

**РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАУК  
ИНСТИТУТ НАУЧНОЙ ИНФОРМАЦИИ ПО ОБЩЕСТВЕННЫМ НАУКАМ**

***ЗАРУБЕЖНЫЕ ИССЛЕДОВАТЕЛИ  
О ГЛОБАЛЬНОМ ФИНАНСОВОМ КРИЗИСЕ  
И ЕГО УРОКАХ***

Реферативный сборник

Москва 2012

**Центр информационного обеспечения банковской деятельности  
и предпринимательства**

Редактор – составитель Шурпаков В.А.

**Зарубежные исследователи о глобальном финансовом кризисе и его уроках:**  
Реф. сборник / ИНИОН РАН; Ред.-сост. Шурпаков В.А. – М.: ИНИОН, 2012. – 148 с., табл.

Содержится изложение работ зарубежных исследователей, посвященных различным аспектам глобального финансового кризиса. Рассматриваются кризис и проблемы глобализации финансово-банковской сферы, ее регулирования, посткризисная политика, будущее мировой финансовой системы и вопросы финансовой стабильности.

В сборнике использованы отдельные материалы из периодического издания: Банки: мировой опыт: Аналит. и реф. материалы / ИНИОН РАН; Гл. ред. Голуб П.Ю.; Сост. Шурпаков В.А. – М.: ИД «Хроникер». – Вып. 2010 – 2011.

Для научных работников, преподавателей вузов, аспирантов и магистрантов.

## СОДЕРЖАНИЕ

От составителя .....	5
----------------------	---

### Раздел I

#### ФИНАНСОВАЯ ГЛОБАЛИЗАЦИЯ И КРИЗИС

Давос – 2011: Основные вызовы в мировой экономике .....	8
<i>Камин С.Б.</i> Финансовая глобализация и монетарная политика .....	12
<i>Вальтер И.</i> Экономические факторы структурных изменений в глобальной индустрии финансовых услуг .....	18
<i>Черутти Е., Классенс С., Макгуайр П.</i> Системные риски в глобальном банкинге: Достаточно ли данных для анализа? .....	24
<i>Чихак М., Муньоз С., Скуззарелла Р.</i> Светлая и темная стороны трансграничных банковских связей .....	28

### Раздел II

#### ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС И ПОСТКРИЗИСНАЯ ПОЛИТИКА

Хронология: Главные этапы финансового кризиса .....	34
<i>Бернанке Б.Ш.</i> Перспективы восстановления экономики США после кризиса .....	41
Особенности финансового кризиса в странах Центральной и Восточной Европы .....	48
<i>Кинг М.</i> Уроки кризиса: Банковское дело от Бэдджота до Базеля и обратно .....	52
<i>Борио С.</i> Центральные банки после кризиса: Что поможет проложить путь на неизвестных просторах? .....	59

### Раздел III

#### КРИЗИС И МИРОВАЯ ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА

<i>Стефаноу С.</i> Будущие банковские системы: Меньше, но безопаснее .....	66
Стабильность международной финансовой системы .....	69
Формирование новой финансовой системы: Позиция МВФ .....	73
Роль дисбалансов в современной международной валютно-финансовой системе .....	80
Золотой стандарт: Прошлое без будущего? .....	88

### Раздел IV

#### РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВО-БАНКОВСКОЙ СФЕРЫ

<i>Блиндер А.С.</i> Система сломалась, надо ее укрепить: Переосмысление финансового регулирования .....	91
<i>Деватрипон М., Роше Ж.-Ш.</i> Регулирование банков, испытывающих трудности .....	98
Основные направления реформ регулирования финансово-банковской сферы .....	103
<i>Трише Ж.-К.</i> Интеллектуальные вызовы в эпоху макропруденциального регулирования .....	105
<i>Уайт У.Р.</i> Регулирование глобальных дисбалансов .....	109

**Раздел V**  
**ОТ КРИЗИСА К ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ**

МВФ о финансовой стабильности в мире .....	114
<i>Розенгрэн Э.С.</i> Определение финансовой стабильности и некоторые политические последствия применения определения .....	117
<i>Нир Э.У.</i> Финансовая стабильность и роль центральных банков: Уроки кризиса .....	128
<i>Ма Гонань, МакКоли Р.Н.</i> Эволюция режима жэньминьби и ее последствия для валютной стабильности в Азии .....	136
Реформа финансовой системы США: Макропруденциальный подход, мониторинг системного риска и содействие финансовой стабильности .....	140

## ОТ СОСТАВИТЕЛЯ

Глобальный финансовый кризис, его причины, последствия, периодизация и уроки, еще долго будут оставаться актуальными темами экономических исследований. Этот кризис является самым глубоким кризисом после Великой депрессии 1929-1933 гг., которая, по сути, была мировым экономическим кризисом. Аналитики часто их сравнивают, однако, некоторые утверждают, что это делать нельзя – слишком различны формы их проявления и условия протекания.

Да, различны, но необходимо отметить, что у этих кризисов есть и общее. Тот и другой непосредственно вызваны процессами в экономике США, прежде всего событиями на фондовом рынке этой страны:

- прямой обвал на Нью-Йоркской фондовой бирже в октябре 1929 года обозначил начало Великой депрессии и мирового экономического кризиса;
- глобальное распределение «инвестиционных пакетов», включающих subprime mortgage loans, (высокорискованных фондовых продуктов рынка недвижимости США с некачественным обеспечением), привело в дальнейшем к финансовым проблемам их владельцев и к глобальному финансово-экономическому кризису.

Материалы, включенные в настоящий сборник **«Зарубежные исследователи о глобальном финансовом кризисе и его уроках»**, подготовлены на основе только зарубежных источников и отражают различные стороны кризиса. В первую очередь, его глобальный характер. Сборник содержит также работы посвященные будущему мировой банковской системы, в том числе особенностям регулирования.

В сборнике использованы ранее опубликованные отдельные работы из малотиражного периодического издания «Банки: мировой опыт» за 2010 и 2011 гг.

Материалы сборника распределены по следующим разделам:

### ***1. Финансовая глобализация и кризис***

В разделе рассмотрены различные проблемы глобализации финансовой системы, в него вошли работы по таким темам:

- итоги 41-го заседания Всемирного экономического форума, проходившего в швейцарском Давосе 26–30 января 2011 г., где были сформулированы и обсуждены основные вызовы в глобальной экономике в целом, и финансово-банковской системы в частности;
- анализ текущих данных и результатов предшествующих исследований ФРС США по проблемам финансовой глобализации, в котором подчеркивается важность сохранения национальными ЦБ своей независимости для поддержания стабильности и устойчивого экономического роста национальной экономики;
- факторы структурных изменений, воздействующие на глобализацию сектора финансовых услуг, а также на конкуренцию и стратегию финансовых институтов;
- проблемы управления системным риском на глобальном уровне и первоочередные направления улучшения информационного обеспечения их решения;
- эконометрическое исследование влияния глобальной банковской сети на национальную банковскую систему.

## ***II. Финансовый кризис и посткризисная политика***

Раздел включает работы, посвященные глобальному финансовому кризису и экономическому развитию в посткризисный период по следующим темам:

- хронология основных этапов глобального финансового кризиса;
- экономическая ситуация и долгосрочные перспективы американской экономики, а также меры монетарной и фискальной политики;
- особенности финансового кризиса в странах Центральной и Восточной Европы, различие в протекании и последствиях финансового кризиса для экономики этих стран;
- глобальный финансовый кризис в контексте истории экономической мысли Великобритании;
- деятельность центральных банков после глобального финансового кризиса.

## ***III. Кризис и мировая финансовая система***

В разделе представлены взгляды ведущих зарубежных экономистов на будущее развитие мировой финансовой системы. Материалы исследований включают такие темы:

- будущее национальных банковских систем, изменение их архитектуры после глобального финансового кризиса и направления развития этих изменений;
- международная финансовая система, ее стабильность как признак оздоровления, а также способы обеспечения этого, включая необходимость скоординированного изменения валютных курсов;
- анализ предложений по реформированию глобальной финансовой системы, поступившие от МВФ, «группы 20», Совета по финансовой стабильности и Базельского комитета по банковскому надзору;
- роль дисбалансов современной международной валютно-финансовой системы в развитии глобального финансового кризиса, и проблемы их преодоления в будущем;
- исследование гипотетического предложения по возврату к режиму золотого стандарта.

## ***IV. Регулирование финансово-банковской сферы***

В раздел вошли работы, отражающие следующие вопросы регулирования финансово-банковской сферы:

- опыт нормативного изменения системы финансового регулирования на примере применения закона Додда-Франка (США);
- гармонизация подхода разных стран к проблемным банкам и углубление международного сотрудничества в области регулирования трансграничных банков;
- основные антикризисные меры регулирования финансово-банковской системы, предложенные и предпринятые в США, Евросоюзе и Франции на середину 2010 года;
- переосмысление теоретических основ, аналитических моделей и инструментов оценки финансово-банковской сферы регулирующими органами, в целях обеспечения стабильности и выявления (предупреждения) системных рисков;
- правила и методы регулирования различных дисбалансов, их влияние на устойчивость роста экономики, источники дисбалансов.

## *V. От кризиса к финансовой стабильности*

Последний раздел сборника объединяет материалы, рассматривающие проблемы перехода от кризиса к финансовой стабильности. В разделе:

– изложен доклад МВФ на эту тему, в котором названы основные задачи, стоящие перед монетарными региональными регуляторами с целью обеспечения финансовой стабильности;

– дано определение финансовой стабильности (нестабильности), определены инструменты надзора и регулирования;

– рассмотрена изменяющаяся роль центральных банков в управлении системными рисками с целью достижения финансовой стабильности, проведен анализ выгод, связанных с расширением финансового регулирования со стороны ЦБ;

– показана эволюция режима жэньминьби (юаня) в докризисный и после кризисный периоды, и его влияние на валютную стабильность в Азии;

– анализируются приоритеты реформирования финансовой системы США после кризиса.

*В.А. Шурпаков,  
Центр информационного обеспечения  
банковской деятельности и предпринимательства  
ИНИОН РАН*

## Раздел I

# ФИНАНСОВАЯ ГЛОБАЛИЗАЦИЯ И КРИЗИС

### ДАВОС – 2011: ОСНОВНЫЕ ВЫЗОВЫ В МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ

Рассматриваются итоги 41-го заседания Всемирного экономического форума (ВЭФ), проходившего в швейцарском Давосе 26–30 января 2011 г. Были сформулированы и обсуждены основные вызовы в мировой экономике, включая глобальные, решение которых способствовало бы оздоровлению экономических процессов в целом и финансово-банковской системы, в частности.

В работе форума приняли участие более 2,5 тыс. представителей властных структур, бизнес-элиты и общественных организаций из 90 стран мира, в том числе 30 глав государств и правительств.

Форум прошел под весьма расплывчатым, по мнению некоторых обозревателей, девизом «Общие нормы для новой реальности» (Shared Norms for the New Reality), поскольку «новая реальность» означает совокупность острых проблем и трудностей, обнаружившихся в ходе глобального финансово-экономического кризиса, а «общие нормы», как показывает практика, согласовываются и разрабатываются с большим трудом и пока реально не возникли.

Темами пленарных заседаний форума были следующие: инвестиционный климат в России, ситуация в зоне евро и восстановление глобальной экономики. В целом участники крупнейшего в мире экономического собрания пришли к выводу, что пик кризиса пройден, однако в будущее они смотрят с осторожным оптимизмом и не исключают возникновения новых трудностей, что в первую очередь связано с наличием целого ряда глобальных рисков. В начале января 2011 г. ВЭФ опубликовал шестой доклад «Глобальные риски 2011», в котором подчеркивается, что современный мир не в состоянии противостоять новым экономическим шокам. Нынешний финансовый кризис, с одной стороны, ослабил мировую экономику и обострил геополитическую напряженность, а с другой – показал, что правительства и общество занимают как никогда слабые позиции перед лицом социальных противоречий и планетарных вызовов. В то же время уровень рисков в мировых масштабах не перестал повышаться, при этом особое беспокойство вызывает риск заражения через все более взаимозависимые системы, что угрожает катастрофическими последствиями.

Наиболее серьезными рисками с учетом их влияния и взаимозависимости являются два: глобальные экономические диспропорции и провалы мирового управления. Эти риски оказывают влияние на многочисленные другие планетарные риски и определяют возможности для разрешения глобальных проблем.

Глобальные условия рисков в 2011 г. определяются парадоксом, присущим XXI веку: «чем больше мир концентрируется, тем больше он разделяется». Глобализация, порождая экономический рост, ремоделирует мир, делая его все более взаимосвязанным и взаимозависимым. Но выгоды от глобализации распределяются неравномерно, что приводит к изменению соотношения экономических сил между странами и росту диспропорций.

Проблемы экономических диспропорций и неравенства не теряют своего значения как на национальных, так и на международном уровнях. В области политики наблюдаются признаки возрождения национализма, популизма и даже социальной фрагментации. Наблюдаются также различные подходы стран к стимулированию устойчивого глобального роста.



Для успешного противостояния этим вызовам необходимо мировое управление. И здесь проявляется второй парадокс нашего времени: обстоятельства, которые обуславливают настоятельную необходимость мирового управления, – конфликты интересов, противоречивые намерения, несогласия в отношении норм и ценностей, – одновременно затрудняют и осложняют его организацию. Об этом свидетельствуют провал переговоров Дохийского раунда в рамках ВТО и отсутствие согласия в отношении решений Копенгагенской конференции по изменению климата.

Кроме указанных выше двух рисков, авторы доклада выделяют три группы рисков.

*Первая группа рисков* связана с макроэкономическими диспропорциями: напряженность между ростом богатства и влияния развивающихся стран – с одной стороны, и значительным ростом задолженности некоторых промышленно развитых стран – с другой. Это определяет совокупность таких экономических рисков, как макроэкономические дисбалансы, волатильность валютных курсов, бюджетные кризисы и падение цен активов. Диспропорции между сбережениями и торговлей (как внутренней, так и внешней) оказывают все большее долгосрочное давление на бюджеты. Согласованные на мировом уровне действия позволили бы устранить эти диспропорции, однако конфликты интересов между различными странами мешают этому.

*Вторая группа рисков* связана с нелегальной экономикой: растущая уязвимость государств, незаконная торговля, организованная преступность и коррупция. Усиливающаяся взаимозависимость стран, отсутствие мирового управления и экономические диспропорции способствуют расширению преступной деятельности. В 2009 г. объем незаконной торговли в мире оценивался в 1300 млрд. долл. Указанные риски создают для легальной экономики значительные издержки, а также – что еще хуже – ослабляют и дестабилизируют государства, угрожают развитию и удерживают многие развивающиеся страны в состоянии постоянной бедности и нестабильности. Все это обуславливает настоятельную необходимость расширения международного сотрудничества в решении этих проблем.

*Третья группа рисков* связана с комплексом «вода – продовольствие – энергия», то есть с важнейшими мировыми ресурсами. В то время как спрос на эти ресурсы в ближайшие 20 лет возрастет на 30–50%, он вряд ли сможет быть удовлетворен при сохранении нынешних условий и экономических диспропорций. Нехватка ресурсов может вызвать усиление социальной и политической нестабильности, геополитической напряженности и ухудшение состояния окружающей среды. Любые стратегии, не учитывающие взаимосвязь и взаимозависимость указанных рисков, может привести к серьезным последствиям.

Помимо перечисленных выше трех групп глобальных рисков, авторы доклада выделяют еще пять рисков, «подлежащих надзору», которые могут привести к самым неожиданным негативным последствиям. К числу таких рисков относятся следующие:

- информационная безопасность: от все более активной киберпреступности до пока плохо осознаваемой угрозы тотальной цифровой войны;

- демографический вызов, усиливающий давление на бюджеты развитых стран и создающий серьезные риски для социальной стабильности в развивающихся государствах;

- безопасность в области обеспечения ресурсами, потенциальные колебания мировых цен на энергоносители и сырье из-за несоответствия спроса и предложения на рынке сырья;

- отказ от глобализации в связи с проведением популистских решений для устранения экономических диспропорций, если развивающиеся страны не проявят инициативу к новому лидерству;

- оружие массового уничтожения и особенно распространение ядерного оружия.

Эффективное реагирование на все эти глобальные риски предполагает не только атаку на их причины, но и использование любых случаев для обновления политики.

Все перечисленные риски являются неотъемлемой частью нынешней архитектуры мировой экономики, и их устранение означало бы демонтаж мировой системы. Те,

кто соглашаются на такие риски, по сути, изыскивают средства для того, чтобы заморозить проблемы, «переложив их на плечи будущих поколений». Точно так же большинство современных проблем возникло не сегодня и даже не в последнее десятилетие, о многих из них было известно еще в начале 1970-х годов, когда им были посвящены работы Римского клуба.

Экономисты не всегда находят средства для устранения препятствий экономическому росту, но предлагают средства компенсировать истощение в развитых странах ресурсов – сырья, рабочей силы и т.д. Достаточно «перевести проблемы» из одной части планеты в другую, например, из Европы в Азию, то есть воспользоваться преимуществами глобализации. Однако такие процессы, решая одни проблемы, порождают другие, так как требуют развития транспортной инфраструктуры и торговых сетей и способствуют дальнейшей монетизации экономики. В результате появляются финансовые суперструктуры, способствующие значительным колебаниям фондов, которые намного превосходят потребности реальной экономики. Авторы доклада, с одной стороны, пишут об истощении способностей мировой экономики, а с другой – призывают любой ценой поддерживать глобализацию, которую они рассматривают не только как инструмент получения денег, но и как главную ценность современного общества.

Еще одной острой темой, обсуждавшейся на форуме, стал вопрос о судьбе евро. Министры финансов и банкиры, участвовавшие в работе форума, согласились с тем, что «кризис евро остался в прошлом». В то же время главным риском для мировой экономики является возникновение нового кризиса, подобного кризису 2008 г., который будет связан с недостаточным регулированием финансовых рынков, обилием ликвидности и слишком высоким уровнем государственной задолженности (в зоне евро государственный долг в среднем составляет 84% ВВП).

Президент Франции Н. Саркози, который в 2011 г. председательствует в «группе 8» (G8) и «группе 20» (G20), выступая в Давосе, заявил о намерении изыскать во время председательства инновационные источники финансирования помощи странам, переживающим трудности. Сегодня только некоторые страны (Швеция, Дания, Люксембург) выделяют достаточные средства для официальной помощи развитию, тогда как большинство развитых стран делают это в недостаточном объеме: так, Франция предоставила в 2010 г. на эти цели всего 0,46% ВВП, тогда как Швеция – 1,03% ВВП. Н. Саркози предлагает ввести налог на финансовые трансакции. Это предложение инспирировано предложением Дж. Тобина о введении налога еще в 1970-х годах, направленного на ограничение краткосрочных валютных спекуляций. По мнению Н. Саркози, новый налог будет не только «моральным», но и «полезным для ограничения спекуляций и эффективным для поисков новых ресурсов для развития». Французский президент выразил сожаление по поводу отсутствия консенсуса по этому вопросу среди стран G20, предложив создать небольшую группу стран-лидеров, которая занялась бы разработкой концепции и внедрением нового налога (кстати, его размер предлагается установить в 0,01% суммы финансовой сделки).

Помимо глобальных факторов рисков, возможности «группы 20» стабилизировать мировую экономику и судьбы евро, участники форума обсудили проблемы инфляции, роста цен на сырье и продовольствие, воспитания детей и роли женщин в бизнесе. Весьма острой была дискуссия о новой роли азиатских стран и о «двух скоростях», с которыми развивается мировая экономика. После кризиса ее двигают развивающиеся экономики, тогда как развитые страны перестали быть локомотивами мирового развития. Одним из героев форума стал Китай, который при растущем экономическом могуществе до сих пор умудряется оставаться в стороне от политической ответственности за состояние мировой экономики, которую несут традиционные лидеры – США, Япония и Евросоюз.

По данным одной из компаний, специализирующихся на исследованиях для бизнеса, большая часть руководителей в мире оптимистично смотрят на перспективы своих компаний в 2011 г.: прибыли растут, экономика восстанавливается, а развивающиеся рын-

ки показывают поразительные темпы роста. Однако этот оптимизм на микроуровне идет рука об руку с постоянной неуверенностью относительно динамики фундаментальных показателей, что отчасти связано с нарастающей враждебностью по отношению к так называемой «элите», в первую очередь к банкирам. Сохраняющиеся высокие уровни безработицы угрожают дальнейшим распространением недовольства. Не случайно наиболее острые дебаты на форуме велись на тему социального неравенства.

Еще одна причина для беспокойства – скорость, с которой перемещаются центры власти в мире из-за технологических изменений и роста влияния развивающихся рынков. Все это, в свою очередь, порождает конфликтные ситуации в разных сферах – от продуктов питания до валют. К главным рискам восстановления роста в мировой экономике относятся: повышение цен на продовольствие и возможности обеспечения продовольственной безопасности; международные кредитно-денежные отношения; возможности открытия рынков для торговли; гендерные вопросы; помощь государствам, испытывающим последствия конфликтов или стихийных бедствий; меры противостояния изменениям климата.

В последнее время все громче раздаются голоса о том, что сегодня ВЭФ превратился в «банальную ярмарку тщеславия». Хотя в этих словах есть доля правды, ВЭФ по-прежнему сохраняет роль места для мозгового штурма наиболее острых проблем. По словам главы Всемирного банка Р. Зеллика, Давос – это форум для генерирования и обсуждения идей и действий, которые должны исходить от «группы 20», международных организаций, других форумов и учреждений частного сектора и частных лиц, которые могут помочь решению многих проблем.

### Литература:

1. Risques mondiaux 2011. – Mode of access: [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_GlobalRisks\\_Executive\\_Summary\\_2011\\_FR.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalRisks_Executive_Summary_2011_FR.pdf)
2. Davos: un forum où les problèmes ne sont pas réglés. – Mode of access: <http://french.ruvr.ru/2011/01/28/41707712.html>
3. Sarkozy réussira-t-il à imposer sa taxe sur les transactions financières? – Mode of access: [http://www.lemonde.fr/economie/article/2011/01/27/\\_1471123\\_3234.html](http://www.lemonde.fr/economie/article/2011/01/27/_1471123_3234.html)
4. Le renforcement du Fonds européen discuté à Davos. – Mode of access: <http://www.lefigaro.fr/conjoncture/2011/01/28/04016-20110128ARTFIG00656-php>
5. WEF 2011: pour les banquiers l'euro ne risque pas de disparaître. – Mode of access: <http://www.swissinfo.ch/fire/detail/content.html?cid=29368590>
6. World Economic Forum Annual Meeting 2011. – Mode of access: <http://www.weforum.org/events/world-economic-forum-annual-meeting-2011>

*Автор обзора – Л.А. Зубченко,  
канд. экон. наук, ИНИОН РАН*

Камин С.Б.

## ФИНАНСОВАЯ ГЛОБАЛИЗАЦИЯ И МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА

Kamin S.B.

**Financial globalization and monetary policy. – Board of Governors of the FRS, 2010. – № 1002. – 58 p. – (International Finance Discussion Papers. 1002–2010). – Mode of access: <http://www.federalreserve.gov/>**

В работе заместителя директора отдела международных финансов совета управляющих ФРС, опубликованной в порядке дискуссии, анализируются данные и результаты предшествующих исследований по проблемам международной интеграции финансовых рынков и последствий финансовой глобализации.

