

МЕЖДУНАРОДНАЯ ЭКОНОМИКА

УДК 336.711

С.А.Буковинский, канд. экон. наук

Институт экономики и прогнозирования НАН Украины

Т.Е.Унковская, д-р экон. наук

Институт экономики и прогнозирования НАН Украины

О.Л.Ярёменко, д-р экон. наук

Институт экономики и прогнозирования НАН Украины

УРОКИ ГЛОБАЛЬНОГО ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА: МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ПРОБЛЕМЫ РЕФОРМИРОВАНИЯ МЕЖДУНАРОДНЫХ СТАНДАРТОВ БАНКОВСКОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ И НАДЗОРА

Рассматриваются фундаментальные проблемы международных стандартов банковского регулирования и надзора, связанные с их проциклическостью и ограниченностью используемого микроструктурного подхода. Такой подход оставляет за рамками регулирования наиболее опасные угрозы финансовой стабильности в условиях глобализации – системные риски. Акцентируется внимание на необходимости изменения парадигмы регулирования, развиваются методологические подходы к оценке системных рисков.

Глобальный финансовый кризис выявил фундаментальные проблемы в принципах финансового регулирования и на уровне отдельных финансовых институтов, и на уровне национальных экономик, и на уровне мировой финансовой системы. По форме нынешний кризис выглядит как обвал кредитного рынка в США, распространившийся по всему миру. Однако, по существу, это только одно из глобальных проявлений симптомов более серьезной болезни – чрезмерного накопления *системных* рисков и противоречий между глобальным характером финансовых потоков и локальным, фрагментарным, проциклическим характером финансового регулирования.

Этому способствовали инновационные инструменты обезличивания риска конкретного инвестора при сохранении его претензий на повышенные доходы. Однако именно персонифицированный риск является одним из основных механизмов поддержания системного единства всех отраслей и субъектов в экономике. Кто хочет получать доходы выше средних, тот должен рисковать, а за сверхвысокие доходы нужно нести высокий риск. В этом своеобразная справедливость рынка.

Актуальный осознанный риск устанавливает пределы роста субъекта. Субъект не может действовать в зоне, где он не контролирует наиболее важные условия своего функционирования. Факт опасного приближения к пределу проявляет себя как повышенный риск. Однако если инди-

катор риска ("красную лампочку") на время вывести из строя, можно расти дальше. Поэтому диффузию и обезличивание рисков можно рассматривать как способ преодоления ресурсных (компетентностных и бюджетных) ограничений роста субъекта, как инструмент усиления его экономической власти и её перераспределения в своих интересах.

Инновационные финансовые инструменты позволили на какое-то время массово отключить показатели риска, что сделало возможным возникновение бурной финансовой глобализации. В то же время деформация связи между доходностью и риском не могла не привести к глобальным перекосам и диспропорциям в ценах на активы. Возникла иллюзия роста благополучия без адекватного роста риска. Однако если пространство принятия решений изначально является *трёхмерным* (риск, доход, рыночная стоимость), то сосредоточение управления и целеустремленное движение в *двухмерном* пространстве сопровождается неуправляемым, хаотическим движением в рискованной координате.

Развитие сетевых финансовых структур, через которые проходят глобальные потоки капитала, по своей природе внутренне неустойчиво и нестабильно. При этом финансовое регулирование в его современном виде не сглаживает эту неустойчивость, а наоборот, способствует раскачиванию колебаний и обострению фаз экономического цикла в глобальном масштабе. Неустойчивость эндогенно порождает накопление системных рисков, что в конечном итоге даже при незначительных экзогенных шоках приводит к эффекту домино, коллапсу финансовой системы и передаче кризисных процессов в реальный сектор. Если природа системного риска и меры по его минимизации регуляторами идентифицированы неправильно, то возможно развитие второго раунда кризиса, который может быть спровоцирован обратными связями – от реального сектора к финансовому.

