

# МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

## Первые уроки кризиса

Подготовлено Исследовательским департаментом, Департаментом денежно-кредитных систем и рынков капитала и Департаментом по вопросам стратегии, политики и анализа

Утвердили Оливье Бланшар, Хайме Каруана и Реза Могадам  
6 февраля 2009 года

- **Цель.** В настоящем документе приводится обобщенный анализ первых уроков финансового кризиса по трем аспектам — регулировании, макроэкономической политике и глобальной архитектуре для обеспечения стабильности. Он посвящен главным образом не вопросам преодоления кризиса в ближайший период или его долгосрочных последствий (что предстоит проанализировать в других исследованиях), а превентивным мерам, учитывая при этом, что полностью избежать кризисов невозможно. Базовый анализ подробно изложен в трех сопутствующих научных докладах персонала, которые будут выпущены отдельно.
- **Причины.** Коренной причиной сбоя в функционировании рынков были чрезмерно оптимистичные прогнозы, порожденные длительным периодом быстрого экономического роста, низких реальных процентных ставок и низкой изменчивости, и неудачная политика в области:
  - финансового регулирования, которое оказалось неприспособленным к выявлению повышенной концентрации риска и несостоятельных стимулов, вызвавших бурный рост финансовых инноваций;
  - макроэкономической политики, которая не принимала в расчет нарастание системных рисков в финансовой системе и на рынках жилья;
  - глобальной архитектуры, в которой раздробленность системы надзора усугубляла неспособность распознать нарастающую уязвимость и усиливающиеся взаимосвязи.
- **Уроки.** Самый простой урок состоит в том, что ущербные стимулы и взаимосвязи в современных финансовых системах могут приводить к разрушительным макроэкономическим последствиям. Необходимо понимать и по мере возможности нейтрализовать эти последствия.
  - *Финансовое регулирование.* Следует расширить периметр регулирования и придать ему большую гибкость, добиваясь раскрытия достаточного объема информации, чтобы можно было определить системную значимость организаций и требуемую в конкретных случаях степень контроля. Макропруденциальный подход к регулированию и структуре вознаграждения должен смягчить проциклические эффекты, содействовать развитию надежных механизмов для поддержания рыночного равновесия и правил бухгалтерского учета, повысить прозрачность в отношении характера и местонахождения рисков в целях укрепления рыночной дисциплины и способствовать управлению системной ликвидностью.
  - *Макроэкономическая политика.* Центральным банкам следует применить более широкий макропруденциальный подход, учитывая в своих решениях изменения цен активов, резкий рост кредитования, долю заемных средств и нарастание системных рисков. Необходимо пересмотреть сроки и характер упреждающих мер политики в случаях значительных дисбалансов и интенсивных потоков капитала.
  - *Глобальная архитектура.* Необходимо преодолеть разрозненность центров компетенции и вовлечь ведущих разработчиков политики в работу по укреплению глобальной стабильности, в том числе посредством мер раннего предупреждения. Имеется настоятельная потребность в развитии сотрудничества в области финансового регулирования, особенно санации трансграничных банков. Если не будут удовлетворены потребности стран, пострадавших от кризиса, в области финансирования и страхования, это приведет к большей уязвимости и более неблагоприятным результатам. Принципиально важной составляющей этой работы является реформа управления.

## I. ОБЩИЙ АНАЛИЗ СБОЯ В ФУНКЦИОНИРОВАНИИ РЫНКА

1. *Проблемы.* Исходные причины финансового краха связаны с семилетним периодом низких процентных ставок и высоких темпов мирового роста. С одной стороны, сказывалось действие макроэкономических сил, поскольку низкие процентные ставки побуждали инвесторов во всем мире искать большей доходности в более низких по качеству сегментах кредитного рынка, и высокие темпы роста и низкая изменчивость порождали завышенный оптимизм относительно будущих рисков. С другой стороны, отчасти реагируя на существующий спрос, финансовая система сформировала новые структуры и создала новые инструменты, которые, как казалось, позволяли повысить уровни дохода с поправкой на риск, но в действительности были более рискованными, чем представлялось. В этих условиях рыночная дисциплина дала трещину под напором оптимистических настроений, проведение надлежащих проверок было передано «на сторону» агентствам кредитного рейтинга, а система вознаграждения в финансовом секторе, основанная на краткосрочных показателях прибыли, способствовала распространению рискованных действий.

2. *Решения.* Лишь немногие кризисы представляются неизбежными, но это выясняется только в ретроспективе: несомненно, не в последний раз мы наблюдаем завышенный оптимизм в прогнозах под впечатлением текущего экономического процветания. Более того, все принимаемые решения сопряжены с издержками, и следует ожидать, что на каждое новое нормативное положение найдется своя финансовая инновация. Тем не менее, новые принципы политики и институты могут ослабить воздействие будущих кризисов, по крайней мере пока не произойдет следующая смена парадигмы, аналогично тому, как страхование депозитов и реформа макроэкономического управления в рамках Нового курса позволили добиться определенной стабильности в послевоенный период. Не занимаясь поисками виноватых в этом кризисе, полезно задаться вопросом, *почему* разработчики политики не сумели отвести нависшую угрозу. Если можно вывести какую-то общую тему в рассматриваемых здесь уроках, она сводится к неспособности решить проблему разрозненности усилий.