Последнее десятилетие отмечено бурным развитием процессов экономической глобализации, международной интеграции рынков товаров, труда, капитала. Как следствие экономические и финансовые условия во всем мире становились все более взаимосвязанными. Это поставило вопрос о сохранении национальными ЦБ своей независимости в поддержании стабильности цен и устойчивого экономического роста национальной экономики.

Взаимозависимости между национальными экономиками давно являются предметом изучения экономической теории. Модели открытой экономики Манделла-Флеминга, разработанные в 1960-1970-х годах, равно как и пришедшие им на смену неокейнсианские микроэкономические модели, показали возможность воздействия шоков в экономике одной страны на экономики стран – торговых партнеров. Но в экономической теории признавалось, что выводы из данных моделей могут быть применены в основном в отношении малых открытых экономик, таких как Южная Корея или Австралия, а не по отношению к крупным экономикам типа США, Японии или ЕС. Поэтому предполагалось, что гибкий валютный курс способен стать буфером, защищающим от импорта инфляции.

В последнее время стали высказываться сомнения относительно независимой монетарной политики даже в крупнейших мировых экономиках. Так, Фишер еще в 2006 г. писал, что старые модели больше не применимы к глобализированной взаимосвязанной и расширяющейся экономике.

Существует несколько направлений, по которым глобализация может дополнять или ограничивать способность монетарной политики достигать поставленных целей. Во-первых, по мере того как страны становятся более интегрированными в глобальную экономику, экономическая деятельность становится все более восприимчивой к внешним шокам. Поэтому ответственные лица, принимающие решения по вопросам монетарной политики, должны учитывать широкий круг переменных. Во-вторых, глобализация может влиять на механизмы передачи (трансмиссионные каналы) монетарной политики. Например, все чаще доходность по долгосрочным облигациям формируется на мировых рынках, а они влияют на краткосрочные процентные ставки, устанавливаемые монетарными властями. Другой пример: поскольку торговля становится все более важной для экономики, в монетарной политике возрастает значение валютного курса, чистого экспорта. Большинство теоретических моделей предполагает, что экономика, более открытая к торговле и потокам капитала, более восприимчива к внешнему влиянию.

**Глобализация и долгосрочные процентные ставки.** При нормальных экономических условиях монетарная политика в США и большинстве других развитых стран реализуется через контроль над уровнем краткосрочных процентных ставок. Движение краткосрочных ставок, в свою очередь, оказывает воздействие на экономическую деятельность и цены, влияет на комплекс финансовых условий, включая долгосрочные ставки, предложение банковских кредитов, уровень цен на активы и недвижимость, валютный курс.

Наиболее традиционный из этих каналов и, возможно, наиболее изученный – влияние монетарной политики на долгосрочные процентные ставки. В соответствии с теорией ожиданий, долгосрочные ставки это ожидаемые средние будущие краткосрочные ставки, устанавливаемые национальными монетарными властями. Но долгосрочные ставки включают в себя премию за риск, которая может меняться под воздействием внешних факторов. Поскольку финансовая глобализация привела к тому, что долгосрочные процентные ставки в большей степени стали определяться международными условиями и в меньшей степени внутренними монетарными властями, это должно иметь важное последствие для проведения монетарной политики.

#### **Паритет реальных ставок и паритет ставок по необеспеченным облигациям.**

В основе предположения, что ситуация на одном национальном рынке облигаций может распространиться на другие национальные облигационные рынки, лежат условия паритета процентных ставок по необеспеченным облигациям (ПНО). Это условие означает, что если облигации, номинированные в различных валютах, воспринимаются инвесторами как абсолютные заменители, то арбитражные сделки будут сводить различия в их номинальной доходности к ожидаемым изменениям соответствующих валютных курсов. Этому вопросу посвящен значительный круг публикаций. В большинстве прошлых исследований было показано, что ПНО не работает: дифференциал процентных ставок не предсказывает колебания валютных курсов. Однако прежний анализ не учитывал степень международной интеграции финансовых рынков. К тому же сложно точно оценить ожидания инвесторов относительно валютных курсов.

Гипотеза паритета реальных процентных ставок (РПС), как вариант ПНО, предлагает альтернативный способ проверки степени интеграции рынков. Согласно РПС, торговля уравнивает темп инфляции цен на товары между двумя странами, выраженных в общей валюте. Проблеме проверки данной гипотезы также посвящено множество публикаций. В целом, в исследованиях подтверждено сближение реальных процентных ставок в различных странах, но не их равенство. С развитием финансовой глобализации все больше данных стали подтверждать гипотезу РПС.

Усиление финансовой глобализации через увеличение связей между ПНО или РПС необязательно сопровождается усилением взаимосвязей между уровнями номинальной доходности по облигациям. Даже если выполняется РПС, изменения внутренних процентных ставок могут привести к изменению валютного курса и инфляции без последствий для номинальных иностранных процентных ставок. Более того, нет данных о том, как быстро или в какой мере шоки процентных ставок в одной стране могут распространяться по другим странам.

Расчеты показывают, что существует высокая корреляция между доходностью по облигациям в США и других странах, особенно она возросла в последние годы. Это говорит об усилении финансовой интеграции и, следовательно, о возрастании значимости трансграничных воздействий при определении доходности облигаций.

Альтернативное объяснение этим явлениям состоит в том, что фазы делового цикла в экономиках ведущих стран стали более синхронными, возросла торговая интеграция, что способствовало совпадению колебаний доходности. Это подтверждается рядом исследований, которые показали, что в течение последних нескольких десятилетий происходил рост международной синхронизации делового цикла. Но из этого вывода не следует объяснение усиления корреляции уровней доходности по облигациям. Первичные данные предполагают, что рост корреляции доходности по облигациям в большей степени свидетельствуют об увеличении финансовой интеграции и является скорее причиной, а не результатом усиления синхронизации делового цикла.

**Новейшие исследования в области финансовых воздействий.** Чтобы распутать клубок факторов, ответственных за возрастание скоординированности динамики доходности по облигациям во времени, необходимо различать первоначальные шоки и последст-

вия. Аналитики использовали различные подходы для идентификации шоков финансового рынка и оценки их распространения на другие страны. Проведенные оценки подтверждают существование взаимосвязи между национальными рынками облигаций, но не доказывают их усиления по мере развития глобализации.

Одно из направлений исследований в основном концентрирует внимание на динамике процентных ставок, стремясь выделить механизмы их воздействия. Используя с этой целью различные модели, эксперты обнаружили значительное трансграничное взаимодействие на рынке облигаций между развитыми странами за период применения гибких плавающих курсов. Но только в одном исследовании оценивалась сила таких взаимосвязей. Его авторы обнаружили существенное влияние развития глобализации, возрастающее взаимное воздействие шоков ставок в США и в зоне евро.

В других работах, применяя VAR-анализ к изучению экономики США, а также учитывая внешние факторы, специалисты обнаружили, что значительная часть изменений макро переменных США, включая ставку по федеральным фондам и долгосрочные показатели доходности, может быть объяснена зарубежными факторами воздействия. Было показано, что с течением времени зарубежные факторы становятся все более важными для США.

Как известно, в рамках модели VAR очень трудно добиться точной идентификации влияний. Альтернативный подход к их идентификации опирается на различие между действительными макроэкономическими данными и ожиданиями непосредственно перед их объявлением. Ряд авторов показал, что их несовпадение в США за период 1994-2005 гг. оказывало значительное воздействие на цены на иностранные активы, кратко- и долгосрочные процентные ставки. Другие специалисты обнаружили, что этот фактор воздействует и на цены на американские активы. Влияние тем больше, чем сильнее реакция иностранных процентных ставок на объявление данных Федеральным комитетом по операциям на открытом рынке ФРС США (Federal Open Market Committee, FOMC).

Ряд исследований посвящен изучению трансграничных взаимосвязей финансовых рынков, которые влияют на долгосрочную доходность облигаций. Но они не содержат однозначного подтверждения того, что данные взаимосвязи усиливаются со временем, по мере углубления финансовой глобализации. Есть несколько объяснений причин, по которым не удалось количественно оценить данную тенденцию. Во-первых, многие исследования концентрировали внимание на США и Европе, а их финансовые рынки уже давно тесно интегрированы, что делает воздействие глобализации менее заметным. Во-вторых, в большинстве исследований процесс изучался на протяжении слишком короткого периода времени (с 1980-х годов по настоящее время). Наконец, на финансовые рынки оказывают влияние и другие важные тенденции последних десятилетий, которые могут сглаживать воздействие глобализации. Многие исследователи отмечают, что благодаря замедлению инфляции и закреплению инфляционных ожиданий в последние годы реакция номинальной доходности по облигациям на шоки должна стать слабее. Это может перевешивать увеличение реакции доходности по облигациям на изменения за рубежом в силу глобализации.

Трансграничное влияние на доходность по облигациям играет важную роль, даже если не растет со временем. Учитывая масштабы экономики США и глубину его финансовых рынков, правдоподобно, что факторы монетарной политики и финансовые условия в США способны воздействовать на иностранные рынки в большей мере, чем зарубежные факторы воздействия на американские рынки. Ряд исследователей считают, что изменения процентных ставок в США больше влияют на соответствующие ставки в других развитых экономиках, чем наоборот. Это проявляется особенно явно в отношении краткосрочных ставок, в то время как движение долгосрочных ставок более симметрично. К аналогичным выводам приходят исследования, посвященные влиянию объявления статистических данных.

Хотя, как предполагают большинство исследователей, многие трансграничные воздействия на облигационных рынках зарождаются в США, один из наиболее важных за последние годы факторов сформировался за рубежом. Речь идет о падении доходности по облигациям в 2004-2006 гг., которое и в США, и в других странах оказалось значительно ниже уровня, который бы соответствовал стандартным макроэкономическим фундаментальным факторам, таким, как инфляция, темп роста ВВП, сальдо бюджета. Многие аналитики связывали низкую долгосрочную доходности по облигациям с масштабными закупками ценных бумаг странами с формирующимся рынком, имеющими профицит по текущим операциям, особенно странами Азии и экспортерами нефти.

Сталкиваясь с тем, что снижение доходности по облигациям не может быть объяснено внутренними факторами, ЦБ должен решить, следует ли противодействовать стимулирующему эффекту более низкой доходности по облигациям посредством повышения краткосрочных ставок, или же, поскольку их снижение сдерживает инфляционные ожидания глобальных инвесторов, снижать краткосрочные процентные ставки для того, чтобы сдерживать рост ожидаемых реальных процентных ставок.

На практике невозможно полностью отделить эффект притока капитала от других факторов, которые также могут подавлять доходность по облигациям в США и за рубежом, включая снижение премии за риск и рост спроса на долгосрочные активы со стороны пенсионных фондов и других институциональных инвесторов. Исследования свидетельствуют, что притоки средств иностранных официальных фондов на рынок вызывали снижение доходности по гособлигациям США.

Долгосрочная доходность по облигациям условно складывается из двух компонентов: 1) ожидаемой будущей краткосрочной ставки; 2) премии за риск, на которую могут влиять любые факторы, включая склонность инвесторов к риску и относительное предложение облигаций и альтернативных активов. Пока ЦБ контролирует краткосрочные ставки, он может влиять на долгосрочные ставки. Но глобализация, повышение уязвимости экономик перед реальными и номинальными внешними шоками могут сделать изменения краткосрочных ставок более неопределенными, а тем самым нанести вред способности ЦБ влиять на их ожидания. Более того, по мере усиления интеграции финансовых рынков и взаимозамещаемости суверенных облигаций, способность ЦБ влиять на величины премии за риск посредством предложения денег, облигаций и других активов может быть разрушена. Расчеты показывают, что пока монетарные власти сохраняют способность влиять на долгосрочные ставки посредством варьирования краткосрочных ставок, но доля колебаний долгосрочных ставок, объясняемая изменениями краткосрочных ставок, сокращается.

Данной проблематике посвящено весьма незначительное количество исследований, но и в них приводимые выводы носят неоднозначный характер. Так, одни эксперты, опираясь на данные по евро зоне, доказывают, что за последний период изменение краткосрочных процентных ставок приводило к меньшему, чем раньше, воздействию на долгосрочные процентные ставки и реальный ВВП, но стало больше влиять на валютный курс и торговлю. Другие специалисты, используя данные по США, обнаружили незначительное влияние американской монетарной политики на экономическую деятельность в США, но выделили ее влияние на определенные категории расходов и инфляцию. Применяя различные эмпирические методы, они доказали, что американская монетарная политика становится более активной в реагировании на колебания инфляции, а соответственно, инфляционные ожидания становятся менее привязанными к шокам монетарной политики. Таким образом, чем более эффективна монетарная политика по стабилизации инфляции, тем она менее эффективна в определении финансовых условий.

**Режимы валютных курсов и краткосрочные процентные ставки.** Согласно традиционному подходу, даже если глобализация приведет к тому, что долгосрочные процентные ставки будут зависеть от глобальных факторов, при режиме плавающего валютного курса ЦБ сохранят способность контролировать краткосрочные процентные ставки в

национальной валюте. Расчеты показывают, что со временем возрастает корреляция между трехмесячной ставкой LIBOR и аналогичными ставками в США и других развитых странах, особенно она очевидна для пар США/Германия и США/Великобритания. В некоторых работах предполагается, что плавающий валютный курс не способен полностью изолировать проведение внутренней монетарной политики от внешних условий. Другие авторы сопоставляют воздействие внешних монетарных шоков на процентные ставки при фиксированном и плавающем валютном курсах. Они доказывают, что в течение 1990-х годов внутренние процентные ставки в большинстве стран, практикующих как привязанный, так и плавающий валютный курс, тесно коррелировали с зарубежными процентными ставками, хотя при плавающем валютном курсе влияние внешних процентных ставок было меньше. Третья группа авторов считает, что при контроле над капитальными операциями, степенью долларизации и торговлей с США тип режима валютного курса не важен для реакции краткосрочных процентных ставок на монетарный шок в США.

В ряде работ с использованием разных методов и классификаций режимов валютного курса показано, что режим плавающего валютного курса помогает изолировать внутренние краткосрочные ставки от иностранных ставок. При этом краткосрочные процентные ставки в странах с привязанным режимом в большей степени реагируют на изменения краткосрочных процентных ставок, чем в странах с плавающими режимами. Если даже режим плавающего валютного курса и предоставляет ЦБ техническую возможность контролировать краткосрочные процентные ставки и снижает их реакцию на внешние факторы, на практике большинство ЦБ считают нужным отвечать на изменения в глобальных финансовых условиях. Если глобализация усиливает чувствительность валютных курсов к дифференциалу процентных ставок или чувствительность инфляции и объема производства к валютному курсу, это может увеличить воздействие внешних ставок на внутренние ставки.

Наконец, в силу перехода (формального или неформального) на таргетирование инфляции или другую практику, относимую к эффективным методам ведения дел ЦБ, ответ монетарной политики на внешние воздействия во многих странах становится все более идентичным. Это само по себе может генерировать большую корреляцию краткосрочных процентных ставок, даже если корреляция с международным деловым циклом остается неизменной. Поэтому возможно, что с развитием финансовой глобализации курсы валют станут более восприимчивыми к дифференциалам процентных ставок, что приведет к усилению валютного канала механизма монетарной политики.

В то же время на практике мало данных, подтверждающих гипотезу о возрастании влияния валютного курса на монетарную политику в условиях финансовой глобализации. Расчеты показывают, что для основных развитых экономик корреляция между дифференциалами краткосрочных ставок и валютными курсами лишь незначительно отличается от нуля.

Ряд авторов, используя неокейнсианские модели для анализа воздействия шоков на открытые экономики, подтвердили основную гипотезу Ф.С. Мишкина (F.S. Mishkin): экономическая открытость усиливает роль параметров валютного курса и чистого экспорта в механизме монетарной политики и сокращает влияние исключительно внутренних факторов. Они показали, что большая открытость торговли увеличивает воздействие изменений валютного курса на макроэкономические показатели.

Другой фактор, с помощью которого глобализация может воздействовать на валютный канал механизма монетарной политики, связан с трансграничными активами и пассивами. Если они растут, возрастает влияние валютного курса на их величину. Но на практике это сложно идентифицировать.

**Финансовый кризис, ликвидность и кредитный канал.** Международный финансовый кризис (2007-2009) усилил значение многих уроков финансовой глобализации. Он показал, каким образом глобальная интеграция финансовых рынков бросает вызов нацио-



нальным ЦБ, когда они должны бороться с воздействиями, возникшими за рубежом. Кризис выявил степень глобальной интеграции рынков долгосрочных ценных бумаг. Когда в конце 2008 г. кризис усилился, США столкнулись с увеличением притока капитала для покупки гособлигаций США, что привело к резкому снижению их доходности, тогда как доходность по другим суверенным обязательствам снизилась в значительно меньшей степени. По мере ослабления кризиса уровни доходности по гособлигациям на мировых рынках вновь стали колебаться примерно в унисон.

Кризис показал, в какой степени возросла корреляция краткосрочных процентных ставок в мире. На начальной фазе кризиса политика в этой области сильно различалась: США, а затем Великобритания стали снижать ставки, в то время как другие страны – повышать. Но к концу 2008 г. воздействие кризиса и дезинфляции заставило ЦБ во всем мире снижать базовые ставки, а в некоторых странах – проводить нетрадиционную политику для предоставления дополнительных монетарных стимулов.

В растущем потоке литературы по проблемам кредитного канала монетарной политики отмечается, что изменение условий финансирования компаний может воздействовать на экономическую деятельность помимо изменений, вызванных общей процентной ставкой. При этом заимствования и расходы критически зависят от уровня ликвидности, а именно – от способности заключать сделки с активами, не вызывая при этом больших изменений в их стоимости на денежных рынках и в ликвидной позиции финансовых институтов.

Еще до кризиса было очевидно, что глобализация может повлиять на динамику ликвидности и кредитные условия. Ряд экспертов предложил проводить различие между банками, ориентированными на внутренний рынок, и банками, действующими глобально. Они обнаружили, что на кредитную деятельность глобальных банков в меньшей степени влияют факторы монетарной политики США. Эти банки перемещают фонды между центральным и зарубежными подразделениями в ответ на изменения в спросе на ликвидность в США и за рубежом. В результате на кредитную деятельность их зарубежных подразделений также влияют монетарные условия в США. Было показано, что меры монетарной политики США существенно влияют на трансграничное кредитование американских банков, особенно сильно влияние на банки с зарубежными офисами. По мере расширения международной активности банков это становится все более очевидным.

В ходе финансового кризиса усилилось значение канала ликвидности и кредитного канала. Значительная часть спроса на финансирование в долларах исходила не от американских банков, а от иностранных банков и других институтов. Значительная потребность в долларовой финансовой помощи со стороны иностранных институтов отражает тот факт, что иностранные банки в последние годы существенно нарастили свои трансграничные долларовые пассивы, частично для того, чтобы финансировать покупку американских активов. После сжатия кредитных рынков рефинансирование таких пассивов осложнилось. Нехватка финансирования в долларах бросала вызов финансовой стабильности не только за рубежом, но и в США. Иностранные банки, действовавшие в США, в большей мере стали использовать свои активы на американском денежном рынке для перекачки средств за рубеж. Это, в свою очередь, значительно повлияло на межбанковские рынки и на колебания ставки по федеральным фондам в США.

Последствия этих явлений быстро распространились с денежных рынков на нефинансовый сектор через кредитное сжатие, что усилило рецессию в реальной экономике. Таким образом, по крайней мере, в развитых странах, канал ликвидности и кредитный канал являются основными механизмами трансграничного распространения спада в реальной экономике.

**Новые вызовы для центральных банков.** Международные проявления кризиса, а также сжатие межбанковского и других денежных рынков за последние два года заставили многие ЦБ разработать комплекс новых мер, направленных на то, чтобы успокоить

рынки и восстановить ликвидность. Во многом новые меры были продолжением традиционных функций ЦБ как регулятора ликвидности и кредитора последней инстанции. Одним из новых явлений, связанных с кризисом, стала испытываемая финансовыми институтами нехватка финансирования в иностранных валютах. Их дефицит, являющийся прямым следствием глобализации банковского дела и управления активами, требует скоординированного на международном уровне подхода центральных банков к функции кредиторов в последней инстанции.

К началу 2010 г. кредитные спрэды на межбанковских рынках во всем мире в основном вернулись к докризисному уровню, а долларовые свопы центральных банков были прекращены. Но финансовый кризис показал, что будущие проявления турбулентности скорее всего будут международными по масштабам, их нельзя будет преодолеть с помощью внутренних возможностей национального ЦБ.

Снизил ли глобализация влияние центральных банков на финансовые и экономические условия в своих странах? Финансовая интеграция не приводит к утрате контроля ЦБ над краткосрочными ставками в странах с плавающим валютным курсом. Тем не менее, глобализация усиливает значение международных переменных при формулировании внутренней монетарной политики. Даже при плавающих курсах внутренние краткосрочные ставки стали в большей степени, чем раньше, определяться внешними финансовыми условиями. В результате усиливается значение валютного канала как инструмента воздействия монетарной политики. Кризис показал, что с ростом доли финансовых транзакций в расчетных валютах право эмиссии национальных денег уже не является достаточным средством для преодоления кризиса ликвидности. В будущем вероятно, что международные соглашения о предоставлении ликвидности обретут еще большее значение.

*Автор реферата – В.В. Кузнецова,  
доцент МГУ им. М.В. Ломоносова*

**Вальтер И.**

**ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ СТРУКТУРНЫХ ИЗМЕНЕНИЙ  
В ГЛОБАЛЬНОЙ ИНДУСТРИИ ФИНАНСОВЫХ УСЛУГ**

**Walter I.**

**Economic drivers of structural change in the global financial services industry //  
Long range planning. – Oxford etc., 2009. – Vol. 42, – N 5–6. – P. 588–613.**

Профессор Нью-Йоркского университета, консультировавший многие банки, правительства и международные организации, рассматривает факторы, воздействующие на глобализацию сектора финансовых услуг, а также на конкуренцию и стратегию финансовых институтов.

За последние годы финансовый сектор испытал наиболее серьезную «стратегическую турбулентность», которая нашла выражение в глубокой перестройке его организационной структуры в результате изменений в технологической сфере, системах регулирования и поведении потребителей, а также в ответ на процесс глобализации функций финансового посредничества. В то же время остается значительная неопределенность относительно будущей конфигурации этой структуры.

Суть любой модели современной финансовой системы составляют набор каналов, через которые финансовые активы первичных сберегателей трансформируются в пассивы

конечных потребителей финансовых средств как в рамках национальных экономик, так и на международном уровне, и альтернативные способы финансового посредничества. Роль финансовых институтов и рынков в движении финансовых активов между секторами экономики отражается в трех основополагающих видах связей:

- Финансовые потоки, полностью обеспечиваемые посредниками (блок А). Коммерческие банки, сберегательные учреждения, страховые компании и другие финансовые институты аккумулируют сбережения в форме депозитов и других требований и используют эти фонды для приобретения активов нефинансовых институтов (домохозяйств, частных фирм, государственных организаций). Вкладчики, приобретая обязательства кредитных учреждений, получают выгоду от ликвидности, удобства и безопасности, которые создаются способностью финансовых институтов диверсифицировать риск и повышать надежность кредита с помощью профессионального менеджмента и мониторинга.