Кризис показал, что национальные и наднациональные органы регулирования и надзора оказались не в состоянии предотвратить системные риски. Более того, многие нормы регулирования (в частности, базельские стандарты банковского регулирования и надзора) обнаружили ярко выраженную *процикличность*, то есть деструктивную способность усиливать экономические циклы и обострять кризисные процессы. Например, чрезвычайно проциклическими являются требования к капиталу, правила учёта активов на основании их рыночной стоимости и другие регулирующие нормы в том виде, в котором они существуют в настоящее время. Это означает, что на фазе экономического подъёма они стимулируют непомерную кредитную экспансию банковских систем, обостряют кредитный бум и рост цен на активы, а на стадии спада – загоняют экономику в ловушку чрезмерного сжатия кредитов и падения цен на активы. Строго говоря, процикличность – это свойство финансовых показателей флуктуировать относительно тренда на протяжении экономического цикла. Она имеет три составляющих, которые трудно идентифицировать в реальной жизни: 1) флуктуации относительно тренда; 2) фундаментальные изменения самого тренда; 3) возможные кумулятивные отклонения от равновесных состояний и нарастание нестабильности. Рост процикличности означает увеличение амплитуды циклических колебаний. При этом в реальности финансовые системы ведут себя очень сложным образом.

Вследствие шоков колебания цен на активы и эволюция финансовых агрегатов демонстрируют высокую волатильность с нелинейными и скачкообразными изменениями, как например, резкое сжатие ликвидности или реверс потоков капитала. Это характерные свойства сложных систем: "Если система вышла из состояния равновесия, она всё дальше отклоняется от стабильного режима, демонстрирует нелинейное поведение, осцилляции и сдвиг режима функционирования"¹. Финансовые системы относятся к этому классу систем, так как их функционирование основано на взаимодействии множества подсистем и контрагентов. При этом трансмиссионный механизм осуществляется через сетевые структуры, динамика и архитектура которых постоянно изменяются под воздействием финансовых инноваций, регуляторного арбитража и поведенческих реакций контрагентов (в частности, "стадного эффекта").

Для более глубокого понимания феномена процикличности, порождающей системные риски, следует выделить категории **процикличности капитала** и **процикличности леввереджа**². Процикличность капитала основана на том, что в условиях экономического подъёма финансовые институты являются прибыльными и их мощная капитальная база позволяет им открывать большие позиции на рынках активов. Использование в мировой практике методов оценки активов по их рыночной стоимости усиливает цепную реакцию: рост кредитования → рост спроса на активы → рост рыночной цены активов → рост стоимости залога → рост капитальной базы кредитования финансовых институтов → рост кредитования... То есть рост цены активов быстро трансформируется в рост капитальной базы кредитования. Возникает феномен инвертированной кривой спроса на активы: чем больше цена, тем больше спрос. Когда вследствие некоторого экзогенного шока реализуются системные риски, начинает развиваться обратный самоусиливающийся процесс падения цен активов и сжатия кредитования (рисунок).

Процикличность леввереджа является более утончённым и сложным явлением, достаточно глубоко проанализированным в ряде работ³. Основной смысл его в том, что леввередж финансовых институтов нарастает и сокращается вместе с экономическим циклом. Такие колебания возникают вследствие действия множества механизмов, в частности:

- массового применения одинаковых проциклических техник оценивания риска (VaR-methods);
- механизмов, связанных с динамикой краткосрочных процентных ставок денежного рынка и склонностью банков к дисбалансам по срокам созревания пассивов и активов за счёт увеличения леввереджа;
- колебаниям в мотивации к принятию высокого риска вместе с колебаниями экономического цикла.

¹ FRNBY, Economic Policy Review Issue on Systemic Risk, November 2007.

² Remarks by Deputy Governor of the Bank de France Jean-Pierre Landau "Procyclicality: what it means and what could be done", 4th May, 2009.

³ См.: Asharya V.V., Shin H.S., Yorulmazer T. Crisis Resolution and Bank Liquidity; RFS Advance Access published September 15, 2010; Segoviano M.A., Goodhart Ch. Distress Dependence and Financial Stability. Central Bank of Chile, Working Papers, N0 569, April, 2010.