- *Финансовое регулирование.* Аналогичная деятельность, осуществляемая различными видами организаций, регулировалась по-разному, даже когда они входили в одну группу и находились в ведении общего органа регулирования. Возникающие в связи с этим возможности для регулятивного арбитража способствовали росту теневой банковской системы; как следствие, сложные структуры скрывали чрезмерные уровни заемных средств.
- *Макропруденциальная политика.* Макроэкономическая стабильность и финансовая стабильность обычно рассматривались как отдельные цели, первая из которых была направлена на сохранение низкого и стабильного уровня инфляции, а также поддержание экономического роста, а вторая — на осуществление надзора за официальным банковским сектором на уровне корпораций. Ни та, ни другая группа разработчиков политики не учитывала более широких последствий усиливающихся рисков в теневом финансовом секторе. Эти группы не понимали также, что

тенденции роста кредита и изменения доли заемных средств и цен на жилье создают риски больших отклонений с серьезными системными последствиями.

- *Глобальная архитектура.* Этот кризис характеризовался разрозненностью надзора, проводимого в изолированных центрах компетенции; обсуждениями вопросов политики, разбросанных по многочисленным форумам (БМР, группам стран «G-», ФФС, МВФ); ограниченным сотрудничеством национальных органов финансового регулирования; использованием специальных двусторонних, региональных и многосторонних механизмов для удовлетворения потребностей в финансировании и ликвидности; и в целом отсутствием взаимодействия с основными лицами, принимающими решения, во всем мире.

## II. ФИНАНСОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ И НАДЗОР

3. *Несостоятельная модель.* Цепочка ложных допущений, лежащих в основе доверия рынка к секьюритизованным активам и сложным инструментам, оказалась столь же длинной, как и цепь генерирования этих ценных бумаг. Одну сторону процесса распада рыночной дисциплины составляли брокеры и инициаторы выпуска кредитов, которые не имели существенных стимулов для контроля за риском, передаваемым другим лицам; другой стороной были конечные инвесторы, которые в оценке качества активов полагались на оптимистичный статистический анализ, предоставляемый агентствами кредитного рейтинга (и лишь в меньшей степени на собственные проверки). Тезис о том, что эти новые ценные бумаги действительно обеспечили распределение банковского риска, не принимал во внимание более существенный факт, что риск по-прежнему был сконцентрирован в структурах, связанных с основной банковской системой. Как рынки, так и органы регулирования не учитывали эти проблемы ущербных стимулов, пробелов в информации, проциклического характера кредитования и концентрации рисков.

4. *Более широкие последствия.* Что более важно, регулирование и надзор были слишком сосредоточены на уровне фирм, чтобы можно было распознать системный риск. В частности, разработчики политики не замечали моральный риск, присущий фирмам вне сферы регулирования, которые были «слишком большими, чтобы позволить им обанкротиться» (что привело к чрезмерному принятию риска), и внешние эффекты, когда такие фирмы все же стали банкротами (вызвав беспрецедентную дестабилизацию рынка, как это было после краха Lehman Brothers). Аналогичным образом, сокращение доли заемных средств, даже если это было необходимым шагом, и распродажи активов значительно усилили шок для экономической и финансовой системы.

### Периметр регулирования

5. *Проблемы.* Теневая банковская система, включая инвестиционные банки, ипотечных брокеров/инициаторов ипотечных кредитов, хеджевые фонды, механизмы секьюритизации и другие группы по управлению частными активами, издавна охвачена лишь ограниченным регулированием, которое осуществляется разнородными ведомствами, и в большинстве случаев не подлежит пруденциальному надзору. Такая

практика исходит из убеждения, что строгое регулирование и надзор должны распространяться только на застрахованные депозитные организации, чтобы финансовые инновации могли успешно развиваться в условиях рыночной дисциплины. Сбой дала не только рыночная дисциплина, но и действенность регулирования, поскольку банки уклонялись от требований к капиталу, перекладывая риск на дочерние структуры в теневой системе, о деятельности которых органы регулирования не располагали существенной информацией. В силу огромного размера теневой системы, которая к началу кризиса сравнялась по величине с официальной банковской системой, фактически не представлялось возможным допустить крупномасштабных случаев банкротства в этом секторе. Это порождало чрезвычайно большой моральный риск для налогоплательщиков.

6. *Решения.* Следует расширить периметр регулирования и надзора, чтобы наделенный широкими полномочиями орган регулирования системной стабильности контролировал все виды деятельности, создающие риск для экономики в целом и располагал информацией о них. Это могут быть инвестиционные банки или специальные инвестиционные структуры, выпускающие облигации, обеспеченные долговыми обязательствами (ООД) по ипотечным кредитам, или страховые компании, выпускающие свопы кредитного дефолта. Все организации в пределах расширенного периметра должны иметь обязательства по раскрытию информации, чтобы органы регулирования могли определить их воздействие на системный риск и соответственно дифференцировать интенсивность пруденциального надзора. В рамках второго уровня все системные организации должны подчиняться пруденциальным правилам (которые могут охватывать капитал, ликвидность, упорядоченную санацию и вмешательство на раннем этапе). Дифференцированные уровни надзора должны акцентировать использование стимулов, например, более длительных временных горизонтов при принятии решений, действенных процессов корпоративного управления и управления риском, начислений на основной капитал, способствующих более безопасному проведению валютных операций, или надежных клиринговых систем. Необходимо усилить стандарты регулирования и процесс надзора, обеспечивающие соблюдение нормативных положений. Кроме того, чтобы свести к минимуму регулятивный арбитраж, эти стандарты и надзор должны исходить из степени риска, присущего базовой деятельности, а не вида организации, осуществляющей эту деятельность. Наконец, чтобы не отставать от происходящих системных изменений, этот подход должен включать «гибкий периметр» регулирования.