- Инвестиционное банковское дело и посредничество на основе секьюритизации (блок В). Сбережения прямо или косвенно (через доверительные операции и формы коллективного инвестирования) размещаются в ценных бумагах, эмитируемых и продаваемых организациями частного и государственного секторов на внутренних и международных рынках. Инвесторы формируют портфели финансовых активов из предлагаемых на рынке долговых и акционерных инструментов, что открывает более широкий спектр возможностей, а также могут отдать свои портфели в профессиональное управление различным учреждениям коллективного инвестирования (взаимным фондам, пенсионным фондам и др.).

- Механизмы прямых связей между кредиторами и конечными заемщиками (блок С). Дополнительные сбережения могут размещаться среди заемщиков через различные прямые связи (частное размещение), в том числе через хедж-фонды и частные акционерные инвестиционные фонды, действующие в качестве посредников. Институциональные инвесторы покупают крупные пакеты частных ценных бумаг и добиваются высокой доходности. В то же время прямое размещение ценных бумаг позволяет лучше согласовать запросы эмитента и инвестора.

В описанных процессах выгода (стоимость) для сберегателей и инвесторов выступает как комбинация дохода, безопасности и ликвидности, а для пользователей фондов – как комбинация стоимости финансирования, транзакционных затрат, гибкости и ликвидности. Она может быть увеличена с помощью гарантий, дериватов и т.п. Рынки могут быть связаны функционально и географически, что открывает дополнительные возможности в области ликвидности, экономии затрат и т.д.

Вместе с тем описанные процессы финансового посредничества характеризуются высокой чувствительностью к экономической, технологической и нормативно-правовой среде. В результате за последние десятилетия в этих процессах и в структуре институтов произошли существенные изменения. Так, в США доля коммерческих банков на внутреннем финансовом рынке снизилась с примерно 75% в 1950-х годах до менее 25% в настоящее время. Аналогичные процессы, хотя и не столь интенсивно, происходят в Европе – здесь эта доля еще превышает 60%, а в Азии банки продолжают контролировать более 70% рынка финансового посредничества. Даже в странах с формирующимся рынком ощущается эта тенденция к снижению доли классических банковских посреднических функций в пользу рынков капитала. Она является долгосрочной и общемировой.

Сокращение доли традиционного посредничества (дезинтермедиация), а также финансовые инновации и связи переориентировали денежные потоки на рынки ценных бумаг, которые, благодаря новым технологиям, отныне также способны обеспечить быстрый доступ к ликвидности, прозрачность, безопасность в сочетании с высокой доходностью. Здесь действуют взаимные фонды, хедж-фонды, частные акционерные фонды, деятельность которых приносит выгоду благодаря повышению левериджа и изменению структуры капитала инвестируемых фирм. Для нефинансового бизнеса процесс реструктуризации обычно означает необходимость улучшения как денежных потоков и финан-

совой структуры, так и производственных процессов, продуктов и услуг. Деятельность хедж-фондов и акционерных инвестиционных фондов по обеспечению собственной ликвидности сочетается с кредитованием коммерческих банков и операциями на фондовых рынках, тем самым поддерживается симбиоз этих финансовых учреждений с ключевыми каналами финансового посредничества. Этому способствуют и другие связи: ряд крупных хедж-фондов и инвестиционных фондов управляются инвестиционными и коммерческими банками и финансовыми конгломератами и одновременно оказывают консультационные и другие услуги в области инвестиционного бэнкинга.

Наконец, широкий спектр дериватов наполнил рынки и позволил «подгонять» финансовые продукты под запросы конечных пользователей с высокой степенью детализации, расширив доступность и снизив стоимость финансирования, с одной стороны, и стимулируя оптимизацию клиентских портфелей – с другой. Операции с дериватами позволили осуществлять трансферт рисков тем, кто способен справляться с ними наилучшим образом. В результате такого развития финансовых рынков их конечные пользователи оказались вынужденными в большей степени ориентироваться на эффективность деятельности в условиях значительно более строгих требований, касающихся прозрачности и конкурентоспособности. Корпорациям, институциональным инвесторам и государственным властям стало труднее объяснять отклонения от строгой финансовой дисциплины.

Последний финансовый кризис показал, с какой легкостью финансовые инновации могут «выйти из колеи» и привести к нежелательным последствиям. При этом ущерб наносится далеко не только тем, кто виноват. Паника на финансовых рынках захватила всю экономику, что в свою очередь усилило расстройство финансовой системы, вызвав глобальную рецессию. Тем временем политики, отчаявшиеся в попытках остановить спад, вынуждали более здоровые банки приобретать безнадежно больные учреждения, подталкивая тем самым к дальнейшему усилению процессов банковской консолидации и к возникновению небольшой группы участников, слишком крупных, взаимосвязанных, конфликтующих и с трудом поддающихся управлению и регулированию.

Это, тем не менее, вряд ли означает конец секьюритизации, дериватов и финансовых инноваций в целом. Любые инструменты могут использоваться неправильно, а в данном случае такое происходило в массовом порядке среди заемщиков, эмитентов, инвесторов и финансовых посредников. Когда шторм закончится, более надежные из этих инструментов появятся вновь, возможно в иной форме. Контракты на основе дериватов станут более унифицированными и будут продаваться на организованных биржах или через центральные расчетные палаты. Инвесторы будут проводить более тщательный анализ при принятии решений и не будут совершать операции с активами, о которых они мало знают. Финансовые институты сосредоточат внимание на эффективности и выгодном обслуживании клиентов. Всему этому будут способствовать изменения в регулировании и рыночная дисциплина.

Изменения в макроэкономических условиях финансового посредничества ведут к институциональной реконфигурации финансового сектора, которая затрагивает все его составляющие, а также связи между ними. В сегменте розничных услуг наличие избыточного количества учреждений привело в ряде стран к процессам консолидации. Розничный коммерческий бэнкинг стратегически связан с розничным брокерским и страховым делом, управлением активами через взаимные фонды и другие каналы. Такие множественные связи в некоторых случаях порождали агрессивную политику перекрестных продаж. Вместе с тем во всех сферах розничного бизнеса продолжали успешно функционировать относительно небольшие и специализированные фирмы, особенно те, которые сумели наладить высококачественное обслуживание, одновременно пользуясь преимуществами аутсорсинга и стратегических альянсов.

В оптовом финансовом обслуживании возникали аналогичные связи. Оптовые коммерческие банки стали уделять больше внимания крупным инвестиционным проектам, а

инвестиционные банки – деятельности по управлению активами, чтобы обеспечить большую стабильность и использовать преимущества вертикальной интеграции. Развитие этих процессов в период последнего глобального финансового кризиса привело к вымиранию такой организационной формы, как независимые биржевые посредники (брокеры–дилеры), которая, по-видимому, будет возрождаться в послекризисной обстановке при новых правилах, а зрелые фирмы, превратившиеся в банковские холдинги (Morgan Stanley, Goldman Sachs), вернутся в той или иной форме к структуре партнерств.

В перспективе широкий спектр финансовых учреждений – коммерческие банки, сберегательные банки и кооперативы, кредитные союзы, фирмы по операциям с ценными бумагами, взаимные фонды, страховые компании, хедж-фонды, частные акционерные инвестиционные фонды, финансовые компании и др. – будут выполнять те или иные функции финансового посредничества, конкурируя как внутри своих групп, так и с членами других групп в соответствии со своими конкурентными преимуществами. Институциональная эволюция будет зависеть, таким образом, от этих сравнительных преимуществ и от развития систем регулирования.

Относительные преимущества тех или иных структурных форм в области конкуренции и факторы, воздействующие на изменение этих форм, сводятся к следующему.

- *Экономия на масштабе.* Вопрос о существовании в секторе финансовых услуг выгод и потерь, возникающих в результате роста масштаба деятельности, стоит в центре дискуссии об оптимальных размерах предприятий. Ведет ли рост масштаба к росту эффективности? В такой отрасли, как финансовые услуги, характеризующейся информационной емкостью и интенсивностью трансакций, а также высоким уровнем постоянных издержек, должен быть большой потенциал экономии на масштабе. Однако в крупных фирмах также имеет место потенциал потерь на масштабе за счет непропорционального роста административных расходов, возрастания сложности управления и агентских отношений и т.п. Если преобладает экономия, рост способствует эффективности и богатству акционеров, в противном случае им наносится ущерб.

- *Операционная эффективность.* Нередко банки и другие финансовые учреждения с одинаковым масштабом деятельности и номенклатурой услуг (то есть не имеющие потенциала экономии на масштабе) имеют разный уровень удельных затрат. Причина в эффективности использования ресурсов труда и капитала, применяемых технологий, организации и стимулировании труда, то есть в качестве управления. Исследования показывают, что качество управления банками в этом плане важнее, чем их размеры или выбор направлений бизнеса.

- *Экономия от разнообразия (economy of scope)<sup>1</sup>.* Глобальная экономия от разнообразия очевидна, если совокупная стоимость производства всех продуктов меньше, чем стоимость их раздельного производства, и достигается за счет совместного использования информационных технологий (ИТ) и экономии на накладных, информационных и других подобных расходах. Вместе с тем возможны и потери от разнообразия по таким причинам, как инерция, отсутствие реакции и креативности, возникающие из-за несогласованности, возрастания сложности и бюрократизации.

- *Выгода в доходе от разнообразия.* В области доходов эффект от разнообразия возникает, когда суммарные затраты (включая стоимость самих услуг плюс стоимость информации, поиска, мониторинга, заключения контрактов и др.) на приобретение множества финансовых услуг у одного поставщика ниже, чем при их приобретении у разных поставщиков. Эти эффекты могут возникать и на розничном, и на оптовом уровне, вместе с тем они существенно зависят от вида услуг и типа обслуживаемых клиентов. Здесь также

---

<sup>1</sup> Экономия от разнообразия – снижение затрат вследствие использования одного капитального актива для производства или потребления нескольких разнородных благ; в этом случае увеличение количества различных производств в пределах одной фирмы ведет к снижению удельных затрат (главным образом, за счет меньших транзакционных издержек). – *Прим. реф.*

могут возникать и потери в доходах из-за сложности управления и связанных конфликтов. В будущем могут появиться новые модели розничного бизнеса, предоставляющие клиентам выгоды за счет облегченного доступа к интернет-платформам и множеству поставщиков в реальном времени.

- *Рыночная концентрация и лидерство.* Многие национальные рынки финансовых услуг демонстрируют четкую тенденцию к слияниям и приобретениям и формированию олигополии, при которой рыночная власть позволяет банкам взимать больше и платить меньше. Однако практика показывает, что такие условия труднодостижимы. Новые участники, в том числе относительно небольшие по размеру, способны входить на рынок и разрушать олигополистические ценовые структуры, а потребители склонны обращаться к эффективным субститутам и к поставщикам услуг различного типа.

- *Информация и человеческий капитал.* Преимущества крупных диверсифицированных учреждений могут состоять в оптимизации и удешевлении информационных потоков, что позволяет эффективнее использовать технические ноу-хау, структурные выгоды и улучшить обслуживание клиентов. С этим фактором связано и преимущество в области накопления человеческого капитала, воплощающего ноу-хау и предпринимательское поведение.

- *Диверсификация и финансовая стабильность.* Продуктовая, географическая и по сегментам потребителей диверсификация рассматривается как средство придания финансовым институтам большей стабильности и жизнеспособности. Действующие здесь факторы включают повышение надежности кредитования и кредитного рейтинга, снижение риска банкротства и, как следствие, стоимости финансирования и рост прибыльности по сравнению с более мелкими и специализированными учреждениями. Кроме того, как показывает опыт многих стран, неприемлемые системные последствия банкротства крупных фирм, достигающих определенного уровня, обуславливают практику их спасения государством.

- *Конгломератный дисконт.* Как показывают исследования, акции мультипродуктовых фирм и конгломератов торгуются по более низким ценам, чем акции более специализированных фирм. Это происходит по двум причинам: конгломераты используют капитал неэффективно, поскольку их внутренние рынки капитала действуют менее эффективно, чем внешние; инвесторам сложно следить за состоянием конгломератов, а потому они предпочитают не покупать их акции. Результатом является более высокая стоимость привлечения капитала и снижение конкурентоспособности, что может полностью или частично нейтрализовать отмеченные выше преимущества диверсификации.

Последний глобальный финансовый кризис поставил ряд важных вопросов о том, вызовет ли он частичную коррекцию политики банков и их клиентов или фундаментальные изменения в глобальной структуре финансового посредничества. Массивные вливания ликвидности, проведенные центральными банками ряда стран и означающие соответствующие потери налогоплательщиков, неизбежно приведут к серьезным изменениям в регулировании, которые изменят также характер функционирования финансовых институтов.

Произошедшее за последние два десятилетия смещение финансовых потоков из регулируемых депозитных институтов на открытые глобальные финансовые рынки явилось одним из наиболее позитивных сдвигов в области финансов. Оно способствовало усилению конкуренции, повышению эффективности ценообразования на рынках ценных бумаг, прозрачности, более детализированному анализу рисков и снижению стоимости привлечения капитала. В 2008 г. рыночная стоимость всех акций и облигаций в мире превысила 100 трлн. долл., что в несколько раз больше мирового объема совокупных банковских депозитов. Вместе с тем стало очевидным, что инновации и рост эффективности достигнуты ценой неустойчивости, которую ощутили участники рынка; причем одной из причин этой неустойчивости явилась высокая степень концентрации финансового посредничества в глобальном масштабе.

Поддержка финансовых институтов за общественный счет дает обществу право контролировать тех, кто получает выгоду от такой поддержки. Следовательно, усиление регулирования неизбежно. Изменения в регулировании имеют целью повысить стабильность финансовой системы без ущерба для ее эффективности, но решение этой проблемы означает «балансирование между неизмеримым и непознаваемым», поскольку измерение эффективности проблематично, а нестабильность проявляется слишком поздно. Отсюда неизбежные периоды слишком сильного или слишком слабого регулирования.

В этом процессе инвестиционные банки могут претерпеть существенную трансформацию, превратившись в финансовые конгломераты. Вместе с тем дальнейшее развитие консолидации может означать возрастание потерь в глобальной финансовой индустрии. Массивные потери акционеров финансовых институтов могут стимулировать улучшение корпоративного управления, а отсюда и лучшее соотношение между риском и вознаграждением, что отвечает интересам и акционеров, и налогоплательщиков. Однако на гиперконкурентном финансовом рынке это вряд ли произойдет в скором времени. Рыночной дисциплины недостаточно, а потому эффективное регулирование должно сосредоточиться на взаимосвязанных проблемах платежеспособности (институтов) и ликвидности (как институтов, так и инструментов).

В центре любых усилий по повышению устойчивости глобальной финансовой системы будет противостояние основным источникам системного риска. Крах системных институтов ведет к «загрязнению финансовой среды» (подобно выбросам отходов, загрязняющим окружающую природную среду), серьезным потерям финансовой системы в целом, в рамках которой может быть применен принцип «платит загрязнитель», сходный с принципом, используемым в области охраны окружающей среды. Ключевая проблема состоит в выявлении, измерении и стоимостной оценке системного риска и в принуждении тех, кто его создал, платить за страхование от него. Вариант применения принципа «платит загрязнитель» в финансовой сфере может состоять в следующем:

1) государственные гарантии депозитов и гарантии крупным системным институтам должны быть оценены по-новому с соответствующим увеличением их стоимости для тех, кто получает прямую выгоду от гарантирования, – банков и их вкладчиков;

2) следует переопределить также требования о достаточности капитала, аналогичным образом увеличивая финансовые издержки от принятия риска;

3) ликвидность институтов должна быть адекватной и приведена в соответствие с их бизнесом и рыночными условиями, даже ценой отказа от части потенциальной прибыльности в результате увеличения ликвидных активов;

4) структурная сложность и взаимосвязанность финансовых посредников требует введения специального системного дополнительного платежа, поскольку часть внутренних трансфертов риска не фиксируется обычной системой регулирования и надзора.

В любом случае в целях корректной стоимостной оценки системного риска новая система регулирования банков и других финансовых посредников должна взимать существенную плату с акционеров и клиентов. А рынок сделает свою обычную работу: финансовые продукты и институты, навязывающие высокий уровень риска, будут увеличивать издержки и снижать прибыль по сравнению с другими, а финансовые потоки лучше учитывать системные риски.

Потенциальные эффекты структурных изменений и концентрации в финансовой сфере легко сформулировать концептуально, но трудно оценить практически. Среди положительных последствий – экономия на масштабе и от разнообразия, операционная эффективность, улучшение финансовой стабильности за счет диверсификации, накопление человеческого капитала и др. Среди отрицательных – потери от масштаба и разнообразия, рост сложности управления и операционных расходов, возможность дисконта со стоимости акций конгломератов и др. Глобальная посткризисная институциональная структура будет, по всей видимости, отличаться мозаичностью и конкуренцией институтов как внут-

ри различных стратегических групп, так и между ними. На вершине списка будут как универсалисты, так и специализированные учреждения, при этом крупные масштабы не будут означать обязательного преимущества. Не масштабы, а качество менеджмента открывает наилучшие перспективы для успеха. Разнообразие институтов в финансовой сфере, отсутствие явного «стратегического доминирования» с системной точки зрения является благоприятным фактором, поскольку конкуренция будет способствовать эффективности распределения ресурсов и инновациям в области финансовых продуктов и процессов.

*Автор реферата – И.Г. Минервин,  
канд. экон. наук, ИНИОН РАН*

**Черутти Е., Классенс С., Макгуайр П.**

**СИСТЕМНЫЕ РИСКИ В ГЛОБАЛЬНОМ БАНКИНГЕ:  
ДОСТАТОЧНО ЛИ ДАННЫХ ДЛЯ АНАЛИЗА?**

**Cerutti E., Claessens S., McGuire P.**

**Systemic risks in global banking: What available data can tell us and what more data are needed? – Wash.: IMF, 2011. – 26 p. – (IMF Working paper. WP/11/222).**

Специалисты департамента исследований МВФ и Банка международных расчетов (BIS) рассматривают проблемы управления системным риском на глобальном уровне и первоочередные направления улучшения информационного обеспечения их решения.

Глобальный кризис обнаружил высокую степень взаимосвязанности финансовой сферы и показал, как шок, возникающий в одной стране или в одном классе активов, может быстро распространиться на другие рынки и страны. На глобальном уровне каналы распространения кризисных явлений весьма сложны, а данные, необходимые для их отслеживания по большей части все еще недоступны. Кроме того, институциональная инфраструктура, необходимая для управления системным риском, неадекватна или вообще отсутствует.

Отправной точкой в анализе системного риска в рамках отдельной страны, как правило, является банковская система, что объясняется ролью банков в финансовой системе и их высоким коэффициентом левериджа. При этом центральные банки и органы надзора часто используют дезагрегированные данные, в том числе информацию о структуре банковских активов и пассивов, о структурных дисбалансах по срокам и валютам, а также другие показатели баланса и отчета о прибылях и убытках. Исследование этих показателей направлено на выявление системных рисков, связанных с обычными факторами риска, межбанковскими отношениями, концентрацией денежных средств и другими факторами, которые способны оказывать влияние на состояние доходов, ликвидности и достаточности капитала. Однако такой подход не может быть непосредственно применен на межстрановом уровне. В этом случае возникают, по крайней мере, три дополнительные проблемы.

1. *Отсутствие институциональных механизмов, обеспечивающих координацию отдельных страновых подходов.* Международные финансовые связи охватывают различные правовые юрисдикции, а политики, принимающие решения, озабочены преимущественно национальными интересами и могут даже не обращать внимания на международные последствия своих действий, также как и на последствия действий других стран на свою экономику, что никак не способствует максимизации общего благосостояния. В таких условиях глобальная финансовая стабильность не получает достаточного внимания. Кроме



того, многие институциональные механизмы, существующие на национальном уровне и направленные на оптимизацию системы и антикризисное управление, отсутствуют на глобальном уровне. Хотя существуют инициативы по развитию многостороннего надзора, регулирование и надзор в основном ориентированы на национальный уровень. Надзор над крупными международными финансовыми институтами разбросан между органами многих стран, не располагающими достаточными средствами обмена информацией и координации действий. Глобальные схемы санации таких институтов отсутствуют, как отсутствует и официальный глобальный кредитор в последней инстанции, способный решать проблемы ликвидности в иностранных валютах.

2. *Возрастание сложности анализа риска на международном уровне.* Различия между фирмами в организационных структурах и правовом статусе, играющие ограниченную роль внутри страны, на международном уровне осложняют оценку и управление системным риском. Крупные глобальные банки состоят буквально из тысяч подразделений, расположенных во многих странах. Они могут выдавать трансграничные кредиты как непосредственно из штаб-квартиры, так и через дочерние предприятия или отделения, которые также принимают местные депозиты. Анализ уязвимости банковских операций на уровне группы и на основе консолидированных данных оказывается проблематичным. Такой подход основан на сильном допущении, что ресурсы, имеющиеся в одном офисе, могут быть немедленно высвобождены и направлены в любое другое место, а также делает весьма трудным точное сравнение глобальных потенциальных рисков по отдельным классам активов в рамках банковской группы.

3. *Недостаточность данных, отражающих международные показатели системного риска.* Органы надзора в каждой юрисдикции имеют доступ к данным по банкам, работающим в соответствующей юрисдикции, тогда как надзор за деятельностью международных банковских учреждений требует различного по методам сбора данных в различных юрисдикциях. Кроме того, оборот данных даже в органах надзора затрудняется соображениями конфиденциальности. Публикуемые данные, как правило, не содержат существенной информации о международной деятельности банков (валютных и трансграничных позициях). Международная банковская статистика Банка международных расчетов (BIS), отслеживающая зарубежные позиции международных банков, агрегирована и не детализирована и поэтому не пригодна для многих аналитических целей.

Наличие существенных проблем в области оценки системного риска подтверждается многочисленными исследованиями на эту тему и конкретными примерами. Исследования по оценке системного риска могут быть разделены на три группы. В первой внимание сосредоточено на том, каким образом балансовые связи умножают масштабы шоков и воздействуют на направления их трансграничного распространения. Эти исследования в основном опираются на агрегированные данные, поскольку информация о размещении участников сделок доступна, как правило, только в агрегированной форме. Вторая группа исследований пользуется преимуществом в виде обильной рыночной статистики и использует информацию, содержащуюся в кредитных спредах и ценах активов, для расчетов премий за системный риск и корреляции между шоками на различных рынках. Исследования третьей группы используют более перспективный подход и полагаются на методы компьютерной имитации и сценарного анализа для достижения понимания того, как специфические шоки могут обостряться до тяжелых системных кризисов. Они также опираются на балансовые взаимодействия, используя в основном агрегированные данные.

Все три типа анализа рассматривают риски, возникающие как на активной стороне баланса (например, кредитный, страновой и рыночный риск), так и на пассивной его стороне (например, риск при консолидировании долга), а также риски, связанные с взаимодействием между двумя сторонами (например, риск ликвидности и структурные дисбалансы). Однако анализ на основе агрегированных данных на страновом уровне не способен учесть неоднородность банков. Исследования, использующие данные на уровне банков,

также имеют недостатки (например, касающиеся участия в кредитных синдикатах). Анализ внутригрупповых операций основан не на фактических, а на косвенных показателях, получаемых из данных о суммарных операциях дочерних предприятий. Индикаторы, основанные на рыночных ценах, не всегда являются достоверными показателями риска. Некоторые исследования сочетают анализ на основе балансовых и рыночных данных, но на глобальном уровне такой подход весьма затруднителен. Балансовый анализ не учитывает в полной мере возрастающую сложность международной среды, поскольку имеющиеся ограничения в области информации не позволяют выявить особенности правового статуса банков и их организационных структур, а также не отражает географическую структуру банковских операций.