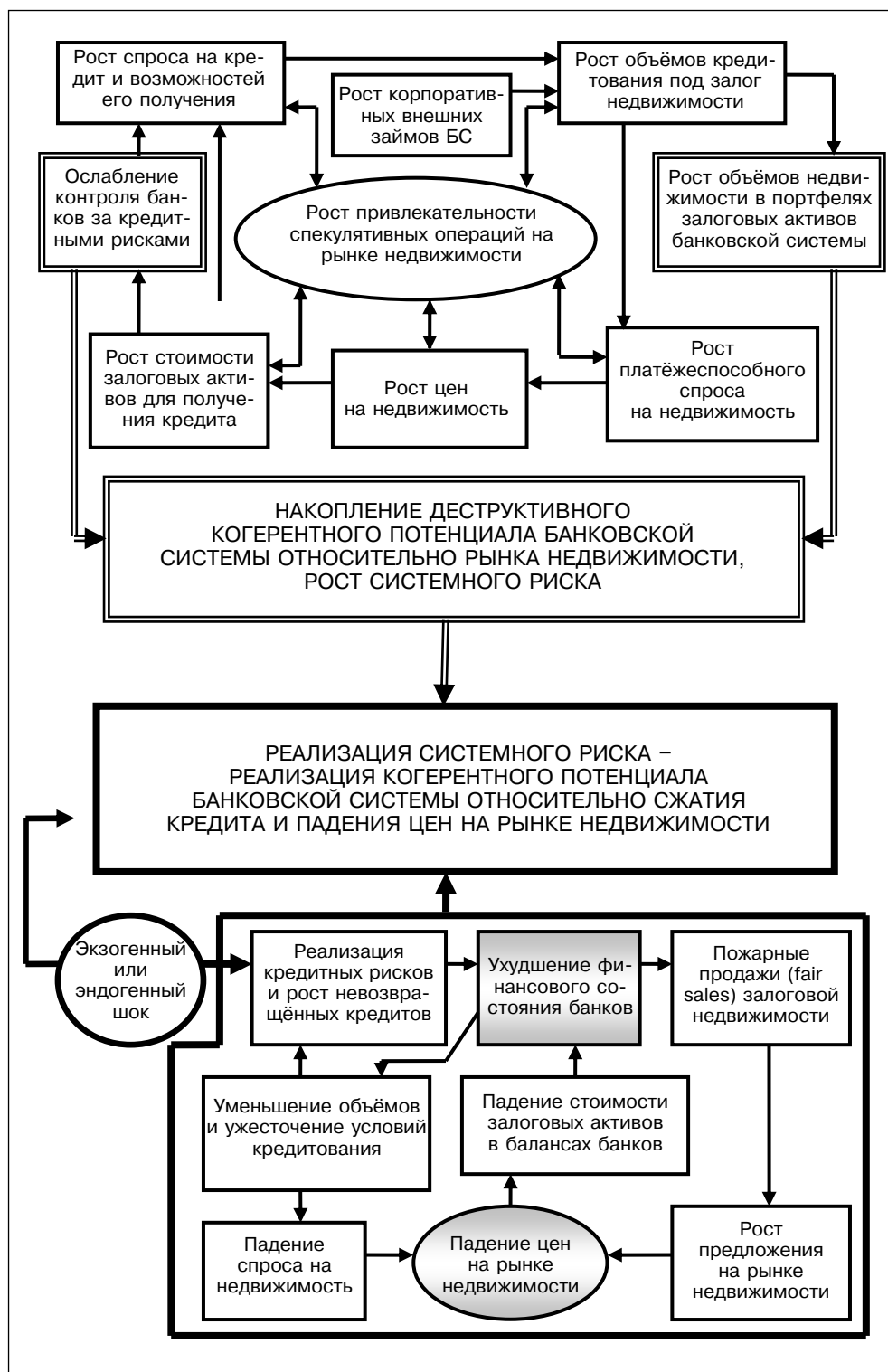


Рисунок. Механизм процикличности капитала в банковской системе и реализации системных рисков через канал рынка недвижимости

Мировая практика финансового регулирования ещё не выработала методов нейтрализации механизмов, через которые "работает" процикличность. Наоборот, требования к достаточности капитала банков и методы оценки рисков в том виде, в котором они существуют сегодня, только усиливают эти механизмы, а следовательно, порождают системные риски. Международные стандарты банковского регулирования и надзора "Базель I" и "Базель II" содержат ряд существенных проблем, которые имеют методологический характер. Прежде всего, это их **направленность на микрорегулирование**, то есть на регулирование индивидуальных финансовых институтов и игнорирование **самых опасных – системных – рисков**, то есть рисков, имеющих макрофинансовый и макроэкономический характер.

