



После вспышки

Вид с воздуха на финансовый район Нью-Йорка, США.

сверхновой звезды

Выводы из проведенной МВФ оценки финансовой системы США для урегулирования кризисов

Ашок Вир Бхатиа

В МИРЕ еще не улеглись страсти, вызванные крахом инвестиционно-банковской группы Lehman Brothers, когда в начале 2009 года власти США предложили Международному Валютному Фонду (МВФ) провести оценку финансовой системы страны.

США находились в разгаре одного из самых разрушительных за последние сто лет финансовых кризисов, который имел огромные последствия в плане сокращения занятости и объема производства, значительного увеличения государственного долга и пагубных вторичных эффектов для остального мира.

Антикризисные меры США были решительными и энергичными, что помогло предотвратить крах всей системы. Официальные органы США оказали чрезвычайную поддержку ликвидности многим компонентам финансовой системы, и началось обсуждение важнейших реформ законодательства, призванных укрепить системы надзора и регулирования. Учитывая время, выбранное для проведения МВФ независимой оценки, персоналу МВФ и должностным лицам США, участвующим в этой оценке, предстояло решить весьма необычные задачи. В то же время это предоставило уникальную возможность сделать выводы из тех событий, которые вызвали кризис, и на основе этих выводов разработать программу реформ.

МВФ и Всемирный банк начали свою совместную Программу оценки финансового сектора (ФСАП) еще в конце 1990-х годов, после азиатского финансового кризиса, и хотя к тому времени в этой программе уже приняли участие более 120 стран, для США такого рода оценка была первой.

Для решения трудной задачи оценки самой сложной в мире финансовой системы МВФ сформировал большую группу сотрудников, возглавляемую Департаментом денежно-кредитных систем и рынков капитала. В период с октября 2009 года по март 2010 года эта группа провела свыше 150 совещаний с участием представителей практически всех федеральных органов регулирования США, органов регулирования нескольких штатов и многочисленных участников рынка. В июне результаты

оценки были представлены властям США и обсуждены в ходе совещаний с участием директора-распорядителя МВФ Доминика Стросс-Кана, председателя Совета управляющих Федеральной резервной системы (ФРС) Бена Бернанке и министра финансов США Тимоти Гейтнера. В июле результаты ФСАП были обсуждены Исполнительным советом МВФ. Тогда же были опубликованы окончательные доклады.

Хотя в ходе оценки был проанализирован широкий круг вопросов — в частности, были проведены стресс-тесты ключевых финансовых организаций, дана оценка качества осуществляемого в США надзора в сопоставлении с международными стандартами и существующих механизмов управления системной ликвидностью и антикризисного управления, — в центре внимания этого ретроспективного анализа оказались некоторые из важных кризисных событий, произошедших в 2008 году, и то, как эти события повлияли на выводы членов группы о действующих в США механизмах урегулирования кризисных ситуаций.

Расширение охвата

Рекомендации МВФ по вопросам политики в отношении систем финансовой защиты и механизмов санации, которые в течение многих часов обсуждались с должностными лицами, рассказавшими о своем опыте работы в условиях кризиса и о мерах, принятых ими в этих условиях, во многом определялись одной очень важной и повторяющейся темой: представители органов регулирования США неоднократно оказывались в ситуации, не имея надлежащих юридических полномочий для решения проблемы терпящих бедствие или испытывающих серьезные затруднения небанковских финансовых фирм, таких как Lehman Brothers и Bear Stearns, при том что применительно к банкам они были наделены надлежащими полномочиями и располагали надлежащими механизмами.

Одним словом, задача заключалась в том, чтобы распространить механизмы урегулирования кризисных ситуаций, применяемые в отношении коммерческих банков, на небанковские

фирмы, в том числе на холдинговые компании крупных, сложных по своей структуре финансовых групп, потенциально способных дестабилизировать всю систему.