Выявление многих аспектов глобального системного риска, и прежде всего роли банков в формировании системного риска, на основе использования существующих данных оказывается невозможным. Это подтверждают примеры решения конкретных задач, таких как точное измерение потенциальных рисков, связанных с зарубежными активами банков; измерение степени зависимости страны заемщика от кредита со стороны иностранных банков; отслеживание деятельности банков по кросс-валютному (межвалютному) финансированию и трансформации краткосрочных инструментов в долгосрочные; моделирование системных рисков для международных банков с помощью сценарного анализа.

Примеры показывают, что анализ глобального системного риска с использованием имеющихся в настоящее время данных основан на множестве допущений и дает весьма неточные результаты. В международном аспекте необходимо учитывать различия в организационных структурах и правовом статусе банков, тогда как имеющиеся данные, в основном это международная банковская статистика BIS, позволяет вести расчеты только на уровне банковской системы в целом, но не на уровне отдельных банков. Подробные данные о внутренних рынках капитала и источниках финансирования (в том числе о различных недепозитных источниках), как правило, отсутствуют и на системном уровне, и на уровне отдельных банков. Страновые различия институциональных структур и систем регулирования могут значительно влиять на масштабы кризисов и направления их трансграничного распространения. Они также затрудняют создание аналитических индикаторов, позволяющих отслеживать возникновение уязвимых мест на системном уровне. Эта задача еще более усложняется из-за отсутствия сопоставимых на международном уровне данных по крупнейшим глобальным финансовым институтам.

Анализ системных рисков в международном банкинге требует совместного рассмотрения данных, охватывающих многие финансовые институты. Агрегированные данные скрывают общие потенциальные риски по конкретным классам активов или источникам финансирования. Выявление этих уязвимых мест требует данных на уровне отдельных банков, собираемых в согласованном и сопоставимом формате, позволяющем осуществить последующее агрегирование. Данные по отдельным банкам, собираемые национальными органами надзора, содержат частично требуемую информацию. Однако опыт кризиса показал, что во многих юрисдикциях в этой информации отсутствуют важнейшие показатели, прежде всего, относящиеся к взаимосвязям между международными банками. Для целей управления кризисом нужна дополнительная информация о двусторонних связях на уровне банков. Кроме того, информация, имеющаяся у органов надзора, не публикуется или публикуется в ограниченном виде и не имеет широкого распространения, как правило, даже в рамках соответствующей юрисдикции. Поэтому органы надзора не имеют детального представления о глобальной системе, а без такого представления проблемы на системном уровне остаются невыявленными.

Данные по отдельным банкам, собираемые вне органов надзора, как правило, не имеют достаточной детализации. Коммерческие базы данных накапливают информацию, извлекаемую из годовых отчетов банков, но имеют значительные пробелы и запаздывание.

Практически отсутствует информация о странах и секторах, представляющих стороны сделок, особенно это касается операций филиалов. Во многих странах стандартные балансовые показатели (например, капитальные коэффициенты) не публикуются или публикуются без детализации. Банки, как правило, не сообщают информацию по валютным позициям или потенциальным рискам конкретных контрагентов. Более того, многие банки раскрывают только глобальные консолидированные финансовые отчеты, в которых агрегированы позиции по всем дочерним предприятиям и отделениям, как внутренним, так и зарубежным, что делает недоступной информацию о географической структуре операций банков. В результате значительная часть информации о финансировании и структуре активов банковских операций является закрытой, что ограничивает полезность данных для анализа глобального риска.

В докладе «Финансовый кризис и недостатки информации»<sup>1</sup>, подготовленном совместно МВФ и Советом финансовой стабильности (FSB) и представленном группе министров финансов и руководителей центральных банков «группы 20» (G20), содержатся 20 рекомендаций по улучшению финансовой информации. Важнейшими из них являются:

- разработка показателей системного макропруденциального риска (таких как структурные дисбалансы активов и пассивов по левериджу и по соотношению сроков);

- разработка общей схемы отчетности для финансовых институтов, имеющих системное значение в глобальном масштабе, с целью совершенствования анализа потенциальных рисков этих институтов по отношению к различным финансовым секторам и национальным рынкам;

- расширение консолидированной банковской статистики BIS, в том числе выделение небанковских финансовых институтов с разбивкой по секторам и отслеживание схем финансирования;

- разработка стандартной схемы, охватывающей международные риски крупных небанковских финансовых институтов.

Предпринимаются меры по выполнению этих рекомендаций. Международная рабочая группа подготовила проектный набор эталонных схем представления данных, который в случае одобрения, будет обеспечивать детальную информацию о банковских активах и позициях финансирования с разбивкой по странам и секторам контрагентов, инструментам, валютам и остаточным срокам погашения, а также о связях банков с другими институтами. Также предложен порядок сбора и хранения и использования конфиденциальной банковской информации. Рассматриваются вопросы относительно сбора информации о внутригрупповых банковских операциях, численности отделений и дочерних предприятий. Эти предложения являются предметом консультаций в рамках FSB.

Результатом реализации этих инициатив будет получение информации, которая впервые позволит осуществить совместный анализ глобальных позиций многих банков, находящихся под различными юрисдикциями, что существенно улучшит возможности оценки уязвимых мест в глобальной системе. В случае кризиса регуляторы смогут оценить потенциальные угрозы распространения последствий банкротства одного института на другие институты, рынки и сектора экономики, а также возможные результаты различных антикризисных мер.

Параллельно с этими усилиями предпринимается усовершенствование международной банковской статистики BIS, охватывающей значительно более широкий круг банков. Целями являются расширение информации о валютах банковских позиций и контрагентах, прежде всего об их экономике и географическом размещении, а также о балансах банков в целом, с тем чтобы охватить все банковские финансовые активы и обязательства. Важно, что эти меры должны привести к более широкому раскрытию информации о структурах банковских операций. Так, в настоящее время невозможно одновременно по-

<sup>1</sup> The Financial crisis and information gaps: Report to the G20 finance. IMF-FSB, 2009. – Mode of access: [www.imf.org/external/np/g20/pdf/102909.pdf](http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102909.pdf).

лучить информацию о размещении банка, его страновой принадлежности и размещении его контрагентов (например, о совокупных обязательствах, находящихся на балансах британских отделений банков, имеющих штаб-квартиры в Швейцарии, перед ближневосточными экспортерами нефти). Начиная с конца 2012 г., информация о размещении контрагентов банков должна предоставляться отдельно по банкам конкретных стран в каждой подотчетной юрисдикции. Это облегчит более детальный анализ возможных путей распространения шоков, возникших в той или иной банковской системе, на заемщиков в других системах.

Кроме органов регулирования, улучшенная информация необходима также и участникам рынка, стремящимся должным образом следить за системными рисками. Публикация и распространение данных может помочь участникам рынка дисциплинировать самих себя.

В то же время даже при совершенствовании информации на банковском уровне и на уровне агрегированной статистики сохранится неадекватность представления других измерителей системного риска. Помимо банков, системную значимость могут иметь небанковские институты, пенсионные фонды, страховые компании и крупные многонациональные корпорации. Это означает необходимость дальнейшего продвижения вперед в направлении включения в общую систему сбора данных не только таких небанковских институтов как контрагентов банков с разбивкой по соответствующим секторам, но и крупных небанковских фирм.

*Автор реферата – И.Г. Минервин,  
канд. экон. наук, ИНИОН РАН*

**Чихак М., Муньоз С., Скуззарелла Р.**

**СВЕТЛАЯ И ТЕМНАЯ СТОРОНЫ  
ТРАНСГРАНИЧНЫХ БАНКОВСКИХ СВЯЗЕЙ**

**Čihák M., Muñoz S., Scuzzarella R.**

**The Bright and the Dark Side of Cross-Border Banking Linkages. – Wash.:  
IMF, 2011. – N 186. – 42 p. – (IMF Working Paper. WP/11/186)**

Авторы эконометрического исследования, специалисты МВФ, пытаются дать ответ на вопрос: становится ли национальная банковская система более стабильной или более уязвимой, если она тесно связана с глобальной банковской сетью?

Одно из проявлений финансовой глобализации – рост трансграничных связей банков. Положительная, «светлая» сторона этого процесса – новые широкие возможности инвестирования, что способствует быстрому экономическому росту во многих странах. Но увеличение финансовых связей имеет также и «темную» сторону – усиливающаяся трансграничная взаимозависимость банков способствует передаче накапливающихся проблем от одной страны к другой и формированию системных проблем с глобальными последствиями. Разрушительные последствия трансграничных взаимосвязей для стабильности национального банковского сектора носили в ходе недавнего глобального финансового кризиса поистине драматический характер: негативные явления в финансовой системе одной страны очень быстро передавались многим другим. Специалисты пытаются измерить «системную важность» трансграничных взаимосвязей для банковских систем отдельных стран.

Если глобальные связи укрепляют стабильность банковской системы, то должны ли политики и регулирующие органы их поддерживать и стимулировать? Если же глобальные

связи угрожают стабильности национальной банковской системы, то следует ли регулирующим органам каким-то образом ограничивать их рост?

Ответ на эти вопросы зависит от степени взаимосвязанности банков. Зависимость между продолжительностью банковского кризиса в стране и степенью интеграции банковского сектора данной страны в глобальную банковскую сеть носит комплексный характер. Анализ показал, что страна, чей банковский сектор имеет относительно ограниченные связи с другими банковскими системами, стремится расширить международные связи, чтобы повысить стабильность своей системы. Многие специалисты считают, что в определенной степени трансграничные связи банков служат им как поглотители экзогенного шока. В какой-то момент дальнейшее расширение трансграничных связей начинает оказывать негативное воздействие на стабильность национальной банковской системы. Однако при почти полной интеграции национальной банковской системы в мировую сеть вероятность возникновения кризиса в отдельной банковской системе вновь снижается.

Для оценки степени влияния трансграничных связей на банковскую систему конкретной страны важно различать, где эти связи сосредоточены: в сфере банковских активов или пассивов (иначе, «исходящие» или «входящие» связи). Банковская система страны, в которой трансграничные связи банков сосредоточены в основном в сфере привлечения средств («входящие» связи) более уязвима, чем в странах, где эти связи концентрируются в сфере размещения банковских активов («исходящие» связи).

*Последствия растущей взаимосвязанности для финансовой стабильности.* В литературе нет однозначных ответов на вопрос: выгодна или опасна для национальной банковской системы большая связанность с внешним миром? Среди публикаций можно выделить два подхода: анализ с точки зрения развития глобальной финансовой сети и анализ с точки зрения развития банковских кризисов. В публикациях, изучающих процессы глобализации в финансовой сфере, внимание специалистов фокусируется на проблеме передачи шоков в рамках глобальной финансовой сети, но не выделяются факторы, делающие одни банковские системы более подверженными кризисам, чем другие. В работах, посвященных банковским кризисам, внимание направлено на моделирование банковских кризисов в отдельных странах, но обычно не рассматриваются механизмы передачи шоков в рамках глобальной банковской сети. В данном исследовании учитываются как различия в устойчивости банковских систем, так и степень их связанности с мировой банковской сетью. Утверждается, что финансовая взаимосвязанность оказывает два противоположных эффекта. С одной стороны, связи могут действовать как каналы передачи шоков всей системе, то есть как «трансмиссия шоков». С другой стороны, через трансграничные связи шоки могут быть разделены и абсорбированы другими банковскими системами. В этом смысле трансграничные финансовые связи действуют как «поглотители шоков».

В ранних теоретических работах по исследованию банковских систем отмечалось, что взаимосвязанность банковских систем различных стран повышает их устойчивость к кризисам благодаря возможности распределения рисков между всеми участниками. Позднее эксперты обнаружили, что зависимость между дефолтами нескольких банков-членов более широкой сети и продолжительностью банковского кризиса носит M-образный характер: при низких уровнях интеграции увеличение взаимосвязанности увеличивает продолжительность кризиса и опасность распространения дефолта (заражения); затем с развитием интеграции банков сопротивляемость системы повышается, опасность «заражения дефолтом» снижается. Наибольшая жизнеспособность системы достигается, когда интеграция практически завершена.

В ряде последних работ доминирующим стал подход, утверждающий, что сложная международная финансовая сеть не только лучше диверсифицирует риск, но также способствует распространению финансовых шоков. В ряде исследований был выделен так называемый эффект каскада в банковской сети. Феномен крупных, но редких каскадов, выступающих спусковым крючком относительно малых шоков, наблюдался как в случае

распыленных, так и коллективных действий банков. Диффузия норм и инноваций, культурные несовпадения усиливали провалы в банковской инфраструктуре и организационной сети. Были выделены факторы, делающие банковскую сеть относительно более уязвимой перед формированием крупных «каскадов». В частности, когда сеть высоко взаимосвязана, формируется сложно преодолеваемый тип нестабильности. Если центр сети гетерогенен (разнороден), система относительно более уязвима к глобальным каскадам. Но если центр сети менее разнородный, сеть относительно менее уязвима.

Моделированию банковских кризисов в отдельных странах посвящена обширная литература. Так, в ряде работ выделены ранние индикаторы банковского кризиса на уровне отдельной страны. Первоначально предполагалось (первое поколение моделей), что неблагоприятные макроэкономические условия негативно воздействуют в основном на банковских заемщиков, что, в свою очередь, подрывает финансовую устойчивость банков.

Второе поколение моделей фокусировало внимание на поведении вкладчиков и рассматривало банковские кризисы как внезапное ухудшение или просто изменение их ожиданий. На основе эмпирических данных была выявлена системная связь между банковскими паниками и рецессиями.

Третье поколение моделей концентрировало внимание на воздействии экономических бумов на поведение банков в отношении активов. Во время экономических бумов у банков есть стимулы выдавать слишком много кредитов под залог недвижимости и объектов собственности, стоимость которых в тот период завышена. Это ускоряет бум кредитования. За бумом неизбежно следует замедление, в период которого цены активов падают, заставляя банки сжимать кредитование, что еще больше усиливает экономический спад, который провоцирует дефолты заемщиков. Таким образом, модели третьего поколения больше внимания обращают на банковские активы, чем на банковские пассивы.

Модели четвертого поколения, учитывая особенности институциональной среды, выделили стадии формирования макроэкономических дисбалансов, ведущих к обострению проблем банков. Эти модели подчеркивают роль законодательных норм; контрактного права; защиты прав акционеров и кредиторов; рамок регулирования и надзора; схем стимулов, создаваемых страхованием депозитов, социоэкономической средой в целом.

В последнее время стали появляться работы, выделяющие различные рыночные индикаторы раннего оповещения о банковских проблемах на микроуровне, например, такие как динамика спреда субординированных обязательств.

Несмотря на различия в подходах общим для большинства работ было то, что кризисные явления анализировались изолированно по странам и не учитывались трансграничные связи и возможность распространения «заражения дефолтом» в рамках глобальной банковской сети.

Если рассматривать глобальную банковскую сеть как набор двусторонних требований (связей) разных банковских систем друг к другу, можно попытаться рассчитать показатель вовлеченности каждой банковской системы в глобальную сеть на основе данных международной банковской статистики.

В ходе анализа было выявлено четыре возможных показателя вовлеченности. Первый – «*степень*» вовлеченности. Он сравнивает сумму связей каждой банковской системы между собой и служит как основной измеритель вовлеченности. Его преимущество – простота, но его основной недостаток состоит в том, что он всем связям придает одинаковый вес, вне зависимости от их объема. Второй показатель – вовлеченность *с меняющейся основой*. Он учитывает относительную важность данной банковской системы в глобальной сети, а также относительную важность каждой банковской системы, с которой данная система связана в глобальной сети. При расчете показателя вовлеченности индивидуальные связи банковских систем взвешиваются по базовой вовлеченности страны-партнера, а затем суммируются. Третий и четвертый показатели учитывают важность банковской систе-

мы и важность ее партнеров, но, в отличие от вовлеченности с меняющейся основой, при их расчете учитываются дополнительные условия.

В основу анализа положен показатель вовлеченности с меняющейся основой из-за простоты расчетов и понятности сути показателя. Этот показатель носит более комплексный характер, чем степень вовлеченности. Его расчет не требует ограничивающих допущений. Тем не менее, четыре измерителя демонстрируют высокую степень совпадения и дают в целом сходные результаты. При оценке изменений вовлеченности с меняющейся основой следует помнить, что поведение данного показателя различается по странам. Если некоторые страны, например Германия, относительно стабильно увеличивали свой показатель вовлеченности, другие страны, например, Япония в 1990-е годы, проходили через период устойчивого ограничения международных связей своих банков, а третьи страны несколько раз испытывали спады и подъемы на пути развития трансграничных связей банковской системы.

Выделение двух типов глобальных связей банковской системы в зависимости от того в какой сфере деятельности развиваются ее международные связи: предоставление кредитов или привлечение средств, важно для принятия политических решений и позволяет анализировать направление развития данной системы.

Исходящая взаимосвязанность (или «вовлеченность активов») измеряет взаимосвязанность каждой банковской системы глобальной сети по активам. Входящая взаимосвязанность (или «вовлеченность пассивов») измеряет взаимосвязанность пассивов для каждой банковской системы.

Стабильность банковского сектора страны можно оценивать как вероятность банковского кризиса в конкретной стране в конкретном году. Для ее оценки были изучены данные по 120 банковским и системным кризисам в мире после 1970 г. Полученные данные дают возможность предположить, что существует связь между кризисами и выделенными взаимосвязанностями. Что касается исходящей взаимозависимости (по стороне активов), то для средней степени зависимости характерна низкая вероятность банковского кризиса, при высокой степени взаимосвязанности уже не наблюдается никаких кризисов. Аналогично, входящая взаимосвязанность (по стороне пассивов) показывает зону с низкой возможностью банковских кризисов и зону, где не наблюдается никаких кризисов.

Результаты анализа показывают:

- данные по банковским кризисам и взаимосвязанностям предполагают, что есть ряд средних значений, для которых относительно низка вероятность возникновения банковского кризиса;
- эмпирические данные также показывают, что когда взаимосвязанность достигает определенного пункта по обоим типам взаимосвязанностей, частота кризисов существенно сокращается.

Данные расчетов по модели на первый взгляд отличны от фактических эмпирических данных в зоне очень низкой взаимосвязанности банковских систем. Модель предсказывает очень низкую частоту кризисов, а эмпирические данные – относительно высокую. Но если учесть, что модель концентрирует внимание на инфекционных дефолтах банков, а не на других факторах, которые могут вызвать кризис в стране, то различия в результатах объяснимы. Для стран, чьи банковские системы имеют относительно низкую степень связанности с глобальной банковской сетью, характерны другие черты, которые делают их банковские системы уязвимыми перед кризисами, индуцируемыми внутри страны. Для оценки этого проведен эмпирический анализ, нацеленный на более точное разграничение трансграничных факторов (взаимосвязанности) и внутренних факторов уязвимости банковского сектора. Опыт глобального финансового кризиса показал, что вовлеченность банков в глобальную сеть не является единственным фактором финансовой стабильности. Ряд стран, чьи банковские системы отличала высокая степень взаимосвязанности, были сильно затронуты кризисом. Другие страны, чьи банковские системы также отличала вы-

сокая степень взаимосвязанности, как и в прошлые кризисы, чувствовали себя достаточно хорошо. Поэтому регулятору важно контролировать другие переменные, влияющие на банковскую стабильность в стране. Это – широкий перечень макроэкономических и институциональных показателей, а также отличительные черты банковской системы и ее финансовой структуры.

*Модель оценки финансовой стабильности.*

Для оценки зависимости между вовлеченностью банков в глобальную сеть и стабильностью национального банковского сектора были использованы два дополняющих подхода: параметрическая оценка и непараметрическая оценка.

*Параметрическая оценка.* Оценка связи между трансграничной взаимосвязанностью и вероятностью банковского кризиса в стране была проведена на основе набора данных по 189 банковским системам за период 1977-2009 гг. Трансграничные взаимосвязанности были включены в модель не только в линейной, но и нелинейной форме. Результаты регрессионного анализа показывают, что:

(1) увеличение степени вовлеченности в глобальную банковскую сеть снижает вероятность кризиса в данном банковском секторе;

(2) при прочих равных условиях по мере усиления взаимосвязанности действие факторов уменьшения вероятности кризиса ослабевает;

(3) когда взаимосвязанность банковского сектора достигает определенного уровня, дальнейшее увеличение взаимосвязанности действительно начинает увеличивать вероятность кризиса банковского сектора;

(4) при очень высокой степени взаимосвязанности вероятность снова снижается.

Параметрическая оценка дает полезную информацию о воздействии других переменных, которые следует учитывать при определении связи между взаимосвязанностью и стабильностью банковского сектора. Контролируемые переменные показывают ожидаемые сигналы. Например, отстающий темп роста кредита частному сектору по сравнению с ВВП является важным и положительным сигналом. Это соответствует выводам более ранних публикаций, предполагающих, что кредитные бумы могут вести к банковскому кризису. Результаты также показывают, что темп роста реального ВВП негативно связан с возникновением банковского кризиса, это высвечивает важность положения в реальном секторе экономики при определении здоровья банков. Волатильность фондового рынка также положительно связана с банковским кризисом, это указывает на то, что рыночные курсы ценных бумаг являются хорошим индикатором опасности. Более высокое соотношение издержек к доходу, что может быть интерпретировано как отражение неэффективности банковской системы, ассоциируется с более высокой вероятностью банковского кризиса. Отношение денежного агрегата M2 к инвалютным резервам используется как показатель возможности неожиданного оттока капитала и проблем банковского сектора в странах с фиксированным обменным курсом.

*Непараметрические оценки.* Для проверки и дополнения параметрических оценок в исследовании также использованы непараметрические модели. Цель такой оценки – определить воздействие трансграничной взаимосвязанности с продолжительностью банковского кризиса при его развитии в стране. Непараметрические оценки дают более точные результаты, чем параметрические модели. Их дополнительный плюс – способность проиллюстрировать точность расчетов на разных уровнях. Их основные недостатки включают сложности компьютерных расчетов, особенно при анализе взаимодействия между многочисленными индикаторами.

Непараметрический подход нацелен на идентификацию переменных взаимосвязанности и других переменных (капитализация, темпы экономического роста и т.п.), которые позволяют обрисовать ситуацию угрозы банковского кризиса как можно точнее. В целом, результаты непараметрических оценок соответствуют выводам более ранних исследований.



На основе модели эконометрических оценок обширной глобальной базы данных было выявлено, что в банковских системах, которые не очень тесно связаны с глобальной банковской сетью, увеличение взаимосвязанности ведет к сокращению вероятности кризиса банковского сектора. После достижения определенной степени взаимосвязанности ее дальнейшее усиление не улучшает финансовую стабильность и может на практике увеличить ее уязвимость. Когда взаимосвязанность приближается к полной, она снова начинает снижать возможность кризиса.

«Темная сторона» взаимосвязанности (то есть негативное воздействие, которое преобладает при превышении определенного уровня взаимосвязанности) сильнее проявляется при усилении входящей взаимосвязанности. Иными словами, увеличение взаимосвязанности по пассивам (привлечение кредитов) скорее может стать фактором нарушения банковской стабильности, чем рост исходящей взаимосвязанности, то есть по активам. Следовательно, финансовый шторм, возникший в стране-кредиторе и переданный стране-заемщику по каналам кредитования, может быть более опасным для финансовой стабильности.