Опасность в том, что в рамках традиционной парадигмы финансового регулирования не учитывается уникальность феномена системного риска, которая состоит в том, что снижение индивидуальных рисков элементов финансовой системы может привести не к снижению, а, наоборот, к резкому возрастанию коллективного (системного) риска. То есть наиболее рациональное поведение с точки зрения индивидуального участника рынка (например, массовая продажа банками залоговых активов в целях повышения уровня ликвидности) не всегда является таковым с общесистемных позиций экономики в целом. Напротив, это может привести к катастрофическим системным эффектам, в частности, к резкому падению цен и коллапсу на рынке активов. Накопление системных рисков обуславливается не столько динамикой индивидуальных рисков, сколько *структурными особенностями системы и механизмами распространения кризиса между её подсистемами*. При этом в качестве стартового толчка, запускающего кризис, могут выступать как внешние, так и внутренние факторы, в частности: ухудшение внешнеэкономической конъюнктуры, реверс потоков спекулятивного капитала, изменение процентных ставок или валютного курса, банкротство системообразующих институтов, политические события, техногенные шоки и пр. Спонтанность событий, которые могут повлечь за собой кризис, затрудняет прогнозирование конкретного момента реализации системных рисков, а общеэкономическая природа этих рисков не позволяет отдельным участникам финансовых рынков застраховаться от их последствий, так как институты, призванные принимать на себя страховые обязательства, сами оказываются вовлечёнными в системный кризис. Отсутствие рынков страхования и возможностей хеджирования системных рисков является одним из их главных отличий от частных видов рисков, для которых существуют полные рынки⁴.

Несмотря на чрезвычайную важность микрорегулирования, не следует недооценивать принципиальную значимость макропруденциального надзора: системный кризис представляет собой гораздо более масштабное и сложное явление, чем финансовые затруднения отдельных институтов. Охватывая значительные сегменты финансовой сферы, он имеет общеэкономические эффекты с далеко идущими разрушительными последствиями. Нарастая потенциал дестабилизации на макроуровне, систем-

⁴ Полным считается рынок, на котором участники могут не только купить или продать какой-либо актив, но и продать риск, связанный с этой сделкой. Примером является хеджирование валютных рисков.

ные риски создают угрозу стабильности всего финансового сектора и экономики в целом. Для возникновения кризиса достаточно того, чтобы структурные особенности экономики позволили процессу накопления этих рисков превысить некий критический уровень. Механизмом их передачи и глобального распространения нестабильности служат специфические кредитно-финансовые взаимосвязи между институтами. При этом пусковым механизмом кризиса могут быть внешние или внутренние шоки любой природы. Однако сам процесс накопления таких рисков и достижение ими критического значения должны быть предметом пристального мониторинга и регулирования на макроуровне. Именно отсутствие этого важного стабилизирующего элемента в системе регулирования и на уровне стран, и на уровне мировой финансовой системы стало тем фактором, который способствовал возникновению и глобальному распространению кризисных процессов.

Другой, не менее острой проблемой является *проблема локальности* финансового регулирования, то есть существование различных регулирующих норм в пределах юрисдикций стран. До тех пор, пока регулирование касается локальных финансовых потоков, циркулирующих внутри той или иной страны, проблема как таковая отсутствует. Но как только финансовые потоки становятся глобальными и по масштабам сопоставимыми с ВВП тех или иных стран, их колебания становятся мощными факторами системных рисков, а локальный характер их регулирования – серьёзным препятствием на пути предотвращения системного кризиса. Разница в регулирующих нормах, во-первых, стимулирует процессы регуляторного арбитража для глобальных инвесторов, то есть процессы перетекания больших потоков капитала в зоны с более слабым регулированием, во-вторых, препятствует оперативным согласованным действиям регуляторов по снижению системных рисков.

В настоящее время, несмотря на угасание первой волны глобального кризиса, системные риски не устранены. Громадные вливания ликвидности со стороны регуляторов в различных странах сгладили кризисные симптомы, однако они не устранили, а только замаскировали глубокие фундаментальные проблемы накопления системных рисков.