### **Рыночная дисциплина**

7. *Проблемы.* Механизмы проверки для оценки контрагентов и залогового обеспечения оказались неэффективными в преддверии кризиса. Профессиональные инвесторы, специализирующиеся на акциях и облигациях, недостаточно глубоко анализировали характер приобретаемых активов, вместо этого чрезмерно полагаясь на кредитные рейтинги. Проблема отчасти заключалась в том, что инвесторы, а также органы регулирования не заметили нарастающего конфликта интересов в агентствах кредитного рейтинга. Щедрое вознаграждение по структурированным финансовым продуктам в сочетании с низкими базовыми спредами, обусловленными рисками, привело к более либеральным оценкам, в то время как агентства предоставляли

платные консультации о том, как следует структурировать финансовые продукты для получения максимально высокого рейтинга. Этой тенденции также способствовали пользователи, которые не понимали, что рейтинги отражали только риск дефолта, а не проблемы ликвидности или переоценки на основе текущих рыночных цен.

Действенность рыночной дисциплины снижалась также ввиду статуса наиболее крупных и взаимосвязанных организаций как «слишком больших, чтобы позволить им обанкротиться», о чем свидетельствует использование оптимистичных показателей справедливой стоимости на основе модели (и недооценка риска больших отклонений) в непрерывно растущем объеме сложных и неликвидных активов в балансах.

8. *Решения.* Они должны быть направлены на уменьшение конфликтов интересов в рейтинговых агентствах и создание у инвесторов заинтересованности в проведении надлежащих проверок, особенно в случае крупных организаций. Помимо уже принятых мер в отношении агентств кредитного рейтинга, например, запретов на предоставление рекомендаций по структурированию продуктов, рейтинг которых они устанавливают, и более полного раскрытия методологий, можно также предпринять такие шаги, как снижение роли рейтинга при оценке соблюдения пруденциальных правил, а также применение дифференцированной шкалы для структурированных продуктов. Следует также рассмотреть возможность противодействия формированию мега-организаций, например, посредством коэффициентов капитала, повышающихся по мере роста влияния данной структуры на уровень системного риска, или коэффициентов доли заемных средств, применяемых к группе в целом (а не только к отдельному банку), или, по крайней мере, усиления пруденциального надзора за такими организациями. Наконец, можно сделать более убедительным процесс санации системных банков (ни по одному из которых в ходе текущего кризиса не было начато конкурсное производство), обеспечив поддержание критических функций во время конкурсного производства и наличие триггерных показателей для своевременного вмешательства и более предсказуемых механизмов распределения убытков.

### **Процикличность**

9. *Проблемы.* Совокупность используемых методов регулирования и стимулов способствовала усилению кредитного бума накануне кризиса, а теперь грозит усугубить спад.

- *Пруденциальное регулирование.* Резервы на покрытие потерь по ссудам создаются в основном на ретроспективной основе (главным образом исходя из уже происшедшего, а не ожидаемого ухудшения состояния портфеля). В результате риски учитываются с опозданием и допускаются чрезмерные уровни риска в периоды подъема. Это приводит к значительным циклическим колебаниям уровней акционерного капитала и, как следствие, кредитования. Повышенная чувствительность к риску, характерная для недавних инициатив в области регулирования, например, системы «Базель II», также, возможно, усугубляет проциклическую динамику.
- *Вознаграждение.* Распространенная практика вознаграждения сотрудников в зависимости от полученной годовой прибыли приводит к аналогичным

проциклическим последствиям. В период, предшествующий текущему кризису, крупные суммы вознаграждения выплачивались трейдерам и менеджерам, которые нашли пути получения высоких доходов за счет увеличения доли заемных средств и осуществления более рискованной деятельности в периоды подъема; однако им не пришлось отвечать за последующие убытки во время спада. Руководство компаний также оказалось в определенной степени защищенным от последствий банкротства ввиду ограниченной финансовой ответственности корпораций.

- *Бухгалтерский учет.* Учет на основе справедливой стоимости придает внутреннюю проциклическую поведенческую участникам финансового рынка: во время подъемов повышающиеся цены активов увеличивают чистую стоимость капитала банков и стимулируют полное использование избыточного капитала путем принятия дополнительных долговых обязательств и приобретения активов; во время спада происходит обратное. В ходе текущего кризиса существующие проблемы усугублялись неликвидностью рынка, из-за чего приходилось использовать цены, складывающиеся в критической ситуации, или расчетные цены вместо объективных рыночных цен, что дополнительно обостряло проблемы финансового сектора.

10. *Решения.* Реформы могли бы охватывать следующие области.

- *Пруденциальные нормативы.* При сохранении базовой чувствительности основы капитала к риску проциклическое поведение может сдерживаться путем повышения нормативов минимального размера капитала на фазе подъема в экономическом цикле и принятия мер, допускающих уменьшение этих резервов на фазе спада в экономическом цикле. Такие резервы капитала должны быть недискреционными и опираться на исследования необходимой структуры и параметров. Для банков с повышенной чувствительностью к забалансовым открытым позициям необходимо ввести дополнительный коэффициент заемных средств. Необходимо будет создать международную основу, которая позволяла бы банкам осуществлять более высокие «отчисления в резервы в рамках всего цикла», основанные не на ретроспективных оценках, а ожидаемых убытках.
- *Вознаграждение.* Органам надзора, возможно, необходимо будет включить схемы вознаграждения в проводимые ими общие обзоры управления риском и структур управления. Такие оценки могут основываться на новых международных принципах оптимальной практики, призванных в большей мере привязать вознаграждение к риску и достижению долгосрочной цели поддержания фирмы как действующего предприятия. Одним из основных приоритетов должен стать отказ от привязки бонусов к результатам деятельности за год и краткосрочным индикаторам — т.е. следует обеспечить возможность отсрочки выплат и возврата некоторых ранее уплаченных сумм при реализации рисков. Другим возможным решением является привязка вознаграждения к среднесрочной прибыли на активы, а не собственный капитал, с тем чтобы компенсировать смещение в сторону заемных средств на фазе подъема в экономическом цикле.
- *Бухгалтерский учет.* Проблема заключается не в слишком высокой, а в слишком низкой прозрачности, и не следует отступать от принципов учета по справедливой