Результаты исследования потенциально важны для политиков и регуляторов финансового сектора. Расчеты показывают, что до определенного момента им может быть выгодно поддерживать международные связи между национальными и зарубежными банками. Но после его достижения выгоды таких связей менее очевидны и их расширение может быть разрушительным для финансовой стабильности. Расчеты также показывают, что потенциально отрицательное воздействие взаимосвязанности может быть компенсировано другими факторами (на которые может влиять монетарная политика), например, повышением капитализации банковского сектора.

*Автор реферата – В.В. Кузнецова,  
доцент МГУ им. М.В. Ломоносова*

## Раздел II

# ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС И ПОСТКРИЗИСНАЯ ПОЛИТИКА

### ХРОНОЛОГИЯ: ГЛАВНЫЕ ЭТАПЫ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА

**Chronologie: Les principales étapes du déroulement de la crise de juillet 2007 à décembre 2009 // Documents et débats. – P., 2010. – N 3. – Mode of access: [http://www.banque-france.fr/fr/doc\\_debat/numero\\_3/pdf](http://www.banque-france.fr/fr/doc_debat/numero_3/pdf)**

Авторы Хронологии представляют этапы глобального финансового кризиса с июля 2007 г. по декабрь 2009 г.

#### 2007

**Июль:** Американский банк Bear Stearns объявил о банкротстве двух хеджевых фондов, специализировавшихся на операциях с кредитными деривативами.

**31 июля:** немецкий государственный банк KfW предоставил финансовую помощь банку ИКВ в 8,1 млрд евро.

**1 августа:** министр финансов Германии объявил о плане спасения ИКВ от банкротства на сумму в 3,5 млрд евро.

**7 августа:** французский банк BNP Paribas заморозил некоторые свои фонды.

**9 августа:** Евросистема предложила ликвидность в неограниченном объеме сроком на один день.

**17 августа:** ФРС США продлила срок кредитования с одного до 30 дней.

**23 августа и 12 сентября:** Европейский центральный банк (ЕЦБ) провел дополнительные операции по рефинансированию в евро сроком на три месяца (такие операции проводились в 2007-2009 гг.).

**14 сентября:** Банк Англии объявил о предоставлении чрезвычайного займа, гарантированного государством, пятому по величине английскому банку Northern Rock, что вызвало панику среди вкладчиков банка.

**18 сентября:** ФРС снизила ставку рефинансирования на 0,5% до 4,75%.

**1 октября:** первый швейцарский банк UBS объявил о снижении стоимости активов на 2,4 млрд евро.

**24 октября:** американский банк Merrill Lynch объявил о снижении стоимости активов на 8,4 млрд долларов.

**31 октября:** ФРС снизила ставку рефинансирования на 0,25% до 4,5%.

**11 декабря:** ФРС снизила ставку рефинансирования на 0,25% до 4,25%.

**12 декабря:** ФРС, ЕЦБ, Банк Канады, Банк Англии и Национальный банк Швейцарии предприняли совместные действия по удовлетворению потребностей в краткосрочном финансировании в долларах. Был создан механизм вливания в долларах TAF (term auction facilities) на срок в 28 дней.

#### 2008

**15 января:** американская Citigroup опубликовала данные о рекордных потерях в 9,83 млрд долл. за четвертый квартал 2007 г. и об обесценении активов на 18,1 млрд долларов.

**22 января:** ФРС снизила ставку рефинансирования на 0,75% до 3,5%.

**24 января:** французский банк Société générale объявил об убытках в 4,9 млрд евро, связанных с операциями его трейдера Ж. Кервьеля (J. Kerviel).

**30 января:** ФРС снизила ставку рефинансирования на 0,5% до 3%.

**15 февраля:** UBS объявил об убытках в 7,8 млрд евро за четвертый квартал 2007 года.

**17 февраля:** британское правительство национализировало банк Northern Rock.

**11 марта:** ФРС создала новый инструмент – term securities lending facility – кредит сроком на 1 месяц, позволяющий инвестиционным банкам получать государственные ценные бумаги в обмен на внутренние кредитные обязательства – ценные бумаги агентств и ценные бумаги, обеспеченные пулом ипотек (mortgage-backed securities, MBS).

**16 марта:** ФРС увеличила максимальный срок ссуд с 30 до 90 дней и ввела новый инструмент – primary dealer credit facility, позволяющий рефинансировать инвестиционные банки на один день под расширенные гарантии.

**18 марта:** ФРС снизила ставку рефинансирования на 0,75% до 2,25%.

**24 марта:** банк JP Morgan приобрел Bear Stearns под эгидой ФРС, предоставившей на эти цели заем в 30 млрд долларов.

**28 марта:** ЕЦБ ввел рефинансирование сроком в 6 месяцев.

**1 апреля:** UBS объявил о новом обесценении своих активов.

**30 апреля:** ФРС снизила ставку рефинансирования на 0,25% до 2%.

**Июнь – август:** снижение рейтинга трех крупных американских банков (Lehman Brothers, Merrill Lynch и Morgan Stanley) и двух страховых компаний (MBIA и Ambac).

**7 сентября:** Министерство финансов США взяло под свою опеку два агентства по ипотечному кредитованию (Freddie Mac и Fannie Mae), выделив им 200 млрд долларов.

**15 сентября:** банкротство банка Lehman Brothers; Bank of America объявил о приобретении Merrill Lynch.

**16 сентября** ФРС и американское правительство фактически национализировали находящуюся под угрозой банкротства страховую компанию AIG, предоставив ей 85 млрд долл. в обмен на 79,9% ее капитала.

**18 сентября** британский банк Lloyds TSB приобрел своего конкурента HBOS, которому угрожало банкротство. ФРС, ЕЦБ, Банк Англии, Банк Японии, Банк Канады и Национальный банк Швейцарии открыли новую линию однодневных TAF в долларах, которая должна быть обновлена до 15 октября.

**19 сентября:** президент США Дж. Буш объявил о плане спасения американских банков (план Полсона).

**25 сентября:** президент Франции Н. Саркози призвал к созданию нового международного финансового порядка.

**29 сентября:** правительства Бельгии, Нидерландов и Люксембурга приняли меры по спасению группы Fortis. Палата представителей США отклонила план Полсона. Правительство Германии и консорциум банков предоставили гарантии на сумму в 35 млрд евро четвертому по величине немецкому банку Hypo Real Estate. Банки Bradford & Bingley в Великобритании и Glitnir в Исландии были национализированы.

**30 сентября:** правительство Ирландии предоставило шести крупнейшим банкам страны гарантии сроком на два года. Правительства Бельгии, Франции и Люксембурга обеспечили спасение группы Dexia, увеличив ее капитал на 6,5 млрд евро.

**3 октября:** Евросистема расширила список партнеров по операциям с ЕЦБ. Палата представителей конгресса США одобрила план Полсона.

**5 октября:** правительство Германии выдвинуло новый план спасения Hypo Real Estate.

**7 октября:** ФРС объявила о новом инструменте – commercial paper funding facility, который позволяет ФРС непосредственно приобретать трехмесячные казначейские векселя.

**8 октября:** согласованное снижение ставки рефинансирования рядом центральных банков; ФРС, ЕЦБ, Банк Канады и Швеции снизили ставку на 0,5%, а Национальный банк Швейцарии – на 0,25%. ЕЦБ изменил процедуру аукциона при предоставлении займов, объявив,

что отныне эти займы будут предоставляться по фиксированным ставкам и что все запросы банков будут удовлетворены до января 2009 г. Министры финансов стран ЕС решили повысить сумму гарантированных банковских вкладов с 25 тыс. до 50 тыс. евро, а после 31 декабря 2010 г. эта сумма повысится до 100 тыс. евро.

**10 октября:** «группа 7» (G7) приняла план международных действий, призванный обеспечить надежность финансовой системы, избежать банкротства ведущих финансовых институтов, гарантировать доступ к ликвидности, рекапитализировать государственные финансовые учреждения, восстановить доверие вкладчиков с помощью государственных гарантий по вкладам, поддержать рынки ипотечного финансирования и продолжить рассмотрение вопросов усиления прозрачности и совершенствования правил финансового учета и оценки активов.

**12 октября:** по инициативе Н. Саркози в Париже был принят европейский антикризисный план, направленный на государственную защиту вкладчиков, обеспечение финансирования экономики, недопущение банкротства финансовых институтов, имеющих системное значение.

**13 октября:** французское правительство приняло «План обеспечения финансирования экономики и восстановления доверия». Отныне ЕЦБ предоставляет ТАФ без ограничения объема и по фиксированным процентным ставкам. Такие же меры были приняты Банком Англии и Национальным банком Швейцарии. Количество долларов по линии своп, предоставленных ФРС, не ограничивается.

**15 октября:** ЕЦБ расширил список гарантий, включив в него торгуемые долговые ценные бумаги в валюте, депозитные сертификаты, субординированные долги, обеспеченные гарантией, и синдицированные займы, предоставляемые по английскому праву, и снизив с А- до ВВВ минимальный рейтинг ценных бумаг, принимаемых в качестве гарантийного обеспечения. Национальный банк Швейцарии и ЕЦБ объявили о совместных мерах по увеличению ликвидности в швейцарских франках.

**16 октября:** ЕЦБ заключил соглашение с Национальным банком Венгрии о предоставлении последнему займа до 5 млрд евро для поддержания его операций. Власти Швейцарии объявили план спасения UBS, который предусматривал увеличение государством капитала банка на 5 млрд долл. и создание Национальным банком Швейцарии структуры по скупке токсичных активов.

**17 октября:** Кристина Лагард (Christine Lagarde), министр экономики, промышленности и занятости Франции, сформировала административный совет Общества финансирования французской экономики (Société de financement de l' économie française, SFEF).

**20 октября:** французское правительство объявило о своей готовности приобрести на 10,5 млрд евро субординированные займы, выпущенные шестью ведущими французскими банками – Banques Populaires, BNP Paribas, Caisses d' épargne, Crédit agricole, Crédit mutuel и Société générale.

**23 октября:** Н. Саркози объявил о предоставлении займов на сумму 26 млрд долл для финансирования французских малых и средних предприятий (МСП) и назначил Р. Риколя (R. Ricol) национальным кредитным медиатором.

**27 октября:** ЕЦБ и Национальный банк Дании подписали соглашение своп на 12 млрд евро.

**28-29 октября:** ФРС предоставила валюту по соглашениям своп центральным банкам Мексики, Бразилии, Южной Кореи и Сингапура. ФРС снизила ставку рефинансирования на 0,5% до 1%. МВФ объявил о предоставлении льготных краткосрочных займов развивающимся странам.

**31 октября:** Банк Японии снизил ставку рефинансирования на 0,2% до 0,3%.

**4 ноября:** SFEF объявило о первой эмиссии облигаций сроком на три года.

**6 ноября:** ЕЦБ снизил ставку рефинансирования на 1,5% до 3%.

**9 ноября:** власти Китая объявили о плане поддержки экономики на сумму в 4000 млрд юаней (около 470 млрд евро).

**15 ноября:** G20 опубликовала коммюнике, в котором сообщила о намерении своих членов действовать быстро, чтобы противостоять замедлению темпов роста мировой экономики и извлечь уроки из нынешнего финансового кризиса.

**20 ноября:** Н. Саркози объявил о создании Стратегического инвестиционного фонда (Fonds stratégique d'investissement, FSI), предназначенного для увеличения собственных капиталов банков и других финансовых учреждений.

**23 ноября:** президент США Б. Обама объявил о плане подъема американской экономики, который оценивается в 1000 млрд долл. Правительство США гарантировало долги Citigroup в 300 млрд долл. и внесло в его капитал 20 млрд долларов.

**25 ноября:** ФРС объявила о программе предоставления займов инвесторам – Term asset-backed securities loan facility (TALF), предназначенных для увеличения кредитов потребителям; бюджет программы на первом этапе – 200 млрд долларов.

**2 декабря:** руководители стран ЕС одобрили план подъема европейской экономики на сумму в 200 млрд евро, или 1,5% ВВП. ЕЦБ снизил ставку рефинансирования на 0,5% до 2,5%, а Банк Англии – на 1% до 2%.

**10 декабря:** Конгресс США и Белый дом заключили соглашение о плане спасения автомобильной промышленности на сумму в 13,4 млрд долларов.

**11 декабря:** объявлено о злоупотреблениях инвестиционного фонда Б. Мэдофа (B. Madof) на сумму в 50 млрд долл.; потери французских взаимных фондов (OPCVM) от этих злоупотреблений оцениваются в 500 млн евро.

**16 декабря:** ФРС снизила ставку рефинансирования до 1%.

**19 декабря:** Банк Японии снизил ставку рефинансирования на 0,2% до 0,1%.

**29 декабря:** Министерство финансов США предоставило компании General Motors 5 млрд долларов.

## 2009

**5 января:** ФРС начала реализацию плана поддержки рынка жилья, скупая ипотечные обязательства.

**7 января:** Н. Саркози объявил о новой эмиссии для пополнения собственных капиталов банков (в дополнение к декабрьским 10,5 млрд евро).

**8 января:** правительство Германии объявило о частичной национализации банка Commerzbank, который получит около 10 млрд евро от созданного в октябре 2008 г. государственного фонда помощи банковскому сектору (SoFFin). Государство предоставило фонду 2 млрд евро и приобрело 295 млн его акций, став первым акционером. Рейтинговое агентство Moody's снизило кредитный рейтинг и оценку долга Bank of America из-за неблагоприятных прогнозов деятельности Bank of America и Merrill Lynch. Банк Англии снизил ставку рефинансирования на 0,5% до 1,5%, то есть до самого низкого за 315 лет уровня. Национальная ассамблея Франции одобрила план подъема экономики.

**13 января:** принят второй план подъема экономики Германии на сумму в 50 млрд евро, включающий налоговые льготы, уменьшение социальных взносов, содействие инвестициям, помощь автомобилестроению и пособия в 100 евро на ребенка.

**14 января:** Deutsche Bank объявил об убытках в 4,8 млрд евро за четвертый квартал 2008 г., что привело к общим убыткам за весь 2008 г. в 3,9 млрд евро. Британское правительство сообщило о плане выделения гарантий на сумму в 20 млрд ф. ст. банкам, которые должны предоставлять краткосрочные займы МСП. Специальные гарантии на 1 млн ф. ст. предназначены для долгосрочных займов малым предприятиям.

**15 января:** ЕЦБ снизил ставку рефинансирования на 0,5% до 2%.

**16 января:** опубликованы данные об убытках Citigroup в 8,29 млрд евро в четвертом квартале 2008 г. Правительство США гарантировало долг Bank of America, увеличив его капитал на 20 млрд долларов.

**19 января:** во Франции опубликован доклад, в котором предлагается слияние Банковской комиссии (Commission bancaire) и Управления по контролю за страховыми компаниями и взаимными фондами (Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles, ACAM). Английский банк Royal Bank of Scotland (RBS) объявил об ожидаемых убытках, которые могут составить 28 млрд ф. ст. Государственное участие в капитале этого банка повысилось с 58% до 70%. Премьер-министр Великобритании сообщил о новой серии мер в отношении банков, в том числе о создании специального фонда в 50 млрд ф. ст. для покупки высококачественных активов частного сектора, т.е. казначейских векселей и облигаций, а также о создании системы гарантий для «продуктов секьюритизации».

**20 января:** французское правительство предложило 5-6 млрд евро в качестве помощи автомобильным компаниям Renault и PSA. Спасенный государством немецкий Huro Real Estate объявил о получении новой государственной гарантии на сумму в 12 млрд евро, в результате общая сумма господомощи составит 42 млрд евро. Антитрестовское ведомство США разрешило группе Dexia продать ее филиал (Financial Security Assurance, FSA).

**21 января:** опубликованы новые условия плана рекапитализации французских банков; на его реализацию выделяется та же сумма, что и в декабре 2008 г., – 10,5 млрд евро.

**26 января:** французское правительство объявило о разблокировании 5 млрд евро, выделенных на помощь компании Airbus через SFEF. Премьер-министр Исландии объявил об отставке своего правительства под давлением населения, обвинившего его в провале национальной экономики.

**29 января:** Палата представителей США одобрила план подъема экономики, предложенный правительством на сумму в 819 млрд долларов.

**5 февраля:** Банк Англии снизил ставку рефинансирования на 0,5% до 1%. Арестован «японский Мэдоф» Kazutsugi Nami, создавший финансовую пирамиду, собравшую от 1 до 2 млрд евро. В США установлен потолок для вознаграждения руководителей компаний, получивших государственную помощь, – не более 500 тыс. долларов.

**11 февраля:** убытки за 2008 г. у швейцарских банков UBS и Credit Suisse составили соответственно 13,3 млрд и 5,5 млрд евро.

**12 февраля:** убытки бельгийского банка KBC за 2008 г. составили 2,5 млрд евро. Немецкий холдинг Huro Real Estate сообщил, что SoFFin увеличит свои гарантии на 10 млрд евро; общая сумма государственной помощи, полученных холдингом, достигнет 52 млрд евро.

**13 февраля:** Конгресс США одобрил план подъема экономики на сумму в 787 млрд долл. (5,5% ВВП). Убытки HBOS за 2008 г. составили 12,4 млрд евро. Банк Англии начал скупку коммерческих бумаг (commercial paper, CP) на первичном и вторичном рынках. Парламент Германии одобрил план подъема экономики на 50 млрд евро.

**18 февраля:** объявлен план поддержки рынка недвижимости США на общую сумму в 275 млрд долл., предполагающий оказание помощи 7-9 млн семей. План включает создание фонда стабилизации в 75 млрд долл. для оказания помощи 4-5 млн «ответственных собственников недвижимости».

**26 февраля:** опубликован доклад Ж. де Ларозьера (J. de Larosiere) о банковском надзоре в ЕС. Европейская комиссия обнародовала правила скупки токсичных активов. Во Франции группа Natixis объявила об убытках в 2,8 млрд евро за 2008 г.; убытки английского банка RBS – 24,1 млрд ф. ст. Американское агентство Fannie Mae объявило об убытках в 2008 г. в 59 млрд долл. и попросило у американского казначейства помощь в 15,2 млрд долл.

**3 марта:** американская страховая компания AIG объявила о рекордно высоких убытках за 2008 г. в 99 млрд долл. Министерство финансов США предоставило компании 30 млрд долл. и организовало ее реструктуризацию.

**5 марта:** ЕЦБ и Банк Англии снизили ставку рефинансирования на 0,5% соответственно до 1,5% и 0,5%. Банк Англии сообщил о программе на 100 млрд долл. по скупке в течение трех месяцев активов частного сектора и государственных облигаций.

**8 марта:** национализирован английский банк Lloyds Banking (участие государства в 65%); он стал четвертым национализированным банком после Rock, Bradford & Bingley и RBS.

**11 марта:** агентство Freddie Mac сообщило о чистых убытках за 2008 г. в 50,1 млрд долл.

**13 марта:** в США объявлено о расширении программы Temporary Liquidity Guarantee Program (TLGP) – эмиссии могут осуществляться до 31 октября 2009 г. и будут гарантированы до 31 декабря 2012 года.

**18 марта:** ФРС объявила о беспрецедентном смягчении условий приобретения долгосрочных казначейских облигаций в течение шести ближайших месяцев на сумму до 300 млрд долл., при этом процентная ставка по 10-летним облигациям снижается с 3,5% до 2,5%. План предусматривает также дополнительное выделение 750 млрд долл. на приобретение облигаций, выпущенных на основе ипотечных кредитов, что доведет сумму таких приобретений до 1250 млрд долл. ФРС увеличила до 100 млрд долл. сумму на приобретение долгов Fannie Mae и Freddie Mac. Банк Японии предложил план поддержки крупных коммерческих банков путем предоставления им субординированных займов на общую сумму в 10 млрд долл.

**23 марта:** в США представлен план Public Private Investment Program для скупки сомнительных активов банков; для чего создается независимая организация, связанная с ФРС и FDIC; на план выделяется сначала 300 млрд долл., затем сумма увеличится до 1000 млрд долл. По прогнозам МВФ, темпы роста мировой экономики составят в 2009 г. от 0,5% до 1%, что приведет к наибольшему снижению мирового ВВП за последние 60 лет.

**28 марта:** в Германии начался процесс национализации Hypo Real Estate.

**20 марта:** Банк Испании и правительство впервые с начала кризиса стали спасать Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha.

**2 апреля:** ЕЦБ снизил ставку рефинансирования на 0,25% до 1,25%. Саммит G20 объявил глобальную программу в 1100 млрд долл., предназначенную для восстановления экономического роста, торгового обмена и занятости в мировых масштабах. МВФ должен утроить свои ресурсы.

**6 апреля:** в Японии принят новый план подъема экономики в 90 млрд долл.

**13 апреля:** в США Goldman Sachs объявил о чистых прибылях за первый квартал 2009 г. в 1,81 млрд долларов.

**28 апреля:** BNP Paribas приобрел бельгийский банк Fortis за 8,25 млрд евро.

**29 апреля:** Европейская комиссия предложила директиву о хеджевых фондах.

**30 апреля:** по данным доклада МВФ о финансовой стабильности в мире, активы европейских банков (за исключением банков Англии) обесценились на 1100 млрд долл., т.е. на большую сумму, чем у банков США (1050 млрд долларов).

**7 мая:** банк SG зарегистрировал в первом квартале 2009 г. чистые убытки в 278 млн евро. ЕЦБ снизил ставку рефинансирования на 0,25% до 1%. ЕЦБ решил продлить срок предоставления кредитов банкам, выдвинул программу приобретения обеспеченных облигаций (covered bonds) на сумму в 60 млрд евро, что составляет 4% от общей суммы таких облигаций (1500 млрд долл.), и создал новый инструмент рефинансирования сроком на 1 год под начальную ставку в 1%. Европейский парламент одобрил реформу директивы CRD (Директива о Базеле-2), которая предусматривает, в частности, обязанность банков отражать в своих балансах не менее 5% структурированных продуктов. Банк Англии увеличил на 50 млрд ф. ст. программу скупки активов, доведя ее до 125 млрд ф. ст. SoFFin объявил, что государство национализирует Hypo Real Estate после того, как его доля в капитале составит 47,31%. Министерство финансов США и ФРС опубликовали доклад о результатах тестирования банков на предмет их достаточной капитализации, чтобы противостоять экономическому кризису, даже в условиях ухудшения экономической конъюнктуры. Девять банков оказались достаточно капитализированными, а потребности в дополнительном капитале у 10 банков из 19 крупнейших банков составляют 75 млрд евро. По оценке ФРС, в 2009-2010 гг. потери

банков от кредитов составят 600 млрд долл., но эти убытки могут быть частично поглощены позитивными результатами от оперативной деятельности банков.

**8 мая:** немецкий банк Commerzbank опубликовал данные о чистых убытках в первом квартале 2009 г. в 861 млн евро; убытки английского банка Royal Bank of Scotland, 70% капитала которого принадлежит государству, составили 857 млн ф.ст.

**18 мая:** в США Совет по стандартам финансового учета (Financial Accounting Standards Board, FASB) принял два новых правила, обязывающих финансовые учреждения регистрировать внебалансовые активы на своих счетах, правила войдут в силу с начала 2010 года.

**19 мая:** ФРС объявила о включении в программу TALF высококачественных ценных бумаг (с рейтингом AAA), выпущенных до 1 января 2009 года.

**20 мая:** банкротство американского банка Bank United FSB – 34-го обанкротившегося в 2009 г. (в 2008 г. в США крах потерпели 25 банков).