Мировыми лидерами обсуждаются стратегии сворачивания стимулирующих программ, вывода излишков ликвидности из финансовой системы и в целом возможных направлений проведения глобальной финансовой реформы. Пока же уровень понимания природы, источников и механизмов накопления системных рисков остаётся недостаточно глубоким. А следовательно, недостаточно ясными остаются принципы оценки и необходимые меры по сокращению этих рисков.

Важность концепции системного риска для финансовых регуляторов состоит в том, что она является *ключом к пониманию внутренней природы финансовой стабильности и механизмов её нарушения*. Фактически для того чтобы обеспечивать финансовую стабильность, необходимо уметь прогнозировать зоны возможного накопления системных рисков и осуществлять регулирование таким образом, чтобы предотвращать процессы их формирования или, по крайней мере, достижение ими критического уровня. Решение этой задачи наталкивается на серьёзные методологические и технические проблемы. Часть трудностей состоит в том, что

уже на уровне постановки задачи финансового регулирования методологические акценты расставлены некорректно: задача прогнозирования источников, динамики накопления и раннего предупреждения системных рисков подменяется задачей оценки последствий первоначальных шоков на базе стресс-тестирования. Вместо того чтобы на постоянной основе планомерно осуществлять работу по исследованию природы, прогнозированию возможных источников и предотвращению системных рисков, которые накапливаются в то время, когда "ещё всё в порядке", то есть на стадиях ценовых бумов и экономического роста, регуляторы начинают действовать, когда зёрна системного кризиса уже посеяны и дали бурные всходы, – на стадии спада. При этом для целей прогнозирования используются традиционные методы стресс-тестирования. Эти методы при всей их полезности страдают рядом существенных недостатков. Во-первых, в их основе лежат упрощённые модели, которые не могут улавливать и своевременно прогнозировать системные эффекты. Во-вторых, акцент на первоначальных шоках смещает внимание регуляторов от стратегической комплексной работы по выстраиванию внутренне устойчивой системы, способной абсорбировать шоки, к тактическим мерам по выработке реакций на эти шоки. Таким образом, традиционно сама постановка задачи финансового регулирования является недостаточно корректной.

Другая часть трудностей лежит в технической плоскости. В то время как для оценки рыночного и кредитного рисков применяются такие методы, как VAR, Tail-VAR и стресс-тестирование, для измерения системного риска универсальные адекватные методы пока разработаны недостаточно. Это обуславливает серьёзные трудности в практической оценке системного риска и, соответственно, в проектировании эффективных мер, направленных на его регулирование.

Председатель ФРС Б.Бернанке подчеркнул необходимость решения этой проблемы в глобальном масштабе: "В ходе продолжающегося финансового кризиса правительства стран оперативно подготовили ряд программ по поддержке функционирования финансовых рынков и стимулированию кредитования бизнеса и домохозяйств. Однако эти краткосрочные меры должны сопровождаться новыми стратегическими действиями по ограничению системного риска. Необходим орган по оценке и контролю системного риска, который будет иметь широкие полномочия по получению информации, оценке и принятию мер по устранению выявленных системных рисков"⁵.

С нашей точки зрения, создание такого органа не решит существующих проблем, если в экономической науке не будет фундаментально разработана концептуальная методологическая база и парадигма финансового регулирования, адекватно отражающая многообразную и сложную природу системных рисков. Более того, если деятельность такого органа будет основываться на существующей парадигме, то некоторые его действия могут привести к новым, ещё более серьёзным источникам системных рисков. Таким образом, сегодня одной из приоритетных задач экономической науки является исследование природы, источников формирования, механизмов накопления и реализации системных рисков,

⁵ Remarks by Deputy Governor of the Bank de France Jean-Pierre Landau "Procyclicality: what it means and what could be done", 4th May, 2009.

а также принципов управления ими. Это позволит органам регулирования своевременно и правильно идентифицировать источники возможной угрозы системного коллапса. В свою очередь, это откроет возможности реализации адекватных стратегических мер по минимизации системных рисков и правильных тактических действий по сглаживанию симптомов их проявления.