стоимости только для решения проблемы временной неликвидности рынка. Необходимо четко объяснять характер неопределенности цены и делать это таким образом, чтобы вероятность ошибок в оценках симметрично отражалась в условиях как неликвидного, так и быстро растущего рынка. Улучшения могут включать более четкие рекомендации и указания в отношении стоимостных оценок на основе моделей, представления информации об отклонениях от расчетов справедливой стоимости и данных по ценам в предыдущие периоды.

### **Пробелы в информации**

11. *Проблемы.* Кризис выявил существенные пробелы в данных и понимании базовых рисков — не только со стороны органов регулирования, но и на рынке в целом. Они включают: (i) риски, связанные с балансовыми трейдинговыми счетами (отражающие сложность инструментов), и связи с забалансовыми открытыми позициями (например, сконцентрированными в структурах специального назначения); (ii) риски, заложенные в сложные структурированные продукты (стоимость которых часто выводится на основе ненадлежащих статистических моделей); (iii) трудность оценки ликвидности и риска невыполнения обязательства контрагентом в случае внебиржевых инструментов; и (iv) степень использования заемных средств и концентрации риска в системно значимых небанковских финансовых организациях.

12. *Решения.* Многие детальные рекомендации по усилению раскрытия информации охвачены в документе персонала «*Lessons for Financial Regulation*» («Уроки финансового регулирования»). Однако в целом больший упор должен быть сделан на более высокую прозрачность рынков в отношении методов, характеристик данных и оговорок, касающихся оценки стоимости сложных финансовых инструментов; улучшение информации о рынках внебиржевых производных инструментов и механизмах клиринга; и представление отчетности об открытых позициях (балансовых и забалансовых) в форме, позволяющей органам регулирования агрегировать и оценивать риски для системы в целом. Это поможет конечным инвесторам проводить некоторые надлежащие проверки, функция которых в настоящее время передана рейтинговым агентствам, а также поможет последним более точно измерять риск больших отклонений.

### **Управление системной ликвидностью**

13. *Проблемы.* По мере нарастания кризиса центральные банки принимали гибкие ответные меры, расширяя масштабы своих операций, продлевая сроки погашения инструментов, увеличивая диапазон залогового обеспечения, расширяя число контрагентов и вводя своповые кредитные линии в долларах США. Кроме того, ими применялись гарантии и прямые покупки ценных бумаг частного сектора. Хотя эти действия были, очевидно, крайне необходимы для предотвращения обвала на рынке, перечень специальных нововведений также породил целый ряд факторов обеспокоенности — от искаженных рыночных стимулов до вздувания балансов центральных банков вследствие передачи им рискованных требований к частному сектору или появления риска затухивания сигналов, подаваемых политикой. В странах с формирующимся рынком центральные банки были вынуждены также

балансировать между оказанием необходимой поддержки ликвидностью и риском облегчения бегства капитала.

14. *Решения.* Операционная основа предоставления системной ликвидности была расширена в силу простой необходимости, и во многом она должна быть сохранена. Однако столь же очевидно, что потребуются упорядоченный отход от нагромождения специальных мер. Например, центральные банки не должны быть оставлены перед долгосрочными последствиями кредитных проблем, так как это может привести к искаженному выбору мер политики. В определенный момент, вероятно, потребуется некий механизм для передачи приобретенных центральными банками активов налогово-бюджетным органам и/или компаниям по управлению активами. Потребуется также принятие более широких упреждающих мер для усиления инфраструктуры операций репо на денежном рынке (например, необходимо будет создать центральную службу клиринга операций с контрагентами), наряду с изменениями банковского регулирования в целях усиления стимулов к владению высококачественным залоговым обеспечением.

15. *Выводы.* Хотя обсуждавшиеся выше решения, как представляется, связаны с регулированием, главный урок заключается в том, что эффективное регулирование может столь же зависеть от действенного надзора за тенденциями и стимулами на финансовых рынках, как и от принятых правил. Финансовые рынки быстро эволюционируют, и любой режим может быстро устареть — во многом подобно тому, как это случилось с существующей системой. Регулирование должно обеспечивать надлежащий баланс между принятием риска на уровне фирм и сектора и риском системного кризиса. В конечном итоге, источники системного риска кроются во внешних эффектах, вызванных быстрым сокращением доли заемных средств, моральным риском или обвалом рынков активов ключевых секторов (таких как сектор жилья). Требуется более макропруденциальный подход, признающий взаимосвязи между фирмами, секторами и странами. Роль организаций, таких как ФФС и МВФ, в предпринимаемых усилиях обсуждается в разделе IV.