**27 мая:** Европейская комиссия представила программу по усилению и преобразованию системы финансового регулирования в Европе и по извлечению уроков из нынешнего кризиса. Опираясь на выводы Доклада Ж. де Ларозьера, комиссия предложила создать Европейский комитет по контролю за системными рисками, который занимался бы макропроденциальным надзором.

**4 июня:** ЕЦБ детализировал свой план приобретения обеспеченных облигаций, представленный 7 мая 2009 года.

**8 июня:** Citigroup начал операцию по конверсии привилегированных акций в обыкновенные на сумму в 58 млрд долл.; доля государства в капитале банка может достичь 34%.

**9 июня:** Совет по международным стандартам финансового учета (International Accounting Standards Board, IASB) ускорил процесс по пересмотру стандарта IAS 39, применяемого в счетах банков и страховых компаний. Казначейство США разрешило десяти самым крупным банкам погасить в целом 68 млрд долл., полученных ими в рамках плана стабилизации финансовой системы.

**17 июня:** американские банки начали погашать полученную от государства помощь; среди банков, например, JP Morgan намерен погасить 25 млрд и Morgan Stanley 10 млрд долл. Президент Б. Обама призвал к пересмотру основ финансового регулирования.

**25 июня:** ФРС продлила до февраля 2010 г. (вместо октября 2009 г.) срок действия некоторых процедур, связанных с вливанием ликвидности, а также некоторых соглашений своп с центральными банками. ЕЦБ выделил 442 млрд евро под 1% европейским банкам через первую операцию рефинансирования на более долгий срок (LTRO), т.е. на один год. В этой операции учествовал 1121 банк.

**29 июня:** нью-йоркский финансист Б. Мэдфол осужден на 150 лет тюремного заключения за создание самой крупной финансовой пирамиды. Создание в Испании фонда реструктуризации региональных банков, испытывающих трудности, на сумму в 9 млрд евро, которые могут использоваться для увеличения капиталов банков и укрепления банковского сектора.

**30 июля:** МВФ объявил об увеличении долей участия стран-членов на 17 млрд долл. с июля 2009 г. по 2014 г., а также об отмене процентов по займам странам с низким уровнем душевого дохода. МВФ предполагает продать часть своего золотого запаса.

**6 августа:** Банк Англии решил дополнительно выделить 50 млрд ф. ст. в рамках своей нетрадиционной антикризисной политики (общая сумма таких вливаний составит 175 млрд ф. ст.) и снизил ставку рефинансирования до 0,5%.

**10 августа:** в Великобритании опубликован кодекс, устанавливающий обязанности банков в области вознаграждения и бонусов.

**26 августа:** Н. Саркози призвал банки соблюдать новые международные правила в области вознаграждения.

**15 сентября:** глава ФРС Бен Бернанке заявил, что рецессия в США, вероятно, закончилась. Управляющий Банка Англии М. Кинг сообщил, что английская экономика снова рас-



тет. Отмечалось, что устойчивость подъема будет в значительной мере зависеть от состояния банковского сектора и уровня задолженности.

**24-25 сентября:** на саммите G20 в Питтсбурге (США) было достигнуто согласие о новых правилах регулирования, направленных на ограничение финансовых рисков, приводящих к кризису. G20 официально становится центром дискуссий по вопросам регулирования международных финансов.

**1 октября:** в докладе МВФ о финансовой стабильности отмечалось, что обесценение активов банков и других финансовых институтов составляет 3400 млрд долл., а не 4000 млрд, как указывалось в апреле 2009 г. Несколько крупных французских банков объявили о погашении сумм, полученных ими от Общества государственных участников (Société de prise de participation de l'état, SPPE) в рамках плана поддержки банковского сектора.

**2 октября:** опубликованы данные о результатах стресс-тестирования 22 крупных европейских банков.

**29 октября:** ФРС завершила реализацию своего плана приобретения государственных облигаций на сумму в 300 млрд долларов.

**2 ноября:** Европейская комиссия продлила с февраля 2010 г. до 31 октября 2010 г. срок гарантий, предоставляемых группе Dexia совместно Бельгией, Францией и Люксембургом, что оправдывается финансовым положением группы и ее системной ролью в экономике названных стран.

**5 ноября:** во Франции опубликован указ о бонусах, в котором отражены такие одобренные G20 принципы, как ежегодное представление в Банковскую комиссию доклада о политике в области вознаграждения, запрещение гарантирования переменной части вознаграждения на будущее, выплата 50% переменной части вознаграждения акциями.

**12 ноября:** IASB опубликовал доклад о IAS 39, в котором представлены рамки для учета финансовых активов. Доклад включает следующие элементы: если дериватив связан с одним финансовым активом, то используются идентичные методы учета обоих активов; вместо четырех категорий оценок отныне используются две – амортизационные издержки и рыночная стоимость.

**24 ноября:** Банк Англии обнародовал данные о том, что в разгар кризиса (в середине осени 2008 г.) он секретно предоставил банкам RBS и HBOS займы на сумму в 61,6 млрд ф. ст.

**25 ноября:** объявлено о реструктуризации долга Dubai World – главного государственного предприятия Дубая.

**16 декабря:** ЕЦБ провел последнюю операцию по предоставлению 224 европейским банкам займов на срок 12 месяцев на общую сумму в 96,93 млрд евро.

*Автор реферата – Л.А. Зубченко,  
канд. экон. наук, ИНИОН РАН*

**Бернанке Б.Ш.**

## **ПЕРСПЕКТИВЫ ВОССТАНОВЛЕНИЯ ЭКОНОМИКИ США ПОСЛЕ КРИЗИСА**

В выступлениях на заседании Экономического клуба штата Миннесота в сентябре 2011 г., на симпозиуме в Федеральном резервном банке Канзас-Сити в августе 2011 г. и на ежегодной Конференции Комитета за ответственный федеральный бюджет<sup>1</sup> в июне 2011 г. глава Федеральной резервной системы США Бен Шалом Бернанке дает краткий обзор эко-

<sup>1</sup> Комитет за ответственный федеральный бюджет (Committee for a Responsible Federal Budget) – независимая, бесприбыльная организация, не связанная с политическими партиями. – *Прим. референта.*

номической ситуации и долгосрочных перспектив американской экономики, а также делится мыслями о фискальной политике.

В частности, глава ФРС США выделил следующие проблемы:

В этом году тема долгосрочного экономического роста особенно актуальна в связи с медленным восстановлением после финансового кризиса и экономического спада не только США, но также других развитых странах. У многих возникает вопрос: не станет ли эта тенденция долгосрочной? Моя позиция оптимистична, хотя я в полной мере осознаю трудности, с которыми мы сталкиваемся в ходе восстановления экономики и финансов.

Финансовый кризис, охвативший глобальные рынки в 2008 г., был самым глубоким со времен Великой депрессии. Специалисты в области экономики во всем мире отдают себе отчет в огромных рисках, сопряженных с этим кризисом, и понимают, насколько серьезными могут быть его последствия. Правительства и центральные банки были вынуждены работать в тесной координации для предотвращения надвигающегося краха.

Меры по стабилизации финансовой системы как в США, так и за рубежом, сопровождались существенными монетарными и фискальными стимулами. Несмотря на решительные и согласованные усилия, мировой экономике не удалось избежать серьезного ущерба. Замораживание кредита, резкое падение цен на активы, нарушение функционирования финансовых рынков и падение доверия населения и компаний вызвали спад мирового производства и торговли.

Прошло почти три года с начала самой интенсивной фазы финансового кризиса (в конце лета и осенью 2008 г.) и немного более двух лет с момента официального начала экономического подъема в июне 2009 г. (его объявил Национальный комитет экономических исследований – National bureau of economic research). На каком этапе мы находимся сейчас?

В последние годы имели место некоторые позитивные события. В целом в глобальной экономике наблюдался существенный рост, причем его лидерами являлись страны с формирующейся рыночной экономикой. В США циклический подъем казался по историческим меркам скромным. Что касается финансовой сферы, то банковская система и финансовые рынки США стали значительно более сильными и стабильными. Доступ к кредитам улучшился для многих заемщиков, хотя отдельные категории заемщиков по-прежнему испытывают ограничения (например, малый бизнес). Важно отметить, что в финансовом секторе структурная реформа продвигается вперед, в частности благодаря амбициозным – национальным и международным – усилиям, направленным на укрепление капитала и ликвидности банков, особенно крупных и системно значимых, на совершенствование управления рисками, обеспечение прозрачности, усиление рыночной инфраструктуры, а также на внедрение более системного, то есть макропруденциального подхода к финансовому регулированию и надзору.

Однако ясно, что выход из кризиса происходит гораздо менее энергично, чем мы надеялись. Как свидетельствуют последние статистические данные, экономический спад оказался более глубоким, а восстановление более слабым, чем мы думали ранее: совокупный объем производства США до сих пор не вернулся к докризисному уровню. При этом экономический рост на протяжении последних двух лет в основном был недостаточным для достижения устойчивого сокращения безработицы, который недавно превысил 9%.

Слабость экономического роста сохранилась и в первой половине 2011 г.: реальный ВВП, согласно оценкам, увеличился менее чем на 1%. Отчасти это можно объяснить временными факторами, включая бюджетные ограничения потребителей и предпринимателей, вызванные повышением в начале года цен на нефть и другие сырьевые товары, и последствия стихийного бедствия в Японии для глобальных цепочек поставок и производства. Еще более медленные темпы восстановления и рост рисков ожидаются во второй половине года.

Цены на многие сырьевые товары, особенно нефть, резко выросли в начале 2011 г., что привело к увеличению цен на потребительские товары и услуги, росту издержек ряда производителей других товаров и услуг, которые переложили этот рост на своих клиентов. Кроме того, глобальные производственные сбои, связанные с катастрофой в Японии, оказали повышательное давление на цены на автомобили. В результате существенно ускорилась инфляция: в первой половине 2011 г. индекс цен на частные потребительские расходы в годовом исчислении вырос 3,5% против менее 1,5% в среднем в два предыдущих года.

Однако инфляция, как ожидается, снизится в ближайшей перспективе, так как влияние указанных временных факторов ослабнет. В частности, цены на нефть и другие сырьевые товары либо возвратятся к прежнему уровню, либо будут ниже этого уровня. Тем временем подъем в автомобилестроение уменьшит давление на цены на автомобили. Важно отметить, что имеется мало признаков того, что высокие темпы инфляции стали устойчивой тенденцией. В соответствии с расчетами долгосрочные инфляционные ожидания остались стабильными. В дополнение к этому значительный дефицит ресурсов, который существует на рынке труда и товарных рынках, будет оказывать сдерживающее влияние на инфляцию.

Хотя Федеральный комитет по операциям на открытом рынке (Federal open market committee, FOMC) до сих пор прогнозировал умеренный подъем, он понизил свои прогнозы экономического роста на ближайшее время, учитывая негативные тенденции 2011 г. Ожидается умеренная инфляция на уровне 2% и ниже. С учетом этой перспективы Комитет планирует исключительно низкие ставки по федеральным фондам, по крайней мере на период до середины 2013 года.

Домашние хозяйства добились определенного прогресса в восстановлении своих бюджетов за счет увеличения сбережений, снижения заимствований и сокращения бремени долговых платежей. Ярким аспектом восстановления является необычно низкий уровень расходов домашних хозяйств. После резкого падения в период спада наблюдался их умеренный рост в течение 2010 г., но он замедлился в первой половине 2011 г. Указанные выше временные факторы частично объясняют это замедление. Домашние хозяйства борются с такими серьезными проблемами, как высокий уровень безработицы, медленный прирост заработной платы, бремя задолженности и т.д. Принимая во внимание многочисленные финансовые трудности, домашние хозяйства становятся все более осторожными. Согласно данным социологических исследований, уровень доверия потребителей значительно снизился в последние месяцы, так как люди оценивают все более пессимистично экономические условия и свои собственные финансовые перспективы. Укрепление бюджетов домашних хозяйств может значительно ускорить восстановление экономики.

В предпринимательском секторе по сравнению с сектором домохозяйств в целом ситуация представляется более оптимистичной. Под влиянием значительного роста экспорта промышленное производство возросло почти на 15% после низшей точки кризиса. Дефицит торгового баланса США сейчас заметно ниже, чем до кризиса, что отчасти отражает повышение конкурентоспособности товаров и услуг США. Инвестиции в оборудование и программное обеспечение продолжают расширяться. Повышение производительности в некоторых отраслях промышленности было впечатляющим. Корпоративные балансы здоровы, и компании испытывают меньшие трудности в получении кредитов на выгодных условиях. Однако в сфере бизнеса сохраняются некоторые проблемы: так, инвестиции в нежилые объекты, такие как офисные здания, заводы и торговые центры, остаются на низком уровне, в некоторых случаях отмечаются трудности при получении строительных кредитов.

Финансовые рынки и учреждения добились значительного прогресса в нормализации своей работы, и, по-видимому, финансовый сектор будет продолжать адаптироваться к проводимым реформам, по-прежнему выполняя жизненно важные посреднические функции.

Бизнес будет вкладывать средства в новые проекты, осваивать новые технологии и опираться на повышение производительности труда, достигнутое за последние несколько лет.

Почему оживление проходит так медленно и неустойчиво? Как свидетельствует исторический опыт, циклический спад, как правило, создает основы для возмещения нанесенного ущерба, поскольку сокращение расходов на инвестиции, жилищное строительство и потребительские товары длительного пользования генерирует отложенный спрос. Этот спрос, часто усиливающийся за счет стимулирующей монетарной и бюджетной политики, удовлетворяется за счет увеличения объема производства и найма. Рост производства в свою очередь увеличивает предпринимательские доходы, а увеличение найма – доходы домашних хозяйств, что, в конечном счете, подталкивает рост расходов компаний и семей, а также делает их более кредитоспособными, а потому у финансовых учреждений появляются стимулы к кредитованию.

Такие восстановительные силы сегодня уже работают, и они будут продолжать работать в дальнейшем. К сожалению, экономический спад необычен не только потому, что оказался чрезвычайно глубоким и глобальным по своему охвату, но и потому, что тесно связан с очень глубоким спадом на рынке жилья и финансовым кризисом. Эти две его черты, по отдельности или в сочетании, действовали в направлении замедления процесса естественного восстановления.

Примечательно, что жилищный сектор был важным фактором восстановления после большинства спадов, которые наблюдались в США после Второй мировой войны, но тогда темпы прироста нового строительства жилья были менее одной трети своего докризисного пика. Спад в строительстве также больно сказывался на поставщиках широкого круга товаров и услуг, связанных с оборудованием жилья (бытовая техника и мебель) и домостроительством. Кроме того, так как ужесточение условий кредитования строителей и потенциальных покупателей жилой недвижимости было одним из факторов, сдерживающих восстановление жилищного строительства, слабый рынок жилищного строительства в свою очередь отрицательно сказывался на финансовых рынках и объеме кредитования.

Поскольку финансовый кризис сыграл центральную роль в возникновении глобального экономического спада, то необходимо многое сделать, включая проведение широкомасштабных финансовых реформ, для устранения его причин и последствий. Однако, хотя условия в банковском секторе и на финансовых рынках в США значительно улучшились с момента низшей точки кризиса, финансовый стресс остается тормозом подъема. Это стало особенно очевидным в последние месяцы, когда вновь резко возросла нестабильность в ответ на рост суверенной задолженности европейских стран, а также на события, обусловленные фискальной ситуацией, в том числе понижением долгосрочного кредитного рейтинга США в августе ведущими рейтинговыми агентствами и переговорами между администрацией Б. Обамы и законодателями по поводу повышения потолка федерального долга США. Трудно судить, как эти события и связанная с ними финансовая неустойчивость повлияли на экономическую деятельность, но, несомненно, от них пострадали домашние хозяйства и доверие деловых кругов.

Помимо двух основных причин – слабости сектора жилищного строительства и сохраняющейся финансовой неустойчивости – в последующие кварталы сдерживать рост будут и другие факторы, в частности политика штатов и местных органов по сокращению расходов и заработной платы в связи с текущими бюджетными трудностями, а также отмена федеральных налоговых стимулов.

Конечно, США сталкиваются со многими проблемами роста. Старение населения, как и во многих других развитых странах, продолжается, и обществу придется адаптировать со временем к этой тенденции. Система среднего образования, несмотря на имеющиеся сильные стороны, плохо выполняет свои функции в отношении значительной части населения. Расходы на здравоохранение в США являются самыми высокими в мире,

однако их эффективность крайне низка с точки зрения здоровья населения. Все эти долгосрочные проблемы были хорошо известны и до кризиса; для их решения предпринимаются и будут предприниматься в дальнейшем определенные усилия (причем, как я надеюсь, более активные).

«Качество» экономической политики в США будет сильно влиять на долгосрочные перспективы. Чтобы экономика использовала весь свой потенциал роста, руководящие органы должны принимать решения, которые содействуют макроэкономической и финансовой стабильности; позволяют создать эффективную систему налогообложения, торговли и регулирования, обеспечить наличие квалифицированной рабочей силы, поддержать производительные инвестиции, частные и государственные, НИОКР и внедрение новых технологий.

Федеральная резервная система призвана содействовать долгосрочному развитию экономики. Самое главное состоит в том, что монетарная политика, которая обеспечивает поддержание инфляции на низком и стабильном уровне, способствует долгосрочной макроэкономической и финансовой стабильности. Низкая и стабильная инфляция улучшает функционирование рынков, делая их более эффективными при распределении ресурсов; и это позволяет домашним хозяйствам и предприятиям строить планы на будущее, не беспокоясь при этом без необходимости о непредсказуемых изменениях в общем уровне цен. Федеральная резервная система также содействует макроэкономической и финансовой стабильности в качестве финансового регулятора, органа, осуществляющего мониторинг общей финансовой стабильности, и поставщик ликвидности в последней инстанции.

Как правило, монетарная и фискальная политики, направленные прежде всего на ускорение экономического подъема в ближайшем будущем, не могут существенно повлиять на долгосрочное развитие экономики. Однако такой стандартный подход при нынешних обстоятельствах может не подтвердиться. Американская экономика сегодня несет потери от чрезвычайно высокого уровня длительной безработицы, когда почти половина безработных находятся в поисках работы более шести месяцев. В этих необычных условиях политика, которая содействует восстановлению в ближайшем будущем, может служить и более долгосрочным целям. В краткосрочной перспективе циклический подъем в сфере занятости и возвращение людей на рабочие места позволит уменьшить невзгоды, причиненные им в трудные времена, и поможет экономике полностью использовать свой производственный потенциал. В долгосрочной перспективе сведение к минимуму продолжительности периода безработицы создает условия для здоровой экономики, поскольку позволяет уменьшить эрозию трудового потенциала, в частности, из-за утраты профессиональных навыков и мастерства.

Чтобы определить меры по преодолению нынешней слабости экономики, ведомства, ответственные за монетарную и фискальную политику, должны хорошо представлять себе ее сильные стороны. Несмотря на травмы, нанесенные финансовым кризисом и экономическим спадом, экономика США остается крупнейшей в мире, характеризующейся большим количеством отраслей и высоким уровнем конкурентоспособности на международных рынках. Экономика США сохраняет свои традиционные преимущества, связанные с решительной рыночной ориентацией, надежной предпринимательской культурой и гибкими рынками капитала и труда. Страна по-прежнему является мировым технологическим лидером, здесь находятся ведущие исследовательские университеты мира, а расходы на НИОКР превышают расходы любой другой страны. Поэтому я не думаю, что потенциал долгосрочного экономического роста экономики США может существенно пострадать от финансового кризиса и спада, если страна принимает необходимые меры. У меня нет сомнений, что проблемы могут быть решены и что фундаментальные сильные стороны нашей экономики, в конечном итоге, восстановятся.

Хотя, безусловно, существуют серьезные проблемы, потрясения последних четырех лет, как представляется, не изменили навсегда основы экономического роста США. Потре-

буется некоторое время для восстановления темпов роста и уровня занятости, соответствующие фундаментальным основам роста. В переходный период перед регулирующими органами будут стоять проблемы двойного рода: во-первых, помочь экономике восстановиться после кризиса и последующего экономического спада и, во-вторых, сделать это таким образом, чтобы создать условия для реализации потенциала долгосрочного роста экономики.

Перспектива увеличения налогового бремени на экономику в условиях вялого восстановления – это одна из многих трудных проблем, с которыми в настоящее время сталкиваются фискальные органы. Для достижения экономической и финансовой стабильности фискальная политика США должна непреклонно придерживаться курса на то, чтобы отношение федерального долга к национальному доходу, по меньшей мере, оставалось стабильным или, что предпочтительнее, снижалась со временем. Без значительных политических изменений, направленных на решение проблемы растущего фискального бремени в условиях старения населения и постоянного роста расходов на здравоохранение, финансы федерального правительства могут выйти из-под контроля в ближайшие десятилетия, что чревато серьезным экономическим и финансовым ущербом. Увеличение налогового бремени делает критически важными быстрые и решительные действия в этой области. Однако при подготовке таких действий федеральное правительство не должно забывать и о проблеме хрупкости экономического подъема.

Фискальная политика также может способствовать повышению экономических достижений с помощью налоговой политики и целевых программ расходов. В максимально возможной степени политика в области налогов и расходов должна увеличить стимулы к работе и сбережениям, поощрять инвестиции в повышение квалификации рабочей силы, стимулировать частные капиталовложения, поддерживать НИОКР и обеспечить необходимую государственную инфраструктуру.

Наконец и, возможно, наиболее сложной задачей является совершенствование процесса принятия фискальных решений. Обсуждение долгосрочной фискальной политики, которое имело место летом 2011 г., способствовало нарушению работы финансовых рынков и, вероятно, экономики, и подобные события несут серьезную угрозу, снижая готовность инвесторов по всему миру вкладывать деньги в финансовые активы США или делать прямые инвестиции в США.

Исключительный рост дефицита федерального бюджета является главным образом автоматическим следствием динамики доходов и расходов в условиях слабой экономики, а также налоговых мер, направленных на сдерживание экономического спада и поддержку восстановления экономики. В ближайшие несколько лет по мере роста производства и свертывания стимулирующих мер дефицит бюджета будет уменьшаться.

К сожалению, даже после того, как экономические условия вернуться в нормальное состояние, сохранится значительный структурный бюджетный дефицит. Бюджетное управление Конгресса и Комитет по федеральному бюджету прогнозируют, что бюджетный дефицит составит почти 5% от ВВП в 2015 фин. году при условии, что текущая бюджетная политика будет продолжаться и экономика приблизится к полной занятости. Еще большую обеспокоенность вызывают долгосрочные прогнозы, которые основаны на экстраполяции нынешних стратегий и на правдоподобных предположениях о будущей эволюции экономики. По этим прогнозам структурный бюджетный дефицит значительно увеличится. Например, по альтернативному фискальному сценарию, разработанному Бюджетным управлением Конгресса, дефицит составит около 6,5% от ВВП в 2020 г. и почти 13% от ВВП в 2030 г. Отношение федерального долга к ВВП, которое прогнозируется на уровне около 69% в конце текущего финансового года, согласно альтернативному сценарию достигнет 87% в 2020 г. и 146% в 2030 году.

Долгосрочные бюджетные диспропорции возникли не внезапно, а являются в значительной мере результатом старения населения и быстрого роста медицинских расходов – обе тенденции были предсказаны давно и затянутся на многие десятилетия. По

прогнозу Бюджетного управления Конгресса, чистые федеральные ассигнования на медицинские пособия, которые составляли 5% от ВВП в 2010 г., могут возрасти до более 8% ВВП к 2030 г. По-прежнему значительными, хотя и меньшими по размеру, останутся, по прогнозу, бюджетные диспропорции, связанные с системой социального обеспечения.