Ситуация с Bear Stearns стала первым предупреждающим сигналом о том, что инвестиционные банки, полностью выполняющие нормативы капитала и ликвидности, могут, тем не менее, внезапно лишиться доступа к финансированию через краткосрочные операции РЕПО, жизненно важный для них механизм. РЕПО представляет собой один из видов финансирования, при котором ценные бумаги продаются за наличные, часто с дисконтом, который называют «запасом прочности». При этом заключается договоренность об обратном выкупе этих ценных бумаг, часто на следующий день, с разницей в цене, которая равна процентам. В марте 2008 года дисконты, установленные для Bear Stearns по заимствованию в рамках операций РЕПО, резко выросли, что фактически сделало этот инвестиционный банк неликвидным.

До тех пор, поскольку операции РЕПО были обеспеченными, считалось, что подобный вид финансирования является стабильным и надежным. Однако впоследствии стало очевидным, что даже рынок РЕПО уязвим по отношению к внезапной утрате доверия. По этой причине, особенно во время обсуждения этих вопросов с должностными лицами ФРС в Вашингтоне и Нью-Йорке, группа ФСАП подчеркнула необходимость реформирования рынка РЕПО, в частности, установления шкалы минимальных дисконтов применительно к залоговому обеспечению по РЕПО.

В свете событий, повлекших за собой неликвидность Bear Stearns, впервые возникли вопросы насчет инструментов чрезвычайного кредитования, используемых центральным банком США. Во вторник, 11 марта 2008 года, ФРС объявил о программе, целью которой было повышение уровня ликвидности на рынках ипотечного кредитования, — так называемого механизма краткосрочного кредитования в форме ценных бумаг. Этот механизм стал первым из многочисленных новых механизмов пополнения ликвидности, предусмотренных чрезвычайными полномочиями центрального банка. Для использования этого механизма необходимо было, чтобы две трети состава Совета управляющих ФРС согласились с тем, что сложились «необычные или чрезвычайные обстоятельства». Случайно или неслучайно, но через два дня Bear Stearns испытал серьезные трудности с финансированием.

К пятнице, 14 марта, стало очевидным, что банкротство Bear Stearns неминуемо, что подвергало всю остальную систему риску весьма нежелательных последствий, учитывая, что эта компания весьма активно действовала на рынке производных финансовых инструментов и играла важнейшую роль в качестве источника финансирования хеджевых фондов.

В порядке временного финансирования до ближайших выходов Федеральным резервным банком Нью-Йорка через механизм переучета предоставил ссуду в размере 13 млрд долл. США предположительному приобретателю Bear Stearns банку JPMorgan Chase, который, в свою очередь, предоставил Bear Stearns перекрестный кредит на такую же сумму. В воскресенье, будучи обеспокоенной состоянием других крупных инвестиционных банков и функционированием рынка РЕПО, от которого они зависели, ФРС утвердила использование механизма кредитования первичных дилеров (ПДСФ), который был введен в действие в понедельник.

В то время как используемый в США инструмент для поддержки системной ликвидности в условиях кризиса всегда давал розничным депозитным организациям возможность прибегнуть к помощи кредитора последней инстанции, ПДСФ представлял собой своего рода механизм переучета для крупных дилеров по операциям с ценными бумагами. Таким образом, он ознаменовал собой существенное расширение федеральной системы финансовой защиты.

Хотя в то же воскресенье, когда было объявлено о введении ПДСФ, JPMorgan Chase обязался взять на себя обязательства Bear Stearns, окончательные условия приобретения были объявлены лишь в понедельник, 24 марта. Федеральный резервный банк Нью-Йорка согласился обеспечить финансирование

этой операции, предоставив ссуду в размере 29 млрд долл. США структуре специального назначения Maiden Lane, которая, в свою очередь, должна была приобрести активы Bear Stearns. Эта схема позволила центральному банку осуществить покупку активов в качестве обеспеченной залогом ссуды в соответствии со своими чрезвычайными полномочиями, механизма, который неоднократно применялся в последующие месяцы.

Обеспечить сбалансированность

В ходе совещаний группы сотрудников МВФ с официальными лицами и представителями частного сектора были обсуждены важные проблемы, возникшие в связи с Bear Stearns, и вопросы, касающиеся механизмов поддержания ликвидности. Одним из главных стал вопрос о том, оправдано ли постоянное расширение системы финансовой защиты, например, путем сохранения ПДСФ на неопределенный срок, или же это неоправданно повышает моральный риск в системе. Еще одним вопросом был вопрос о том, не слишком ли высоким был барьер, препятствующий применению ФРС своих чрезвычайных полномочий, поскольку существовал риск того, что критерий «необычных или чрезвычайных обстоятельств» мог нарушить нормальное функционирование финансовых рынков. Кроме того, был обсужден вопрос о том, насколько целесообразно предоставление центральным банком ссуд отдельным небанковским финансовым фирмам.