### **III. МЕРЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ**

16. *Макроэкономические условия.* Годы, предшествовавшие кризису, были годами высоких темпов глобального экономического роста, которые, в действительности, стали рекордными в современной истории. Это в основном был здоровый экономический рост. Производительность труда росла высокими темпами. Инфляция была стабильной в большинстве стран, что указывало на то, что расширение деятельности приблизительно соответствовало росту экономического потенциала. Долгосрочные процентные ставки были низкими, что отражало высокий уровень сбережений в странах Азии и странах с нефтяным профицитом (обратной стороной которых явился высокий чистый приток капитала в Соединенные Штаты). Краткосрочные ставки также были низкими, что отражало адаптивную денежно-кредитную политику. Однако ретроспективно становится очевидно, что эти позитивные условия привели к нарастанию системного риска. Низкие процентные ставки в сочетании с растущим чрезмерным оптимизмом в отношении будущего стимулировали рост цен на активы: от акций до жилья. Низкие процентные ставки при



ограниченной волатильности стимулировали поиск высокодоходных инструментов, а недооценка рисков вела к созданию и покупке все более рискованных активов. Центральные банки сосредоточили внимание на показателях инфляции и совокупной экономической активности и вовремя не осознавали всех последствий растущего риска.

### **Денежно-кредитная и налогово-бюджетная политика**

17. *Проблемы.* Период, предшествовавший кризису, характеризовался растущей популярностью среди макроэкономистов таргетирования инфляции. Некоторые центральные банки почти полностью ориентировали свою денежно-кредитную политику на стабилизацию инфляции. Другие также придавали значение совокупной экономической активности. Лишь небольшое число центральных банков, если такие вообще были, в достаточной степени учитывало риски, связанные с ростом цен на активы или с заимствованием в целях инвестирования, и тому было три причины. Во-первых, они недооценили сопутствующее нарастание системного риска. Во-вторых, они полагались на пруденциальные нормативы как средство его ограничения. И, в-третьих, они предполагали, что, если резкий рост цен на активы заменится их падением, и когда такое произойдет, последствия для экономической активности можно будет во многом нивелировать путем снижения процентных ставок. Оказалось, что во многих секторах действительно происходило серьезное нарастание рисков. В теории регулирование, возможно, является более эффективным инструментом, но на практике вне поля зрения органов регулирования, в теневой банковской системе, происходило огромное нарастание рисков. Наконец, даже резкое понижение ставок интервенции с начала кризиса было недостаточным для того, чтобы предотвратить глубокий спад.

18. *Решения — денежно-кредитная политика.* Ввиду того, что нарастание системного риска может повлечь за собой резкий экономический спад, а также того, что регулирование не может полностью предотвратить такое нарастание, становится очевидным, что директивные органы должны более полно принимать во внимание динамику цен на активы, резкий рост кредитования, заимствование в целях инвестирования и нарастание системного риска. Остается открытым вопрос о том, как выявлять и затем как реагировать на такое нарастание. Важный урок, который преподал нам текущий — и прошлый — кризис, заключается в том, что не все периоды резкого роста цен на активы являются одинаковыми. В частности, последствия для системного риска во многом зависят от вовлеченности в процесс финансового сектора, а также от того, связан ли такой резкий рост с высоким соотношением между заемными и собственными средствами в финансовом, жилищном или корпоративном секторах. «Вздутые» цены на активы интернет-компаний конца 1990-х годов не были связаны со столь крупным заимствованием в целях инвестирования, и поэтому их падение имело более ограниченные последствия для экономической деятельности. Текущий кризис оказался значительно более глубоким в силу того, как снижение цен на активы повлияло на баланс ключевого финансового сектора.

19. *Решения — налогово-бюджетная политика.* Налогово-бюджетная политика не играла значительной роли в период, предшествовавший кризису. Притом, что правительствам многих стран следовало использовать период высоких темпов экономического роста для сокращения государственного дефицита и долга в большей степени, чем они это делали, платежеспособность не рассматривалась в качестве фактора беспокойства, и сам кризис разразился в частном секторе. Тем не менее, из кризиса следует извлечь два важных урока. Первый заключается в том, что во многих странах бюджетный дефицит не был сокращен в достаточной степени в годы быстрого роста, когда доходы были высокими, что ограничивает фискальное пространство, необходимое для борьбы с кризисом. Второй связан со структурой налогов. Налоговые системы большинства стран благоприятствуют финансированию путем заимствования, так как процентные платежи вычитаются из налоговой базы. Это смещение в сторону заимствования в целях инвестирования усиливает уязвимость частного сектора в случае шоков и, хотя это является политически трудным, должно быть устранено.

### **Глобальные дисбалансы**

20. *Проблемы.* Хотя темпы мирового экономического роста были высокими, они также характеризовались рядом вопиющих диспропорций. Главная из них была названа «глобальными дисбалансами» — между крупным дефицитом счета текущих операций Соединенных Штатов и высоким профицитом счета текущих операций стран Азии, в особенности Китая, и стран-экспортеров нефти. Ввиду этих растущих дисбалансов МВФ создал механизм многосторонних консультаций, предназначенный для оценки системного риска и потенциальных последствий для политики. Основное беспокойство вызывало то, что инвесторы могут изменить свои мнения, и крупный приток капитала в Соединенные Штаты может неожиданно смениться оттоком, что вызовет неупорядоченную корректировку, в том числе стоимости доллара США. Однако кризис принял иную форму. Главным фактором оказалось соотношение между заемными и собственными средствами, и доллар до сих пор укреплялся. Тем не менее, глобальные дисбалансы сыграли роль в нарастании системного риска. Они способствовали установлению низких процентных ставок и крупному притоку капитала в банки США и Европы. Как было указано выше, эти два фактора затем стимулировали поиск высокодоходных инструментов, возрастание заимствования в целях инвестирования и создание более рискованных активов.