Высокий и продолжающийся расти относительно национального дохода уровень государственного долга может иметь серьезные экономические последствия. В долгосрочной перспективе он чреват сокращением прироста основного капитала и, в этой связи, роста производительности труда. Поскольку растущий долг финансируется за счет зарубежных заимствований, то все большая доля будущих доходов федерального бюджета будет идти на процентные платежи иностранным кредиторам. Высокий уровень задолженности также снижает способность директивных органов эффективно реагировать на будущие экономические потрясения и другие неблагоприятные события.

Перспектива неустойчивого дефицита опасна тем, что повышает риски внезапного финансового кризиса. Как мы уже видели в ряде стран недавно, процентные ставки могут очень быстро подняться, если инвесторы теряют веру в способность правительства управлять фискальной политикой. Хотя исторический опыт и экономическая теория не дают точной оценки «порога», после которого заметно возрастают риски государственного долга, мы можем быть уверены, что без корректировки фискальной политики страна будет приближаться к критической точке.

Изменения фискальной политики должны тщательно обдумываться и проводиться осторожно, без спешки, выделяя приоритеты и предоставляя частным лицам и фирмам достаточное время для адаптации к изменениям в правительственных программах и налоговой политике. В противном случае придется проводить необходимые фискальные корректировки быстро, в срочном порядке, и это будет гораздо более болезненным ответом на надвигающийся или фактически наступивший бюджетный кризис, вызванный новым ростом процентных ставок, падением доверия и стоимости активов, замедлением роста производства.

Основной долгосрочной целью федеральной бюджетной политики должно быть достижение финансовой устойчивости. Эта цель может быть достигнута путем приведения расходов (за исключением процентных платежей) в соответствие с доходами. Учитывая резкое увеличение задолженности за последние годы, было бы разумно планировать бюджетные излишки в течение начального периода, так чтобы в конечном итоге довести отношение долга к национальному доходу к докризисному уровню.

Фискальная устойчивость – это долгосрочная концепция, и потому она требует долгосрочного планирования, предусматривающего снижение бюджетного дефицита за длительный период. В нынешних условиях долгосрочный подход, который реализуется с помощью конкретных планов фискальной консолидации, позволит директивным органам избежать внезапного «фискального сжатия», которое способно разрушить основы хрупкого процесса восстановления. В то же время разработка надежного плана сокращения будущих дефицитов относительно ВВП, предусматривающего механизм автоматического сокращения расходов, не только будет содействовать экономическому росту в долгосрочной перспективе, но также принесет краткосрочные выгоды, способствуя снижению долгосрочных процентных ставок и повышению доверия потребителей и деловых кругов.

Помимо устойчивого федерального бюджета крайне важно добиться того, чтобы фискальная политика отражала приоритеты страны. Для решения долгосрочных фискальных проблем необходимо реформировать государственную налоговую политику и изменить приоритеты в области расходов не только для снижения дефицита, но и для повышения долгосрочного потенциала роста экономики.

### Литература:

1. Bernanke Ben S. The U. S. Economic Outlook – Mode of access: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/Speech/bernanke20110908a.htm>
2. Bernanke Ben S. The near- and longer-term prospects for the U.S. economy. – Mode of access: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20110826a.htm>
3. Bernanke Ben S. Fiscal sustainability. – Mode of access: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20110614a.htm>

*Автор обзора – Г.В. Семеко,  
канд. экон. наук, ИНИОН РАН*

### ОСОБЕННОСТИ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА В СТРАНАХ ЦЕНТРАЛЬНОЙ И ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЫ

**The impact of the financial crisis on the central and eastern European countries //  
Month. bull. of ECB. – Frankfurt a. Main, 2010. – N 7. – Mode of access:  
<http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb201007en.pdf>**

В статье, опубликованной в «Ежемесячном бюллетене Европейского центрального банка» (июль 2010 г.), рассматриваются факторы, объясняющие различное влияние глобального финансового кризиса на экономику стран Центральной и Восточной Европы.

Страны Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ), входящие в состав ЕС, были серьезно затронуты глобальным финансово-экономическим кризисом, обострившимся после краха американского инвестиционного банка Lehman Brothers в сентябре 2008 г. Однако влияние кризиса на рост ВВП восьми стран ЦВЕ (Болгарии, Венгрии, Латвии, Литвы, Польши, Румынии, Чехии, Эстонии) было различным: тогда как Польша оказалась единственной страной ЕС, в которой в 2009 г. темпы роста ВВП были положительными, в семи странах ЦВЕ наблюдалось значительное снижение объема ВВП. При этом различались не только масштабы влияния кризиса на экономику стран ЦВЕ, но и моменты, когда это влияние стало сказываться, а также скорость этого процесса. В странах Балтии темпы роста ВВП стали замедляться незадолго до сентября 2008 г., тогда как в Венгрии – с начала 2008 г. В большинстве стран ЦВЕ наиболее низкий уровень производства был достигнут в третьем квартале 2009 г.

Чтобы понять, почему влияние кризиса на экономику стран ЦВЕ было различным, необходимо изучить их положение и макроэкономические диспропорции в докризисный период.

Состояние экономической конъюнктуры в странах ЦВЕ было неодинаковым. Высокие темпы роста в странах Балтии сопровождалось появлением внутренних и внешних диспропорций. Вследствие значительного притока капиталов и увеличения кредитов в условиях поддержания очень низких (а иногда и негативных) процентных ставок, во многих ЦВЕ было зарегистрировано существенное повышение цен активов, особенно на недвижимость. В Болгарии, странах Балтии и Румынии повышение заработной платы в частном секторе сопровождалось быстрым ростом зарплаты в государственном секторе, что вызвало увеличение издержек на оплату труда.

Экспансионистская бюджетная политика в докризисный период также способствовала росту ВВП, что привело к структурному бюджетному дефициту в 2007 г., особенно в Чехии, Литве, Латвии, Венгрии, Польше и Румынии.



Усиление напряженностей, связанных с ростом внутреннего спроса, нашло свое отражение в повышении темпов инфляции и реального обменного курса валют некоторых стран. Дефициты платежных балансов превысили 10% ВВП в Болгарии, странах Балтии и Румынии. Растущая часть этих дефицитов финансировалась за счет притока иностранных капиталов, что увеличивало внешнюю задолженность стран ЦВЕ. Кроме того, в некоторые страны, особенно в страны Балтии, большая часть внешних капиталов поступала в форме так называемых «прочих инвестиций», которые были менее стабильными, чем прямые иностранные инвестиции. В результате росла внешняя задолженность и потребности стран в финансировании, что усиливало их уязвимость перед лицом изменения поведения внешних инвесторов. Эта уязвимость дополнялась быстрым накоплением задолженности частного сектора в иностранной валюте (как правило, в евро), главным образом в форме ипотечных займов. Займы в валюте составляли 80% всех займов в Эстонии и Латвии и только 10% в Чехии и 25% в Польше. Различия в доле займов в валюте объясняются масштабами присутствия иностранных банков и разрывами в уровнях процентных ставок по займам в национальной и иностранной валюте.

Значительное замедление темпов роста ВВП в странах ЦВЕ с сентября 2008 г. объясняется одновременно падением экспорта и внутреннего спроса. К тому же изменение поведения инвесторов привело к снижению транснациональных потоков капитала, что, в свою очередь, затруднило процессы финансирования, ухудшило перспективы экономического развития и значительно замедлило рост кредитов. Все это привело к снижению производства во многих странах ЦВЕ.

Страны ЦВЕ, в которых в докризисный период финансирование экономического роста за счет внешних кредитов было меньшим и опиралось в основном на внутренние источники, объем кредитов снизился в меньшей степени. Темпы роста кредитов продолжали замедляться и в первом квартале 2010 г. во всех странах ЦВЕ, за исключением Румынии, где они несколько возросли. В странах Балтии они составляли – 5% и в Венгрии – 7,5%.

Во всех странах ЦВЕ, за исключением Чехии и Польши, сокращение внутреннего спроса привело к значительному падению частного потребления. В наибольшей степени был затронут сектор услуг, что негативно повлияло на рост ВВП, особенно в странах Балтии и Румынии.

Различная реакция рынков труда стран ЦВЕ на кризис является следствием не только различных темпов замедления экономического роста в каждой стране, но и результатом таких факторов, как гибкость рынков труда и распределение занятых по отраслям и секторам экономики. В некоторых странах, где рынки труда относительно гибки, предприятия быстрее реагировали на кризис путем снижения заработной платы и увольнения персонала. В других странах – Чехии, Венгрии, Польше и Румынии – положение с занятостью было более благоприятным, в частности, благодаря проведению государственной политики поддержания занятости.

В большинстве стран ЦВЕ уменьшение внутреннего спроса привело к снижению импорта, причем в некоторых странах импорт снизился в большей степени, чем экспорт. Довольно высокий уровень открытости экономики стран ЦВЕ создает дополнительный канал влияния кризиса на экономику этих стран. В период с третьего квартала 2008 г. по третий квартал 2009 г. экспорт всех стран ЦВЕ снизился, в том числе экспорт Литвы на 16,5% и Румынии – на 3,7% (см. табл.1). Этот разрыв между странами ЦВЕ частично связан с различиями в режимах валютных курсов. Страны, в которых было зарегистрировано значительное снижение эффективных номинальных или реальных курсов национальных валют (Венгрия, Польша и Румыния), испытали наименьшее снижение объема экспорта. В то же время страны Балтии, в которых действует режим фиксированных валютных курсов, зарегистрировали в среднем наиболее сильное падение экспорта среди стран ЦВЕ. Таким образом, реальное обесценение валюты в отношении более сильной валюты может помочь стране ограничить снижение экспорта. От-

раслевая структура внешнеторгового обмена может также частично объяснить различные результаты в динамике внешней торговли стран ЦВЕ в последнее время.

Таблица 1

**Изменение экспорта и эффективного номинального и реального валютного курса в период с третьего квартала 2008 г. по третий квартал 2009 г. (в процентах)**

	Экспорт товаров и услуг	Эффективный валютный курс	
		номинальный	реальный
Болгария	- 6,7	1,0	1,8
Эстония	- 9,6	1,8	0,6
Латвия	- 14,7	2,9	3,8
Литва	- 16,5	2,9	5,1
Чехия	- 7,7	- 4,7	- 4,8
Венгрия	- 6,9	- 12,2	- 8,0
Польша	- 9,0	- 20,5	- 17,0
Румыния	- 3,7	- 14,4	- 10,1

Географическая концентрация экспорта также играет роль в различных достижениях стран ЦВЕ в области внешней торговли. Большая часть экспорта (от 80% до 90%) этих стран приходится на долю других европейских стран. В зону евро направляется основная часть экспорта Болгарии, Чехии, Польши, Венгрии и Румынии. Страны Балтии торгуют в основном между собой, с Польшей и странами СНГ. Тесные внешнеэкономические связи между странами Балтии объясняют негативное влияние снижения внутреннего спроса в этих странах на их экономическое развитие.

В рассматриваемый период в странах ЦВЕ была зарегистрирована коррекция внешнего сальдо вследствие уменьшения внутреннего спроса, вызвавшего снижение объема импорта. В результате дефициты платежных балансов по текущим операциям и счетам капиталов значительно снизились во всех странах ЦВЕ, за исключением Чехии. В странах Балтии сальдо по текущим операциям и счетам движения капиталов стали положительными. К тому же структура внешнего финансирования существенно изменилась, что объяснялось изменением отношения иностранных инвесторов к рискам вложений в страны ЦВЕ.

Реакция бюджетной политики на кризис в странах ЦВЕ была различной. В Латвии, Венгрии и Румынии программы финансовой поддержки со стороны ЕС и МВФ потребовали осуществления мер по оздоровлению бюджетов. Цель этих мер – снизить государственные расходы за счет уменьшения численности и оплаты труда государственных чиновников и других социальных расходов. Кроме того, предусматривались меры по расширению налоговой базы для увеличения бюджетных доходов.

Болгария, Эстония и Литва также разработали на 2009 г. комплекс мер, направленных на предотвращение ухудшения состояния государственных финансов. Чехия и Польша не принимали никаких специальных программ, уповав на действие автоматических стабилизаторов.

Шесть из восьми рассматриваемых стран ЦВЕ получили в начале 2010 г. рекомендации от Совета ЕС в области оздоровления бюджетов. Европейская комиссия констатировала, что в 2010 г. только Болгария и Эстония будут иметь дефицит государственного бюджета, приближающийся к нормативу в 3% ВВП, установленному в Пакте стабильности и роста, тогда как в остальных странах ЦВЕ будет сохраняться высокий дефицит (см. табл. 2). Во всех странах ЦВЕ, за исключением Венгрии, доля государственных расходов в ВВП в 2008-2010 гг. значительно возросла. В то же время Венгрия является единственной страной ЦВЕ, у которой отношение государственной задолженности к ВВП превышает 60%, а Польша и Латвия приблизятся к этому показателю в 2011 году.

**Эволюция бюджетного сальдо и валовой государственной задолженности стран ЦВЕ в 2008-2011 гг. (в процентах к ВВП)**

	Бюджетное сальдо				Валовая задолженность государства			
	22008	22009	22010	22011	22008	22009	22010	22011
Болгария	11,8	- 3,9	- 2,8	- 2,2	114,1	114,8	117,4	118,8
Чехия	- 2,7	- 5,9	- 5,7	- 5,7	339,0	335,4	339,8	443,5
Эстония	- 2,7	- 1,7	- 2,4	- 2,4	44,6	77,2	99,6	112,4
Латвия	- 4,1	- 9,0	- 8,6	- 9,9	119,5	336,1	448,5	557,3
Литва	- 3,3	- 8,9	- 8,4	- 8,5	115,6	229,3	338,6	445,4
Венгрия	- 3,8	- 4,0	- 4,1	- 4,0	772,9	778,3	778,9	777,8
Польша	- 3,7	- 7,1	- 7,3	- 7,0	447,2	551,0	553,9	559,3
Румыния	- 5,4	- 8,3	- 8,0	- 7,4	113,3	223,7	330,5	335,8

В странах ЦВЕ, в которых денежно-кредитная политика не была подчинена цели поддержания валютного курса, падение реального производства во время кризиса было меньшим, чем в странах с режимом фиксированных валютных курсов, в частности, в Болгарии и странах Балтии. Эти страны обладают ограниченным полем для маневров для того, чтобы использовать меры денежно-кредитной политики для борьбы с кризисом.

В странах, проводящих стратегию таргетирования инфляции, – в Венгрии, Польше, Чехии и Румынии – накопление диспропорций и использование внешнего финансирования в докризисный период были гораздо меньшими, чем в Болгарии и странах Балтии, что уменьшало уязвимость их экономики.

Масштабы и скорость снижения официальной процентной ставки в странах ЦВЕ были различными. В Польше и Чехии снижение официальной процентной ставки и значительное уменьшение обменного курса национальной валюты создавали дополнительную поддержку экономике.

Глобальный финансовый кризис серьезно повлиял на эффективность монетарной политики большинства стран ЦВЕ, поскольку способствовал значительному увеличению премий за риск и ликвидность на межбанковском рынке. С учетом нарушения функционирования механизмов передачи денежно-кредитной политики некоторые центральные банки приняли дополнительные меры, чтобы смягчить условия на рынках и избежать ограничения кредитов. Некоторые страны решили проблему нехватки ликвидности в иностранной валюте с помощью заключения соглашений о свопе с национальными финансовыми институтами.

Различное влияние глобального финансового кризиса на экономику стран ЦВЕ объясняется многочисленными причинами: наличием макроэкономических диспропорций в докризисный период, неодинаковым падением внутреннего спроса, разной зависимостью от внешнего спроса и т.д. Для будущего развития стран ЦВЕ важно, сумеют ли они избежать нового появления макроэкономических диспропорций и гарантировать процесс конвергенции. Эти страны должны взять на себя обязательство усилить действие противочиклических механизмов, чтобы лучше противостоять шокам, а также облегчить перевод ресурсов из одного сектора в другой и не допускать чрезмерного роста кредитов, питаемого внешним финансированием. Денежно-кредитная политика центральных банков стран ЦВЕ должна быть направлена на обеспечение долгосрочной стабильности цен.

*Автор реферата Л.А. Зубченко,  
канд. экон. наук, ИНИОН РАН*

Кинг М.

**УРОКИ КРИЗИСА: БАНКОВСКОЕ ДЕЛО  
ОТ БЭДЖХОТА ДО БАЗЕЛЯ И ОБРАТНО**

King M.

**Banking: from Bagehot to Basel, and back again. The Second Bagehot Lecture. –  
Buttonwood Gathering, New York City. – Speech 25 October 2010. – Mode of access:  
<http://www.bankofengland.co.uk>**

Глава Банка Англии Мервин Кинг анализирует уроки последнего финансового кризиса и предложения по реформированию финансовой системы. В статье используются примеры из истории экономической мысли.

Будучи блестящим журналистом, Уолтер Бэдджот<sup>1</sup> много писал на экономические и финансовые темы. В своей получившей наибольшую известность книге «Lombard Street»<sup>2</sup> он обобщил свои наблюдения и анализ, данный предыдущими исследователями, чтобы критически оценить деятельность центрального банка (в лице Банка Англии) и показать, как центральные банки должны выполнять свою роль кредитора в последней инстанции в условиях финансовых кризисов. В сравнении с нынешним финансовым кризисом кризисы, очевидцем которых был Бэдджот, кажутся карликами. Какие уроки можно извлечь из недавнего и текущего опыта, чтобы дополнить представления Бэдджота о финансовой системе и роли центрального банка?

Несомненно, самый главный урок – важность сильной и устойчивой банковской системы. Для стран, которых коснулся последний финансовый кризис, он был самым глубоким со времен Великой депрессии 1930-х годов. Производство упало на 5–10%, выросла безработица, закрылось много предприятий, бюджетный дефицит в некоторых странах превысил 10% ВВП – это наивысший дефицит, который когда-либо наблюдался в мирное время.

В центре кризиса оказался банковский сектор; другие сегменты финансовой системы в целом работали нормально. Потери, понесенные из-за резкого падения стоимости акций в годы последнего кризиса, были совсем другими, чем в 1987 г. и в начале 2000-х годов. Когда в сентябре 2008 г. банковская система вышла из строя, даже крупные государственные вливания ликвидности и капитала не смогли предотвратить коллапс доверия и падение производства по всему миру. В таких условиях важно найти ответ на вопрос: как сделать финансовую систему устойчивой?

Бэдджот знал только то, что банковские кризисы свойственны рыночной экономике со времен начала промышленной революции, что они своего рода «супруги». К несчастью, такие кризисы стали возникать все чаще и принимать все большие масштабы. Почему?

**Банковская практика.** Через сто лет после выхода в свет книги Бэдджота «Lombard Street», размер банковского сектора Великобритании достиг примерно 50% ВВП. Он оставался таким долгие годы, но в течение последних 15 лет банковские балансы начали быстро расти, и сейчас размер банковского сектора в пять раз превышает годовой ВВП Великобритании. Размер банковского сектора США при жизни Бэдджота равнялся 20% ВВП, а в настоящее время этот показатель составляет почти 100% ВВП этой страны.

Столь быстрый рост банковского сектора сопровождался процессом концентрации, особенно в сегменте самых крупных банков. Сейчас активы десяти ведущих банков Великобритании достигли 450% ВВП, причем активы RBS, Barclays и HSBC в отдельности

<sup>1</sup> Уолтер Бэдджот (Walter Bagehot) (1826–1877) – британский экономист и политический философ XIX века, представитель манчестерской школы в политической экономии. – *Прим. референта.*

<sup>2</sup> Bagehot W. Lombard Street: A Description of the money market. – London: Henry S. King and Co., 1873.

превышают ВВП страны (табл. 1). В США активы первой десятки банков в сумме достигают 60% ВВП; за 15 лет они выросли в 6 раз. Доля активов Bank of America в банковской системе в настоящее время эквивалентна доле 10 ведущих банков в 1960 г. (табл. 2). Со времен Бэдджота показатель левериджа в банковском секторе повысился в 6 раз, коэффициенты достаточности капитала (capital ratios) снизились. Непосредственно перед последним финансовым кризисом банковский леверидж в промышленно развитых странах поднялся до астрономических размеров (50% и более).

Таблица 1

**10 ведущих банков Великобритании в 1960 и 2010 гг.**

Финансовое учреждение	Совокупные активы, млрд ф. ст.	Активы в проц. от ВВП	Доля в совокупных активах банковского сектора, проц.
<b>1960 год</b>			
Barclays Bank Ltd и аффилированные банки	2,5	10	17
Midland Bank Ltd и аффилированные банки	2,0	8	13
Lloyds Bank Ltd и аффилированные банки	1,8	7	12
Westminster Bank Ltd и аффилированные банки	1,3	5	8
National Provincial Bank Ltd и аффилированные банки	1,1	4	7
Royal Bank of Scotland Ltd и аффилированные банки	0,4	2	3
Martins Bank Ltd	0,4	1	3
Standard Bank of South Africa Ltd	0,4	1	2
Chartered Bank Ltd	0,3	1	2
Union Discount Company of London	0,3	1	2
<b>Итого</b>	<b>10,5</b>	<b>40,0</b>	<b>69,0</b>
<b>2010 год</b>			
Royal Bank of Scotland Group	1 696	122	26
Barclays Group	1 526	110	23
HSBC Holdings Group	1 463	105	22
Lloyds Banking Group	1 027	74	16
Standard Chartered Group	270	19	4
Nationwide Building Society	191	14	3
Northern Rock PLC	87	6	1
Bradford and Bingley PLC	49	4	1
The Co-Operative Bank	46	3	1
Yorkshire Building Society	23	2	0
<b>Итого</b>	<b>6 378</b>	<b>459,0</b>	<b>97,3</b>

**10 ведущих банков США в 1960 и 2010 гг.**

Финансовое учреждение	Совокупные активы, млрд ф. ст.	Активы в проц. от ВВП	Доля в совокупных активах банковско- го сектора, проц.
<b>1960 год</b>			
Bank of America	11,2	2,1	4,4
Chase Manhattan Bank	8,4	1,6	3,3
First National City Bank of New York	8,2	1,6	3,2
Manufacturer's Hanover Trust Company	5,9	1,1	2,3
Morgan Guaranty Trust Company	4,1	0,8	1,6
Chemical Bank New York Trust Company	4,1	0,8	1,6
Security First National Bank	3,4	0,7	1,3
Bankers Trust Company	3,1	0,6	1,2
First National Bank of Chicago	3,0	0,6	1,2
Bank of California	0,7	0,1	0,3
<b>Итого</b>	<b>52,1</b>	<b>9,9</b>	<b>20,3</b>
<b>2010 год</b>			
Bank of America	2 363,9	16,7	19,7
JP Morgan	2 014,0	14,3	16,8
Citigroup	1 937,7	13,7	16,2
Wells Fargo	1 225,9	8,7	10,2
US Bancorp	283,2	2,0	2,4
PNC Financial Services	261,8	1,9	2,2
Bank of New York Mellon	235,9	1,7	2,0
Suntrust Banks	170,7	1,2	1,4
BB&T Corporation	155,1	1,1	1,3
State Street	160,7	1,1	1,3
<b>Итого</b>	<b>8,809</b>	<b>62,4</b>	<b>73,6</b>

Банки в массовом порядке стали использовать краткосрочное финансирование. За последние тридцать лет средний срок погашения обязательств, выпущенных банками, снизился на 2/3 в Великобритании и примерно на 3/4 в США. В результате упала доля ликвидных активов на банковских балансах. За 15 лет доля высоколиквидных активов у банков Великобритании сократилась с 1/3 всех активов до менее 2% в 2009 году.

