предлагаемые итоги, чтобы не принимать уже устаревших решений и не стать жертвой закона непредвиденных последствий. ■

*Эндрю Крокетт — президент JPMorgan Chase International.*