21. *Решения.* Безусловно, урок состоит в не в том, что потоки капитала необходимо резко уменьшить. Однако текущий кризис, как и многочисленные эпизоды до него, указывает на потенциальные опасности, связанные с крупным притоком капитала. Такой приток может вести к принятию чрезмерного риска, а также подвергать валютному риску отечественные финансовые организации, домашние хозяйства и фирмы. Они могут вызывать резкое повышение обменного курса, часто сменяемое его неожиданным падением, и оказывать серьезное влияние на балансы. Они могут подвергаться давлению спрос и выпуск продукции. Денежно-кредитная политика может быть неэффективной в этих условиях, так как попытки замедлить экономическую активность путем повышения процентных ставок могут делать внутренние активы лишь более привлекательными. Таким образом, кризис наводит на два вопроса. Первый касается необходимости пересмотра того, как и когда следует реагировать на

крупные дисбалансы посредством мер макроэкономической и структурной политики, затрагивающих сбережения и инвестиции. Как и в иных случаях, политика позитивного невмешательства оказалась ошибочной. Второй касается потенциальной роли пруденциальных мер в уменьшении системного риска, связанного с крупным притоком капитала, например, ограничений на валютный риск отечественных организаций и других заемщиков.

#### IV. ГЛОБАЛЬНАЯ АРХИТЕКТУРА И МВФ

22. *Определение.* Термин «глобальная архитектура» относится здесь к официальным механизмам, которые способствуют финансовой стабильности и бесперебойному движению товаров, услуг и капитала между странами. Это включает систему механизмов — в которой Фонд является одной из составных частей, — направленных на обеспечение следующего:

- надзор — то есть отслеживание угроз для внешней стабильности, независимо от того, являются ли их источниками шоки, меры экономической политики, валютные курсы, потоки капитала или недостатки данных;
- многостороннее сотрудничество — то есть институциональные механизмы для проведения мер политики;
- финансовое регулирование — то есть надлежащая практика финансового надзора и основные правила сотрудничества по вопросам, касающимся трансграничных финансовых организаций; и
- финансирование — то есть официальные ресурсы для удовлетворения потребностей в ликвидности или корректировке.

#### Надзор

23. *Проблемы.* Один из основных вопросов касается активности и направленности предупреждений в докризисный период. Хотя имелись некоторые аналитические результаты, предвосхищавшие ситуацию, в целом предупреждения были слишком разрозненными и неконкретными, чтобы вызвать ответную реакцию политики даже на уровне отдельных стран, не говоря уже о коллективной реакции. Например, многие учреждения предостерегали против «концентрации риска», но это не давало оснований для действий в отсутствие конкретного наименования (МСИ) и конкретных ответных мер политики (плата за небалансовые риски). Отсутствовали также какие-либо предположения о негативных макроэкономических последствиях. Хотя это едва ли касается одного лишь Фонда, в его надзоре совокупный межсекторный риск и значение обратной связи и цепной реакции от финансового сектора существенно занижались. Результатом были оптимистичные итоговые сообщения, особенно в отношении преуспевающих стран, таких как США и Соединенное Королевство. Фонд предупреждал о глобальных дисбалансах, но упустил ключевую связь с надвигающимися опасностями в теневой банковской системе. В начале 2008 года он все-таки сделал ранее предупреждение об убытках банков и соответствующих

последствиях для экономического роста, которое расходилось с общепринятыми представлениями, но было уже слишком поздно.

24. *Решения.* Необходимо создать менее фрагментированную и более целенаправленную систему раннего предупреждения, с тем чтобы объединить сферы компетенции, рассредоточенные между различными организациями (таким как Фонд, ФСС, БМР) и, кроме того, между итоговыми документами самого Фонда (ПРМЭ/ДГФС/доклады в рамках ФСАП/документы в соответствии со Статьей IV), и углубить понимание слабо изученных вопросов. Фонду следует заострить внимание на улучшении включения вопросов финансового сектора в ПРМЭ и консультации в соответствии со Статьей IV и уточнении ФСАП, причем в рамках последних надлежит перейти от комплексных оценок к основанным на риске тематическим оценкам, обязательным для всех системно значимых стран. В более общем плане, неявное предположение о том, что риски связаны главным образом с менее развитыми рынками, должно уступить место надзору за всеми источниками системного риска, как в странах с развитой экономикой, так и в странах с формирующимся рынком. Это потребует, среди прочего, уделения внимания последствиям трансграничных взаимодействий и потенциальных изменений валютного курса для системного риска.

### **Многосторонний подход**

25. *Проблемы.* Даже в тех случаях, когда предупреждения делались и проблемы были осознаны, механизмы для скоординированных действий и соответствующие обязательства были неадекватными. Например, неупорядоченное урегулирование глобальных дисбалансов признавалось в качестве системного риска в течение многих лет, даже несмотря на то, что точный характер потенциального краха был неясен (например, сбрасывание всех долларовых активов или только частных долларовых активов). Тем не менее, как отмечалось раньше, коллективные действия оказались труднодостижимыми, и усилия МВФ в рамках его новых многосторонних консультаций в 2006–2007 годы привели лишь к весьма ограниченным обязательствам со стороны их участников. Даже после начала кризиса первые ответные меры политики были отнюдь не совместными, и тем более не скоординированными. Страны поспешили защитить свои собственные банки гарантиями, рискуя вызвать массовые изъятия вкладов в других странах; поддержка ликвидности в США первоначально была ориентирована на внутренние рынки, несмотря на то, что необходимость в долларах у других денежных центров была не меньшей; а отсутствие предварительно согласованных механизмов распределения бремени привело к тому, что страны быстро ввели меры по защите активов в своих юрисдикциях с появлением признаков неплатежеспособности трансграничных структур. Хотя в настоящее время необходимость в сотрудничестве наконец-то осознана, по-прежнему отсутствует согласованная центральная точка отсчета обсуждений.