В конечном счете группа согласилась с тем, что использование механизмов поддержания ликвидности может быть временно приостановлено и что эти механизмы можно будет вновь задействовать, если того потребуют сложившиеся обстоятельства. Для того чтобы обеспечить баланс между правилами и свободой действий, было рекомендовано более четко сформулировать принципы, на которых в будущем должно основываться кредитование небанковских финансовых организаций центральным банком, сохранив достаточную гибкость для импровизации в зависимости от ситуации, в том числе возможность предоставления ликвидности отдельным фирмам в чрезвычайных обстоятельствах.

Оглядываясь назад, можно сказать, что ситуация с Bear Stearns, оказавшимся на грани краха, выявила серьезный недостаток системы — отсутствие режима санации системно значимых, но испытывающих серьезные трудности инвестиционных банков. В данном случае неупорядоченного решения проблемы удалось избежать только благодаря тому, что JPMorgan Chase согласился приобрести Bear Stearns и гарантировать его обязательства, причем еще до того, как были согласованы все условия. Впоследствии этот прокол в системе санации оказался почти роковым в случае с Lehman Brothers.

Пример Bear Stearns также наглядно продемонстрировал возможности ФРС для урегулирования кризисных ситуаций. Юридические и практические ограничения удалось искусно обойти, о чем свидетельствуют инновационная схема (структура специального назначения) и фактическая поддержка, оказанная рынку РЕПО путем введения в действие механизма ПДСФ за один лишь выходной. Однако в связи с принятием комплексных мер вмешательства возникли также сложные вопросы в плане обмена информацией, в том числе вопрос о том, где и как провести черту между поддержкой ликвидности и поддержкой платежеспособности.

Об этих серьезнейших недостатках инструментов урегулирования кризисных ситуаций в США свидетельствовали ухудшение условий кредитования во всей экономике и продолжающиеся распродажи финансовых активов по сниженным ценам. Через шесть месяцев наступил тот роковой день, когда Lehman Brothers вынуждена была объявить себя банкротом, что подтвердило отсутствие надлежащих механизмов несостоятельности системно значимого инвестиционного банка.

Залог и еще раз залог

Федеральный резервный банк Нью-Йорка сформировал 12 сентября 2008 года синдикат, собрав в него заинтересованные

банки, и постарался убедить эти банки в том, что им следует финансировать приобретение Lehman. После того как Bank of America решил слиться с Merrill Lynch, единственным потенциальным покупателем остался Barclays из Великобритании. Хотя условия были согласованы к воскресному утру, сделка сорвалась, поскольку Barclays объявил о том, что не сможет напрямую гарантировать существующие трейдинговые обязательства Lehman. В соответствии с законами Великобритании, для того чтобы Barclays смог предоставить гарантии, необходимо было либо соответствующее голосование акционеров, либо разрешение соответствующего органа регулирования Великобритании, однако ни то, ни другое не могло быть получено в тот день.

ФРС не смогла предоставить чрезвычайный кредит, который по закону должен был быть безубыточным, — условие, которое Lehman не смогла выполнить из-за недостаточности залогового обеспечения. Поскольку ФРС не была уполномочена выдавать гарантию, Lehman ничего не оставалось, кроме как объявить себя банкротом, что и произошло в понедельник, 15 сентября 2008 года. Если требовалось доказательство того, что одна лишь финансовая фирма может иметь такое огромное значение для всей системы, этим доказательством послужила Lehman. Вся мировая экономика погрузилась в рецессию.