В области исследования системных рисков нарушения финансовой стабильности, оценки и управления ими работают многие учёные и практики международных организаций (МВФ, БМР, Совета по финансовой стабильности, Европейского совета по системным рискам), центральных банков, академических университетов и исследовательских центров. Достигнут определённый прогресс в области разработки методов оценки того или иного аспекта системных рисков. В частности, наиболее известны четыре подхода к оценке системных рисков⁶:

- сетевой (The Network Approach);
- подход на основании анализа корреляции рисков (Co-risk Model);
- метод матриц взаимозависимости дистрессов (Distress Dependence Matrix);
- подход на основании моделей интенсивности дефолтов (Default Intensity Model).

Каждый из этих подходов обладает преимуществами и ограничениями и отражает тот или иной аспект системных рисков. Однако, несмотря на многочисленные публикации в этой области, к сожалению, ещё не выработан основательный целостный концептуальный подход к пониманию природы системного риска. Это выражается, в частности, и в отсутствии универсального общепринятого определения данной категории. Таблица, в которой систематизированы существующие определения категории "системный риск", даёт представление о современном уровне её понимания.

Доминирующая идея всех определений системного риска – это то, что некоторые события приведут к прекращению выполнения финансовой системой своих функций. Однако для разработки целостного концептуального подхода к системным рискам, который позволил бы их измерять и прогнозировать, необходим более основательный теоретический фундамент. Существующий сегодня подход в финансовом регулировании, по своей методологической сути, базируется на философии редукционизма, который сводит понимание законов развития системы к пониманию свойств её элементов. Так, стандарты банковского надзора и регулирования основаны на принципах контроля рисков отдельных финансовых институтов, а не прогнозирования и предотвращения системных рисков. Редукционизм упускает из виду сложные системные макроскопические эффекты, эффекты эмерджентности, которые возникают вследствие целостности системы и не могут быть сведены к сумме свойств её частей. Именно это методологическое ограничение определяет неспособность редукционизма объяснить и выработать принципы управления сложным феноменом системного риска.

⁶ FRNBY, Economic Policy Review Issue on Systemic Risk, November 2007.

Таблица

Существующие определения категории "системный риск"

Источник	Определение понятия "системный риск"
Пискунов А.Д. Системные риски российского финансового сектора: анализ и методические подходы к количественной оценке // http://www.ecfor.ru/pdf.php?id=books/kor001/01	"Системный риск – это риск того, что существующие конструктивные особенности системы будут стимулировать накопление и распространение определённого типа микроэкономических рисков среди кредитных институтов и участников финансовых рынков, составляющих национальный финансовый сектор"
http://www.moneytimes.ru/encyclopedia/	"Системный риск – это риск, связанный с неспособностью одного из участников выполнить свои обязательства и приводящий к нарушению функционирования других участников; либо риск того, что неспособность одного участника выполнить свои обязательства должным образом станет причиной того, что и другие участники не смогут выполнить свои обязательства должным образом"
Kaufman G.G. (World Bank) // http://en.wikipedia.org/wiki/Systemic_risk	"В финансах системный риск – это риск коллапса финансовой системы в целом в противоположность индивидуальному риску определённого финансового института или группы компонентов финансовой системы"
Hendricks D. (2009)	"Системный риск – это риск фазы перехода системы от одного состояния равновесия к другому"
Положення про діяльність в Україні внутрішньодержавних і міжнародних платіжних систем	"Системный риск – это риск в связи с тем, что неспособность одного из участников платёжной системы выполнить свои обязательства или что нарушение функционирования самой системы приведёт к неспособности других участников платёжной системы либо финансовых институтов других составляющих финансовой системы выполнить свои обязательства должным образом"
Chan N., Getmansky M., Haas S.M., Lo A.W. Systemic Risk and Hedge Funds, Working Paper 11200 of National Bureau of Economic Research // http://www.nber.org/papers/w11200	"Понятие "системный риск" используется для описания ситуации, в которой возможна серия коррелированных дефолтов среди финансовых институтов (как правило, банков), которые случаются за короткий период времени, часто в результате одного существенного внешнего шока. Классическим примером такой ситуации является банковская паника"
Taylor J.B. Speech D.K. Systemic Risk and the Role of Government, Conference on Financial Innovation and Crises, Federal Reserve Bank of Atlanta, Jekyll Island, Georgia May 12, 2009	"По определению системный риск в финансовом секторе – это риск, который влияет и на финансовый сектор, и на реальную экономику через каскадные процессы, процессы инфицирования и эффекты цепных реакций. Событие, запускающее эти процессы в макроэкономике, может произойти в государственном секторе, на финансовых рынках или иметь характер экзогенных шоков"
Barnhill T.M., Savickas R., Souto M.R., Tabak B. Banking Sector Systemic Risk Analysis: An Application to Brazil. Occasional Paper Series, 2004. The GW Center for the Study of Globalization // http://www.gwu.edu	"Мы определяем системный риск банковского сектора как вероятность того, что за определённый период времени произойдут множественные банкротства банков"
Tarashev N., Borio C., Tsatsaronis K. Attributing Systemic Risk to Individual Institutions // BIS Working Papers. – 2010. – No 308. – May	"Системный риск означает риск по поводу того, что возникнут проблемы, которые разрушат способность финансовой системы к функционированию"