26. *Решения.* Существует необходимость лидерства в принятии ответных мер для преодоления системных рисков в глобальной экономике. Фонд не был эффективен в этой роли, что было обусловлено его жесткими структурами полномочий и формалистическими методами работы, которые приводили к смещению дискуссий по вопросам политики в более малые и гибкие группы, такие как различные группы

стран и ФСС. Последние, впрочем, также не свободны от своих собственных проблем, связанных с легитимностью и возможностями контроля, но их актуальность для координации политики неоспорима. Для того чтобы Фонд мог находиться в центре обсуждений политики и соответствующей деятельности, ему потребуется преодолеть основополагающий дефицит заинтересованности и эффективности путем:

(i) перебалансирования долей стран в общей сумме квот — и более оперативно, чем предусматривалось постепенным процессом, выработанным в ходе последнего пересмотра квот; (ii) перехода к более представительной структуре Совета и МВФК; (iii) предоставления форума более высокого уровня министрам и управляющим, входящим в состав МВФК, в целях активизации его вовлеченности в политику и повышения его политической легитимности по важнейшим вопросам, таким как ранее предупреждение и ответная реакция; и (iv) ускорения других реформ управления в таких областях, как подотчетность и установление действительно открытого процесса выбора руководства Фонда.

### **Финансовое регулирование**

27. *Проблемы.* В обычные времена механизмы обмена информацией и совместной оценки риска между национальными органами регулирования функционируют достаточно хорошо даже в отсутствие официальных меморандумов о договоренности. Однако во времена кризиса возникают проблемы, связанные с иными пороговыми уровнями для проведения интервенций; иной степени значимости рисков (данный конкретный риск может быть небольшим для крупного иностранного банка, но огромным для принимающей страны); и иными механизмами урегулирования и системами защиты. Наиболее серьезный вопрос заключается в том, что не существует предполагаемых правил, регулирующих разрешение проблем или распределение бремени на трансграничном уровне. В отсутствие таких правил или методов сотрудничества обязанности органов надзора перед своими собственными налогоплательщиками заставляют их минимизировать обязательства перед нерезидентами и максимизировать контроль над активами. Например, перед лицом неизбежного краха исландских банковских филиалов, подведомственных надзорным органам Исландии, и в отсутствие гарантий того, что обязательства банков Соединенного Королевства будут выполнены, надзорные органы Соединенного Королевства ввели меры по защите активов исландских банков; крах компании «Lehman» также привел к введению дискриминационных и потенциально неэффективных мер по защите активов за пределами США.

28. *Решения.* Постоянные усилия, направленные на обеспечение координации посредством международных коллегий надзорных органов и кодексов поведения, в которых Фонд мог бы играть определенную роль, несомненно, будут полезными. Однако в конечном счете потребуется внести более фундаментальные усовершенствования в институциональную и правовую систему, с тем чтобы создать обязательный кодекс поведения для всех стран, что отчасти является политической задачей, выходящей за пределы возможностей регулирующих и надзорных органов. Это — чрезвычайно сложная задача, но если страны смогут преодолеть барьер, связанный с разделением бюджетных издержек, имеются пути для движения вперед. Одним из них мог бы стать международный устав для банков, проводящих

трансграничные операции, в котором излагались бы процедуры совместной оценки риска различными органами надзора, принятия коррективных мер и распределения бремени. Другим могло бы стать достижение соглашений по этим вопросам между надзорными органами стран происхождения и принимающих стран и превращение коллегий в арбитров при обеспечении соблюдения договоренностей (например, распределение бремени убытков пропорционально риску конкретного банка в каждой юрисдикции). Эти усилия должны охватывать структуры офшорных центров, проводящих системные операции.

## **Финансирование**

29. *Проблемы.* Отсутствие постоянно действующих механизмов обеспечения долларовой ликвидности остро ощущалось на межбанковских рынках во всем мире, а не только в странах с формирующимся рынком, но потребовалось несколько недель — месяцев в случае стран с формирующимся рынком, — чтобы преодолеть стрессы даже после создания специальных двусторонних своповых механизмов между центральными банками. Кроме того, хотя многие малые страны с формирующимся рынком в последнее время использовали ресурсы Фонда, доступ к адекватной ликвидности и финансированию в более крупных странах продолжает представлять проблему, равно как и отсутствие механизма страхования, адекватного по размеру и свободного от политического багажа, ассоциирующегося с предъявляемыми условиями стандартной программы. Без такого страхования страны с формирующимся рынком будут стремиться застраховать себя путем накопления избыточных резервов, что может привести к искажению глобальной структуры сальдо счетов текущих операций в предстоящие годы.

30. *Решения.* Необходимость в общем страховании ликвидности оказалась реальной, а не гипотетической. Поскольку временные своповые механизмы между центральными банками ограничены небольшим числом стран, было бы целесообразно установить более широкомасштабный и долгосрочный механизм страхования. Одним из важных шагов для Фонда могло бы стать предоставление превентивной кредитной линии с высоким уровнем доступа для стран с надежными основами экономической политики или модификация недавно введенного механизма краткосрочной поддержки ликвидности (СЛФ) в целях распространения его использования на условия, требующие превентивной поддержки. В случае стран, не отвечающих более высоким предварительным критериям для получения СЛФ, можно было бы расширить использование превентивных договоренностей «стэнд-бай» с высоким уровнем доступа. В более общем плане резкое увеличение кредитов МВФ на столь ранней стадии кризиса поставило вопросы относительно адекватности кредитного потенциала Фонда. Необходимо будет быстро развеять такие сомнения, с тем чтобы программы, поддерживаемые ресурсами МВФ оставались надежным стабилизирующим фактором всей системы.