Пример Lehman продемонстрировал, что системные последствия банкротства финансовой фирмы могут усугубляться международными операциями этой фирмы и несогласованностью между процедурами банкротства, действующими в разных странах. В США Резервный банк Нью-Йорка мог продолжать кредитование брокерско-дилерских филиалов Lehman, что помогло им проработать еще три рабочих дня после объявления о банкротстве холдинговой компании, что, в свою очередь, позволило сохранить стоимость и сделать ликвидацию в определенной степени менее беспорядочной. В то же время, в Великобритании лондонский филиал Lehman пришлось передать во временное управление с незамедлительным мораторием на все операции, что вызвало панику. Начавшийся в результате массовый наплыв требований о дополнительном покрытии привел к краху еще одного участника финансовой системы — American International Group (AIG).

Банкротство Lehman лишило всех надежд на то, что удастся мобилизовать частный сектор на оказание помощи AIG. Учитывая, что AIG предоставила страхование кредитов финансовым посредникам в США и Европе на сумму около 500 млрд долл. США, ФРС решил предоставить финансирование. ФРС решила, что в отличие от Lehman, у AIG *имеется* достаточное залоговое обеспечение в виде большого числа платежеспособных филиалов. Первый кредит в размере 85 млрд долл. США, который был предоставлен AIG Резервным банком Нью-Йорка и о котором было объявлено во вторник, 16 сентября, был обеспечен практически всеми активами AIG.

Группа МВФ расценила эти события как позволяющие сделать важные выводы для дальнейшей реорганизации используемых в США механизмов регулирования кризисных ситуаций. В частности, группа отметила, что если *какой-либо* из официальных органов США был наделен полномочиями предоставить промежуточную гарантию холдинговой компании Lehman, все могло обернуться иначе, в том числе для AIG. Более того, полномочия по санации дилеров по ценным бумагам, в сравнении с полномочиями в отношении коммерческих банков и сберегательных ассоциаций, были явно недостаточными и не позволяли решать системные проблемы. Оба эти фактора явно свидетельствовали о необходимости создания нового механизма санации.

Дефолт холдинговой компании Lehman по значительной сумме долговых ценных бумаг также, в свою очередь, вызвал массовое изъятие средств институциональных инвесторов из фондов денежного рынка — процесс, который удалось остановить на третий день после его начала, когда Казначейство предложило гарантировать все фонды денежного рынка. Эта гарантия, аналогичная покрытию инвестиционных фондов денежного рынка федеральным страхованием депозитов, оказалась

действенной и позволила укрепить доверие и предотвратить дальнейшее изъятие. Группа в целом приветствовала этот шаг, однако было отмечено, что такая необходимость появилась из-за отсутствия ограничений в отношении фондов денежного рынка, которые лишали бы их возможности действовать по существу подобно банкам. Эту проблему необходимо решить в будущем. Резкое ухудшение ситуации в плане утраты уверенности в том, что участники рынка способны выполнить свои обязательства по суточному финансированию, также свидетельствовало о том, что необходимо расширить перечень приемлемого залогового обеспечения и приемлемых контрагентов, используемых для проведения операций на открытом рынке, причем к числу таких контрагентов должны относиться ключевые коммерческие банки. Благодаря этому центральный банк имел бы более широкие возможности для предоставления системной ликвидности в трудные для рынка времена.

Открытие шлюзов

Теперь, когда Bear Stearns и Merrill Lynch были куплены, а Lehman прекратила свое существование, усилилось давление на Goldman Sachs и Morgan Stanley, которые избежали банкротства в сентябре 2008 года только благодаря серии чрезвычайных мер, принятых ФРС с целью дальнейшего повышения уровня ликвидности в системе.

В воскресенье, 14 сентября 2008 года, когда банкротство Lehman неукротимо надвигалось, центральный банк объявил об ослаблении лимитов, установленных в отношении кредитования депозитными организациями их небанковских филиалов применительно к активам, которые обычно финансировались на рынке РЕПО, и расширил перечень залогового обеспечения в рамках ПДСФ, включив в него все ценные бумаги, используемые в рамках РЕПО. Через неделю Федеральный резервный банк Нью-Йорка был уполномочен предоставить кредиты *всем* американским брокерско-дилерским филиалам Goldman, Morgan и Merrill (а не только их главным первичным дилерам), а также их лондонским брокерско-дилерским филиалам. Эти меры позволили Резервному банку Нью-Йорка фактически поддержать весь рынок РЕПО, причем решение предоставить кредиты европейским организациям, по-видимому, объяснялось оценкой, согласно которой залоговое обеспечение, принадлежавшее американским филиалам, могло не покрывать потребности этих групп в финансировании.