Источник	Определение понятия "системный риск"
Korinek A. Systemic Risk-Taking: Accelerator Effects, Externalities and Regulatory Responses. Working Papers of University of Maryland, October 5, 2008	"Термин "системный риск" используется для описания риска в связи с тем, что разрушится стабильность финансовой системы в целом"
Systemic risk. Speech by Mr. Yutaka Yamaguchi, Deputy Governor of the Bank of Japan and Chairman of the Committee on the Global Financial System, at the Third Joint Central bank Research Conference on Risk Measurement and Systemic Risk held in Basel, Switzerland, 7 March 2002	"Что мы называем тройственной точкой зрения на системный риск? Соответствующий анализ, охватывающий взаимосвязи между банковской системой, финансовыми рынками и реальной экономикой"

Одним из наиболее плодотворных способов решения этих проблем является подход, реализуемый в настоящее время странами Европейского Союза. В феврале 2009 года в Брюсселе был представлен доклад группы международных экспертов, возглавляемой бывшим президентом Банка Франции Ж. де Ларосьером, в котором предложены меры по реформированию международных стандартов банковского регулирования и надзора⁷.

Основные проблемы, на которых сосредоточены предлагаемые в докладе меры, – это регулирование системных рисков, преодоление процикличности регулирования, его локальность, фрагментарность его институциональной структуры и несогласованность как внутри Евросоюза, так и в глобальном масштабе. Кроме того, предлагается пересмотреть некоторые методологические принципы банковского регулирования и надзора, усилить в этой сфере роль Европейского центрального банка, возложив на него не только монетарную политику ЕС, но и некоторые другие системные задачи.

В качестве основных направлений реформы системы финансового регулирования в докладе предлагается выделить следующие:

- реформирование международных стандартов банковского регулирования и надзора "Базель II";
- изменение методологических подходов к регулированию деятельности рейтинговых агентств;
- изменение методологии финансового учёта активов на основании оценки их рыночной стоимости;
- реформирование методологии регулирования страховых компаний;
- расширение периметра финансового регулирования и включение в него "параллельной банковской системы" (хеджевых и инвестиционных фондов, инвестиционных банков и других компа-

⁷ Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosiere. – Brussels, 25 February 2009.

ний, функционирующих на финансовых рынках), а также рынков секьюритизированных продуктов и деривативов;

- усиление системы финансового надзора и гармонизация регулирующих норм для устранения возможностей регуляторного арбитража.

Все эти направления актуальны не только в ЕС, но и в глобальном масштабе.

При решении проблем методологии современной практики финансового регулирования нельзя оказаться в ситуации другой крайности и следовать ложному принципу: чем больше регулирования, тем лучше. Чрезмерная зарегулированность может привести к искажениям конкурентных рыночных механизмов эффективного распределения ресурсов, к неоправданному сдерживанию финансовых инноваций и, в конечном итоге, к подавлению экономического роста.

Таким образом, сегодня, в условиях глубокого мирового финансового кризиса, перед регулирующими органами всех стран стоит серьёзный вызов – найти баланс эффективного использования сил свободного рынка, с одной стороны, и возможностей регулирования системных рисков и предотвращения системных кризисов – с другой.