**Первые уроки кризиса: основные рекомендации**

<b>Финансовое регулирование и надзор</b>			
<p><b>Периметр регулирования и надзора</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Охватить все системные риски и организации</li> <li>• Уточнить мандат надзора за системной стабильностью</li> <li>• Раскрывать информацию для определения вклада в системный риск, дифференцировать надзор</li> <li>• Надзор, основанный на стимулах, например, начисления для поощрения более системно безопасного трейдинга и клиринга</li> <li>• Регулирование должно быть основано на деятельности, а не организации</li> <li>• Сохранение гибкого периметра, обеспечивающее возможность для адаптации с течением времени</li> </ul>	<p><b>Рыночная дисциплина</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Уменьшение конфликтов интересов в рейтинговых агентствах</li> <li>• Создание у инвесторов заинтересованности в проведении надлежащей проверки</li> <li>• Снижение роли рейтингов при оценке соблюдения пруденциальных правил</li> <li>• Дифференцированная шкала для структурированных продуктов</li> <li>• Препятствия созданию мега-организаций и усиление надзора за ними</li> <li>• Сохранение ключевых функций системных банков в конкурсном производстве; наличие «спусковых механизмов» интервенции; предсказуемое распределение убытков</li> </ul>	<p><b>Прозрачность</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Контрциклические нормативы в отношении достаточности капитала; дополнительные коэффициенты заемных средств для банков; «отчисления в резервы в рамках всего цикла»</li> <li>• Основанные на риске модели вознаграждения, подлежащие регулятивному надзору, отмена привязки годовых выплат к годовым результатам или увязка с прибылью на активы, а не собственный капитал</li> <li>• Представление дополнительных данных о вариации, динамике цен в учете по справедливой стоимости; рекомендации в отношении стоимостных оценок на основе моделей; симметричный подход к подъемам и спадам</li> </ul>	<p><b>Пробелы в информации</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Прозрачность в отношении стоимостной оценки сложных инструментов</li> <li>• Улучшение информации о рынках внебиржевых производных инструментов и механизмах клиринга</li> <li>• Представление отчетности об открытых позициях (балансовых и внебалансовых) в форме, позволяющей оценивать системные риски</li> </ul> <p><b>Управление системной ликвидностью</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Планировать своевременный и упорядоченный отход от специальных мер</li> <li>• Усиление инфраструктуры базовых операций РЕПО на денежном рынке и повышение стимулов к владению высококачественным залоговым обеспечением</li> </ul>
<b>Макроэкономическая политика</b>			
<p><b>Денежно-кредитная политика</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Мандат в области макрофинансовой стабильности, а не только стабильности цен</li> <li>• Принимать ответные меры в связи с тенденциями принятия риска и финансового леввериджа в масштабах всей экономики; решать проблемы, связанные с внешними факторами системных кризисов</li> </ul>	<p><b>Налогово-бюджетная политика</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Увеличивать профициты во время подъемов, с тем чтобы иметь больше бюджетного пространства для ответной реакции на кризисы.</li> </ul> <p>Стремиться к нейтральности налоговой системы в отношении формы финансирования</p>	<p><b>Глобальные дисбалансы</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Избегать политики невмешательства; использовать меры макроэкономической и структурной политики, воздействующие на сбережения и инвестиции</li> <li>• Использовать пруденциальные меры для ограничения системного риска</li> </ul>	

<b>Глобальная архитектура и МВФ</b>			
<p><b>Надзор</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Целенаправленное ранее предупреждение и конкретные ответные меры политики</li> <li>• Включение финансового сектора в ПРМЭ и документы по Статье IV</li> <li>• Основанные на риске тематические ФСАП, обязательные для всех системно значимых стран</li> <li>• Заострение внимания на всех источниках системного риска, как в развитых странах, так и в странах с формирующимся рынком, включая системные риски, связанные с трансграничными потоками капитала и несбалансированностью валютных курсов.</li> </ul>	<p><b>Многосторонний подход</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Принятие обязательства о совместных действиях: центральный орган для принятия мер в ответ на системные риски в глобальной экономике</li> <li>• Продвижение вперед в перебалансировании долей в общей сумме квот; более представительный Совет и МВФК</li> <li>• Активизация вовлеченности МВФК в политику</li> <li>• Повышение подотчетности Фонда</li> <li>• Переход к системе действительно открытого выбора руководства Фонда.</li> </ul>	<p><b>Финансовое регулирование</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Обязательный кодекс поведения для всех стран, а именно:</li> <li>• Международный устав для банков, функционирующих в нескольких юрисдикциях; или</li> <li>• Соглашение об оценке риска между страной происхождения и принимающей страной, соблюдение которого обеспечивается коллегиями надзорных органов.</li> </ul>	<p><b>Финансирование</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Фонд предоставляет превентивную кредитную линию с высоким уровнем доступа странам с надежными основами экономической политики.</li> <li>• В случае других стран – более широкое использование превентивных договоренностей «стэнд-бай» с высоким уровнем доступа</li> <li>• Необходимо быстрое заверение в том, что у Фонда имеются адекватные ресурсы, чтобы он оставался надежной стабилизирующей силой.</li> </ul>