В качестве еще одной связанной с этим меры 7 октября ФРС объявила о создании Механизма финансирования коммерческих ценных бумаг, в рамках которого Резервный банк Нью-Йорка был уполномочен (опять-таки, с использованием структуры специального назначения) фактически покупать трехмесячные обеспеченные и необеспеченные коммерческие ценные бумаги (финансовые и нефинансовые) с высоким рейтингом. Эта программа, которая впоследствии стала наиболее широко используемой из всех широкодоступных механизмов пополнения ликвидности в чрезвычайной ситуации, стала еще одним поворотным пунктом: центральный банк впервые предложил финансировать нефинансовые фирмы.

Группа сотрудников МВФ отметила, что к началу октября 2008 года уцелевшие крупные американские инвестиционные банки смогли получить доступ к ликвидности центрального банка через свои (малые) депозитные филиалы, свои (крупные) брокерско-дилерские филиалы в США и Великобритании и через свои холдинговые компании, которые могли напрямую выпускать краткосрочные долговые обязательства для Резервного банка Нью-Йорка. Эта мера политики сыграла решающую роль и, опять-таки, подчеркнула системное значение ключевых фирм и рынков, обычно действующих за рамками системы финансовой защиты.

Последний случай нехватки ликвидности

Группа МВФ проанализировала ситуацию и установила, что в отличие от инвестиционных банков, для коммерческих бан-

ков существовали четко сформулированные полномочия и процедуры санации.

В пятницу, 26 сентября Wachovia, шестая по величине американская банковская холдинговая компания, испытала массовое сворачивание незастрахованного финансирования. Учитывая, что Wachovia была крупным дилером, проводившим операции с производными кредитными инструментами, надвигающийся крах этой организации, вне всякого сомнения, повлиял бы на всю финансовую систему.

Продолжением этой драмы стало решение властей США впервые привести в действие «исключение в случае системного риска» из общего правила, в соответствии с которым Федеральная корпорация по страхованию депозитов (ФКСД) обязана проводить санацию банков с наименьшими затратами для налогоплательщика. Для того чтобы это исключение было приведено в действие, его должны были утвердить две трети членов Совета управляющих ФРС, две трети Правления ФКСД и Министр финансов после консультации с Президентом США. Все это было сделано утром в понедельник, 29 сентября, что позволило ФКСД гарантировать пул активов Wachovia в размере около 300 млрд долл. США, после чего банк Citі согласился обеспечить Wachovia ликвидностью.

Такой большой, что не купить

После этого во вторник, 14 октября, ФКСД объявила об одной из наиболее далеко идущих мер политики за весь период кризиса — о Программе временных гарантий ликвидности. Она состояла из двух элементов: гарантии по всем беспроцентным счетам в коммерческих банках и сберегательных ассоциациях, застрахованных ФКСД, и гарантии по пролонгации необеспеченных долгов эмитентов для этих организаций и их холдинговых компаний.

Эта программа гарантий ФКСД и связанные с ней меры помогли изменить ход событий. Начало этой программы стало второй ситуацией, когда власти США решили привести в действие исключение в случае системного риска, и единственной ситуацией, когда это было сделано для утверждения широкодоступного механизма. Как только механизм гарантий был введен в действие, все вернулось на круги своя — к нехватке нормативов капитала. Связанные с этой нехваткой проблемы, как правило, обострялись не так быстро, и у ФКСД было достаточно времени для привлечения потенциальных покупателей испытывавших проблемы организаций. Впоследствии это исключение было применено также для того, чтобы ФКСД смогла гарантировать активы Citibank и Bank of America — банковских холдинговых компаний, которые были слишком крупными и не могли найти потенциальных покупателей.

Ситуация с Citі, в частности, дополнительно пролила свет на сложности решения проблем огромных финансовых групп, особенно учитывая вероятность того, что необходимо будет применить положения о перекрестных гарантиях между ведущим коммерческим банком и его крупным банком-эмитентом кредитных карт.

Вне всякого сомнения, наличие исключения в случае системного риска помогло спасти глобальную финансовую систему от еще более страшной катастрофы. Сотрудникам МВФ этот пример продемонстрировал, насколько важно не ограничивать тех, кто старается урегулировать кризисную ситуацию, слишком жесткими рамками принципа санации с наименьшими затратами действующего применительно к отдельным фирмам. Когда под угрозой оказывается финансовая стабильность, интересы налогоплательщика необходимо сопоставить с потенциальным ущербом от краха всей системы.

Новые полномочия

Группа МВФ пришла к заключению, что до глобального финансового кризиса в США существовали фактически лишь два инструмента урегулирования кризиса — кредиты ФРС и санация банков, проводимая ФКСД.

Безусловно, отметила группа, действующий в США режим санации является гораздо более совершенным, чем режимы в странах, где на банки распространяется общая система банкротства. Вместе с тем, у этого режима есть свои недостатки, в том числе отсутствие полномочий для вмешательства на уровне холдинговой компании. МВФ поддержал предложения относительно того, что необходимо предусмотреть новые полномочия для санации, позволяющие принимать меры в отношении конечных холдинговых компаний (всех) коммерческих банков и сберегательных ассоциаций, в то же время сохранив требование о наименьших затратах применительно к ситуациям, не угрожающим всей системе, и обеспечить автоматическое приведение в действие механизмов незамедлительного принятия корректирующих мер.

Действующий в США режим оперативных корректирующих мер в отношении проблемных банков, введенный в условиях кризиса ссудо-сберегательных ассоциаций 1980-х годов, был эффективной системой, нуждавшейся в модернизации. Новые реальные условия были таковы, что даже малые банки, как правило, имели незастрахованные источники финансирования и могли достигать официальных порогов для вмешательства быстрее, чем можно было сформулировать планы действий, направленных на устранение недостатков. По мнению группы, решение заключалось в разработке практичного сочетания условий, автоматически приводящих в действие основанные на ликвидности механизмы принятия своевременных мер, и более высоких нормативов по капиталу.

Наконец, если усовершенствовать процедуры санации банков было трудно, то создать новый механизм для санации крупных финансовых групп со сложной структурой было предельно сложной задачей. Здесь, как и в других областях деятельности, по мере продолжения оценки в рамках ФСАП, постепенно принимала очертания реформа финансового законодательства США. Группа сотрудников МВФ поддержала решение распространить процедуры санации банков на небанковские финансовые фирмы, имеющие значение для всей системы, с тем чтобы обеспечить непрерывность важнейших финансовых услуг в интересах стабильности системы. Действительно, весь этот процесс принятия «особых мер» в отношении системно значимых групп должен приводиться в действие юридическими процедурами, построенными по модели исключения в случае системного риска.

Вместе с тем, группа подчеркнула, что для эффективного применения новых полномочий необходимо будет все тщательно спланировать и подготовить. Необходимо будет постоянно наблюдать за состоянием важных финансовых групп, с тем чтобы понять взаимосвязи между этими группами и между различными компонентами каждой из групп, а также иметь возможность определить, какие из видов деятельности и филиалов имеют системно важное значение, а какие — нет. Это должно поддерживаться решительными мерами, принимаемыми органами регулирования с целью упрощения структур групп. В порядке применения специальных процедур системно значимые операции необходимо передавать в ведение временной, финансируемой государством «промежуточной структуры», а юридические лица, которые считаются менее значимыми, могут быть предоставлены самим себе, оставаясь за рамками этой структуры, что похоже на ситуацию, в которой холдинговая компания отчуждает один из своих филиалов.

Многие из рекомендаций МВФ в отношении урегулирования кризисных ситуаций, как и в отношении других областей деятельности, не обсужденные в настоящей статье, нашли свое отражение во всеобъемлющей реформе системы финансового регулирования США, закон о которой был принят 21 июля 2010 года. Хотя этот закон стал одним из важных шагов на пути создания более солидного набора инструментов, теперь вся загвоздка в деталях, то есть в подробностях множества новых подзаконных норм, которые необходимо составить, чтобы привести законодательство в действие. ■

Аишк Вир Бхаттия — старший экономист Департамента стратегии, политики и анализа МВФ. Он входил в состав группы ФСАП.