Более того, размер баланса отныне не ограничивает возможности банков давать деньги в займы компаниям и частным лицам. Так называемая «финансовая инженерия» позволяет банкам безгранично «производить» дополнительные активы. В преддверии кризиса их стремление к получению дополнительных активов поддерживалось за счет развития многочисленных инструментов и фондов теневой банковской системы, превратившейся в важный источник финансирования.

Все это имело два последствия: 1) финансовая система стала чрезвычайно взаимосвязанной, а потому регулирование отдельных учреждений с целью обеспечить стабильность утратило эффективность; 2) валовые балансы оторвались от реальной экономики, и банки получили возможность наращивать свои операции огромными темпами. Поэтому,

когда разразился кризис, нельзя было сказать, кто, в конечном счете, понесет убытки. Результатом стал эффект домино, красочно описанный еще Бэджхотом: началась паника и ни один из банков не смог сохранить доверия клиентов.

Статистика показывает, что премия за риск, которую запрашивают инвесторы при кредитовании крупных банков, во время кризиса резко повышается. У большинства банков спреды по их старшим необеспеченным долгам более чем утроились в октябре 2008 г. по сравнению с уровнем на начало 2007 г. Аналогичным образом быстро выросла премия по свопам на кредитный дефолт. Почти повсеместно крупные банки Великобритании и США столкнулись с гораздо более высокой стоимостью займов в сравнении с безрисковой ставкой и превратились в сомнительных заемщиков.

Размеры банков, степень концентрации и уровень риска в банковском секторе увеличились беспрецедентным образом, но их суть осталась нераспознанной. Высокие показатели доходности собственного капитала (ROE), о которых сообщали банки, были сомнительными признаками успешной деятельности. Они были следствием изменения структуры финансирования банков из-за роста левериджа и выпуска краткосрочных обязательств, а не улучшения показателя доходности активов (ROA).

Банковская отчетность завышала вклад сектора в ВВП. В США доля добавленной стоимости финансового сектора относительно ВВП выросла с 2–3% в первом десятилетии после Второй мировой войны до 8% в 2008 г. В Великобритании этот показатель только за последнее десятилетие повысился почти в два раза, достигнув почти 10%. Однако эти цифры преувеличивают вклад сферы финансовых услуг. Дело в том, что официальная статистика рассчитывает добавленную стоимость, создаваемую в финансовом секторе, как разницу между суммой процентов к получению и суммой процентных платежей по ориентировочной ставке (*reference rate of interest*). Такой подход завышает истинный размер добавленной стоимости, поскольку он включает доход на рисковое кредитование, представляющий собой разницу между гипотетическими чистыми затратами на заимствование и доходом, который реально получен. Отсюда следует, что риски, которые берут на себя финансовые учреждения, рождаются исключительно в секторе финансового посредничества. Но на самом деле это не так. Финансовое посредничество создает добавленную стоимость, но не в таком размере, как это показывает официальная статистика.

Можно сделать грубую оценку отклонения в расчетах. Если принять, что истинная производительность труда и капитала в секторе финансовых услуг росла в соответствии с экономикой в целом за десятилетие, предшествующее кризису, то в 2007 г. официальная оценка превышала добавленную стоимость, созданную в финансовом секторе Великобритании, почти на 30 млрд ф. ст. – это почти половина официального показателя. Такой вывод согласуется с расчетами Банка Англии, а также с расчетами исследования<sup>1</sup>, посвященного зоне евро, по которому примерно 40% официальной суммы добавленной стоимости финансового сектора приходится на компенсацию за принятие риска.

**Теория бэнкинга.** Главная причина повышения рисков в банковском секторе – широкое использование банками краткосрочных долговых обязательств, держатели которых могут легко избавиться от них при малейшем подозрении в отношении учреждения-эмитента. Совсем другое дело акции и долгосрочные обязательства, которые труднее превратить в денежные средства. Еще тридцать лет назад Д. Даймонд (D. Diamond) и Ф. Дайбвиг (Ph. Dybvig) показали, как такая стратегия банков повышает их уязвимость, хотя и может принести определенные выгоды: краткосрочные обязательства можно объединить в общий фонд, и тогда появляется возможность большую часть средств выделять на долгосрочные неликвидные инвестиции<sup>2</sup>. С точки зрения этих ученых, при широком

<sup>1</sup> Colangelo A., Inklaar R. Banking sector output measurement in the euro area – a modified approach // ECB Working Paper Series. – 2010. – N 1204.

<sup>2</sup> Diamond D.W., Dybvig P.H. Bank runs, deposit insurance, and liquidity // Journal of political economy. – 1983. – Vol. 91, N 3. – P. 401-419.

распространении описанной банковской стратегии возникает «интеллектуальная основа» для появления многих структурных элементов, которые существуют в настоящее время, в частности, таких как страхование депозитов и функция кредитора в последней инстанции, возложенная на центральные банки. Если проблема состоит только в неликвидности, ведущей к уязвимости банков, то центральные банки могут легко с ней справиться. Демонстрируя свою готовность оказать краткосрочную поддержку ликвидности, центральные банки в первую очередь снижают вероятность возникновения проблем. Именно об этом говорил Бэдджот, стараясь убедить Банк Англии в значимости и необходимости его роли кредитора в последней инстанции. В те времена неликвидность была ключевой проблемой, а сейчас появилось много других проблем, с которыми должны бороться центральные банки. В сентябре 2007 г. все считали, что кризис связан с недостатком ликвидности и что центральный банк примет соответствующие меры. Однако вскоре стало очевидно, что это был кризис неплатежеспособности.

Проводя свой анализ, Д. Дайамонд и Ф. Дайбвиг сознательно опустили тот факт, что в действительности банковские активы несут в себе риски. Причем не только активы, но и банки как учреждения, широко заимствующие деньги. На практике очень трудно провести различие между неликвидностью и неплатежеспособностью – различие по срокам может составлять всего лишь несколько дней. Если кризис фактически обусловлен неплатежеспособностью, вызванной чрезмерным леввериджем и рисками, то вливание ликвидности центральным банком не поможет. Центральные банки могут обеспечить ликвидностью только платежеспособные учреждения.

Когда функции финансовой системы тесно взаимосвязаны, любые возникшие проблемы могут привести к прекращению предоставления услуг, жизненно необходимых для функционирования экономики. В такой ситуации государство естественно не может оставаться в стороне и оказывает помощь. В конечном счете, государственная поддержка стимулирует банки к принятию на себя все больших рисков, поскольку они знают: если дела пойдут хорошо, то они будут вознаграждены за риск, а если потерпят неудачу, то расплачиваться будет государство. Чем выше риск, тем выше его значение для функционирования экономики, тем выше суммы государственных вливаний и тем сильнее стимулы к принятию еще больших рисков. Эту зависимость М. Вольф (M. Wolf) назвал «механизмом финансового светопреставления» (“financial doomsday machine”)<sup>1</sup>.

Экономисты признали, что искаженные из-за государственной поддержки стимулы, асимметрия информации и другие несовершенства дают результат, не вполне оптимальный с точки зрения перспектив развития общества. Начиная с 1950-х годов этот вывод занимал центральное место во многих исследованиях.

Современные финансисты выдвигают сомнительные аргументы, чтобы противостоять реформам, которые могут ограничить государственные субсидии. Это естественная реакция. Так например, заявляют, что снижение леввериджа и увеличение собственного капитала обойдутся дорого. Однако экономисты доказывают, что стоимость капитала (cost of capital) в целом гораздо менее чувствительна к изменениям суммы долга на банковском балансе, чем это полагают многие банкиры. Напротив, выгоды для общества, по большей части связанные с большей финансовой стабильностью, компенсируют любые дополнительные расходы банков. Что действительно снижает стоимость капитала, так это возможность взять ссуду на короткий срок, чтобы предоставить ссуду на длительный срок.

**Поиск решения.** Для снижения рисков финансовой системы было предложено много рецептов – от ужесточения нормативных требований по капиталу до функционального разделения финансовых учреждений и еще более радикальных идей. Любая реформа должна руководствоваться следующим принципом: издержки трансформации в структуре банковских долгов, а следовательно, издержки периодических финансовых кризисов,

<sup>1</sup> Wolf M. The challenge of halting the financial doomsday machine // Financial Times. – 2010, 20 April.



должны ложиться на тех, кто получает выгоды от этой трансформации. Все предложения о реформах должны оцениваться по этому критерию. Прежде всего, и это очевидно, ответом на дифференциацию между выгодами частного сектора и социальными издержками должно быть обложение получающих выгоды постоянным налогом по принципу «загрязняющий окружающую среду должен это компенсировать». Главная проблема: как ранжировать социальные издержки? Потери мирового валового продукта из-за последнего кризиса огромны, по разным оценкам, они составили 5–10%. Но как определить правильный размер налога?

Если трудно определить правильную цену за дестабилизацию финансовой системы, то есть другие методы, в частности, предлагаются различные формы контроля, например, ограничение леввериджа, повышение требований по капиталу и т.д.

Базель-3 не дает полного ответа на проблемы, хотя новые стандарты идут в правильном направлении и их стоит приветствовать. Это гигантский скачок вперед для регуляторов во всем мире, но это только небольшой шаг для человечества. Само по себе соглашение Базель-3 не предотвратит следующего кризиса по следующим причинам.

Во-первых, новый уровень достаточности капитала не спасет от кризиса. Надо признать: когда настроения инвесторов и прогнозы на будущее меняются, то банки, которые воспринимались как высококапитализированные, могут предстать как недокапитализированные, если возникнут сомнения в их платежеспособности. Такое случилось в 2007–2008 гг. Как указал МВФ, знание различий в обеспеченности капиталом недостаточно для предсказания, какие финансовые учреждения окажутся уязвимыми в условиях кризиса. Только очень большой размер капитала (уровень, который оценивается как крайне чрезмерный в течение длительного времени) может оградить от кризиса.

Во-вторых, в основе подхода к оценке достаточности капитала лежит показатель активов, взвешенных с учетом риска. Соответствующие весовые значения рассчитываются исходя из прошлого опыта, то есть исходя из прошлых представлений о рисках, связанных с разными активами, и об их взаимосвязях. Когда начался последний кризис, оказалось, что базельские весовые значения рисков не работают. И причина не в некомпетентности инвесторов, банков или регуляторов, а в невозможности точно оценить риски с точки зрения их вероятности. Поскольку, к несчастью, мир стал гораздо более сложным, структура регулирования должна содержать элементы, позволяющие противостоять изменениям в весах рисков. Именно поэтому Банк Англии выступает за простой показатель леввериджа как ключевой ограничитель потребности в капитале.

В-третьих, базельская концепция концентрируется в значительной степени на одной стороне банковского баланса – на активах. Базель-2 включил в рассмотрение ликвидность и обязательства из пассивов баланса. Когда Великобритания присоединилась к Базелю-2 в 2007 г., то из всех ведущих банков страны самый высокий показатель капитала имел банк Northern Rock. Но когда в течение нескольких недель банк объявлял, что намерен вернуть акционерам избыточный капитал, его денежные ресурсы иссякли. Как показали события 2007 г., когда бизнес-модель основывается на особой модели финансирования, которая внезапно становится нежизнеспособной, то и сама бизнес-модель утрачивает свою жизнеспособность. Пока не ясно, будут ли меры Базеля-3 затрагивать непосредственно риски, обусловленные неадекватным уровнем ликвидных активов и рискованной структурой обязательств.

**Крупные финансовые учреждения.** На саммите «группы 20» в Питтсбурге в 2009 г. были сформулированы предложения по регулированию самых крупных, глобальных финансовых учреждений. В дальнейшем они прорабатывались в Совете по финансовой стабильности. Главные предложения таковы: повышение нормативов достаточности капитала и ликвидности, введение нормативов долговой нагрузки, введение условного капитала (contingent capital), то есть требований на получение капитала при определенных условиях или конвертации займов в капитал, специальный режим разрешения труд-

ных ситуаций (санации) для крупных учреждений, который позволяет разделить потери между кредиторами и акционерами, и пробные шаги в направлении международной гармонизации процедур санации.

Некоторые страны уже начали предпринимать шаги в этих направлениях, например, Швейцария, где для двух системообразующих банков – UBS и Credit Suisse – были установлены дополнительные требования в отношении капитала.

Однако для большинства стран выделение группы системообразующих финансовых учреждений является опасным делом, так как может привести к увеличению прямых субсидий. Решение проблемы «слишком большой, чтобы обанкротиться», в конечном счете, требует, чтобы каждое финансовое учреждение имело возможность обанкротиться без риска возникновения угрозы для функционирования экономики. Естественно, таким образом, что усовершенствованные процедуры санации являются частью общей стратегии, и во многих странах уже предприняты меры в этом направлении. Но для успеха санации крупного учреждения, при отсутствии невероятно большого фонда страхования депозитов, кредиторы должны иметь возможность взятия должника на поруки. Однако это может подтолкнуть банк к увеличению зависимости от краткосрочного финансирования. Если об этом узнают кредиторы, то уязвимость финансового учреждения усилится.

Санация должна идти рука об руку с более широким применением таких инструментов, как условный капитал. Глубокие изменения в подходе к санации крупных финансовых учреждений являются необходимым, но недостаточным условием для обеспечения стабильности банковской системы.

Кроме рассмотренных выше предложений и мер по реформированию регулирования, имеются достаточно радикальные подходы. Так, Д. Майлз (D. Miles) предлагает очень сильно – в несколько раз – увеличить требования по капиталу для того, чтобы условный капитал составлял значительную часть в структуре обязательств банка. Это позволит снизить размер издержек от банкротства финансового учреждения, но не гарантирует, что эти издержки не распространятся за пределы данного учреждения.

Другая радикальная идея состоит в функциональном разделении финансовых учреждений (например, согласно «правилу Волкера»<sup>1</sup>). Еще один фундаментальный пример – разъединение платежной системы и рискованного кредитования, чтобы предотвратить банковские операции с частичным резервным покрытием (*fractional reserve*). Это предлагали И. Фишер, М. Фридмен, Дж. Тобин и совсем недавно Дж. Кей (J. Kay)<sup>2</sup>. Тем самым признается полная несостоятельность довода, согласно которому безрисковые депозиты могут быть поддержаны рискованными активами. Если мы хотим иметь действительно безопасные депозиты, то они не должны сосуществовать в рамках одного баланса с рискованными активами.

Такого рода фундаментальные предложения при условии их успешного проведения в жизнь, несомненно, могут стать сильнодействующими мерами. Однако ключевая проблема состоит в том, как обеспечить, чтобы изменения в структуре банковского баланса вследствие роста доли краткосрочного долга не переместилась за пределы периметра регулирования. Это трудно сделать, поскольку причина такого процесса лежит в природе соответствующих услуг, а не в особенностях финансовых учреждений. Радикальные предложения дают надежду, что можно избежать, по-видимому, неминуемого сдвига в сторону гораздо более сложной и затратной системы регулирования, и в этом заключается их привлекательность.

---

<sup>1</sup> П. Волкер (P. Volcker) – бывший вице-президент Chase Manhattan Bank (1965–1968), заместитель министра финансов (1969–1974), председатель Нью-Йоркского федерального резервного банка (1975–1979) и председатель совета директоров Федеральной резервной системы (1979–1987). – *Прим. референта.*

<sup>2</sup> Kay J. Narrow banking: The reform of banking regulation. CSFI report. – 2009.

В широком плане ответ на проблему чрезвычайно прост: банки должны в большей степени финансироваться за счет акционерного капитала, чем за счет краткосрочного долга. Из всех способов организации банковского дела самый наилучший – тот, который получил распространение в настоящее время.

*Автор реферата – Г.В. Семеко,  
канд. экон. наук, ИНИОН РАН*

**Борио С.**

**ЦЕНТРАЛЬНЫЕ БАНКИ ПОСЛЕ КРИЗИСА: ЧТО ПОМОЖЕТ  
ПРОЛОЖИТЬ ПУТЬ НА НЕИЗВЕДАННЫХ ПРОСТОРАХ?**

**Borio C.**

**Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters? –  
basel: BIS, 2011. – Sept. – № 353. – 23 p. (BIS Working Papers, 2011, № 353). –  
Mode of access: <http://www.bis.org/publ/work353.pdf>**

Эксперт Банка международных расчетов Клаудио Борио (Claudio Borio) считает, что после глобального финансового кризиса деятельность центральных банков уже не будет такой, какой она была прежде. Кризис стал одним из поворотных моментов в истории этого института.

На первый взгляд, из всех политических институтов центральные банки от кризиса выиграли больше всего. Они спасли глобальную финансовую систему: их скоординированные действия поддержки ликвидностью и снижения процентных ставок предотвратили ее развал. Они получили еще больше власти: больше нет сомнений в их важности для поддержания финансовой стабильности. Некоторые ЦБ вернули себе регулятивные и надзорные полномочия, утраченные в предшествующие десятилетия.

Однако кризис одновременно потряс основы очень комфортного мира ЦБ. До кризиса основной задачей ЦБ было удерживать инфляцию в жестких рамках, контролируя краткосрочные процентные ставки. Кризис доказал, что стабильность цен не является гарантией против финансовой и макроэкономической нестабильности. ЦБ пришлось агрессивно расширить свои балансовые счета, применяя разнообразные «нетрадиционные» меры монетарной политики. В результате, раздел между монетарной и фискальной политикой стал неразличимым.

Предстоящие годы будут периодом поиска новой парадигмы деятельности центральных банков. Они столкнутся с тройным вызовом: экономическим, интеллектуальным и институциональным. Во-первых, они будут функционировать во враждебной экономической среде. Основные экономики будут преодолевать долгосрочные последствия кризиса, а страны с формирующимися рынками могут продолжить быстро расти и будут сталкиваться с проблемами, обычно подпитывающими кризис. Во-вторых, ЦБ будут вынуждены принимать решения, осознавая, что применяемые макроэкономические схемы не верны, а построенные на них макроэкономические модели не позволяют предсказывать или бороться с кризисом. Кризис выявил разрыв между теорией и практической политикой. В-третьих, ЦБ будет сложно сохранить свое значение и независимость в условиях доминирования бюджетных интересов. Иными словами, ЦБ нужен новый компас, чтобы плыть среди бурных волн.

Предстоящий переходный период будут отличать три особенности. Во-первых, предстоит переосмыслить жесткую взаимозависимость между монетарной и финансовой стабильностью. Это, в свою очередь, потребует разработки теоретических моделей, в ко-

торых монетарные факторы играют ключевую роль. Во-вторых, ЦБ придется в большей мере учитывать глобальные процессы. Прежний подход – содержи свой дом в порядке, и этого достаточно для глобальной стабильности – должен быть переосмыслен. Им предстоит трансформировать финансовое регулирование и переориентировать надзор с микропруденциального на макропруденциальный подход. Наконец, самостоятельность ЦБ нуждается в защите и укреплении. ЦБ никогда не были столь могущественными, как считалось. Предстоит защитить их от рисков утраты кредитоспособности и поддержки общества.

Исторически, несмотря на важные различия во времени и между странами, монетарная и финансовая стабильность были основными целями ЦБ. При некотором упрощении преобладающий докризисный консенсус тяготел к «узкому» подходу к оценке деятельности ЦБ, главным были поддержание стабильности цен и вера в способность экономики достичь равновесия. Преобладающий докризисный подход к оценке деятельности ЦБ может быть сведен к четырем положениям.

Считалось, что поддержание стабильности цен достаточно для макроэкономической стабильности. И если ЦБ успешно стабилизируют инфляцию в краткосрочном периоде (в течение двухлетнего горизонта) и отсутствуют экзогенные шоки, например, исходящие от фискальной политики, экономика может сама позаботиться о себе. Наиболее сильная версия данного подхода: стабильность цен – наилучший вклад монетарной политики в макроэкономическую стабильность. Эта вера лежала в основе таргетирования инфляции и получила широкое распространение до кризиса. Теоретически такой подход соответствовал каноническим макроэкономическим моделям, в которых единственной формой отхода от полного равновесия и хорошо функционирующей экономики была жесткость цен. Иные нарушения играли вторичную роль.

Существовало четкое разграничение между функциями поддержания монетарной и финансовой стабильности. Для предотвращения кризиса монетарная политика должна отвечать за стабильность цен, а регулирование и надзор – заботиться о финансовой стабильности. Более того, регулирование и надзор необязательно должны быть полномочием ЦБ. Помимо прочего преобладавший микропруденциальный подход к регулированию и надзору (концентрировавший внимание на устойчивости отдельных институтов) рассматривался как достаточный для поддержания стабильности системы в целом. Утверждалось, что через краткосрочную процентную ставку монетарная политика может воздействовать на национальную экономику, а ЦБ, контролируя краткосрочную (часто overnight) процентную ставку и ожидания относительно ее будущего тренда, способен определять структуру процентных ставок. Считалось, что на практике ЦБ не могут опустить политическую ставку до нуля в номинальном выражении. Опыт Японии был негативным и оценивался как результат неверной монетарной политики.

Предполагалось, что если ЦБ хорошо следят за собственной экономикой, глобальная валютная система также будет в порядке. Это – особая версия доктрины « содержи свой дом в порядке » по сути аналогична микропруденциальному подходу к финансовой стабильности: если каждый институт (страна) устойчивы, то и вся (мировая) финансовая система устойчива. Из этого, в свою очередь, следовало, что все ЦБ должны добиваться стабильности цен в своих странах и позволять обменному курсу колебаться. Возможные исключения включали малые и открытые экономики, которые могли добиться того же результата, привязывая свою валюту к валюте более крупной страны с низкой инфляцией. Крайними проявлениями такого подхода были «закон одной цены» и «паритет процентных ставок».

После кризиса теоретические подходы стали более гетерогенными; можно выделить три момента, по которым сложился консенсус, и два – по которым сохранились разногласия.

Сейчас в целом признано, что низкая и стабильная инфляция не гарантирует финансовую и макроэкономическую стабильность. Семена глобального финансового кризиса

выросли в период низкой инфляции. Сам кризис лучше всего рассматривать как взрыв основного финансового цикла, который продолжался почти десятилетие. В основе кризиса были экспансия кредита и цен на активы, особенно на недвижимость. Левередж рос в открытой и скрытой формах. Он стоял за агрессивным принятием риска. Сформировавшиеся чрезмерные финансовые дисбалансы спровоцировали взрыв.

Существует также мнение, что расчистка завалов посредством монетарной политики затратна и для этого недостаточно регулируемой процентной ставки. ЦБ пришлось расширить свои балансовые счета, чтобы влиять на долгосрочные процентные ставки, условия кредитования и кредитные спреды. Следовательно, крупномасштабные покупки активов государственного и частного секторов или же беспрецедентное увеличение долгосрочной поддержки с помощью ликвидности поддерживали банковский сектор.

Наконец, сложился консенсус, что регулирование и надзор над финансовыми институтами должны выйти за рамки микропруденциального подхода и стать макроориентированными, ключевую роль при этом играют ЦБ. Это означает, что регулирование и надзор должны концентрировать внимание на финансовой системе в целом, учитывать потенциально взаимоподпитывающие связи между финансовой системой и макроэкономикой, лежащие в основе финансовой нестабильности («процикличности»). В силу особых знаний ЦБ естественно рассматриваются как ключевые игроки в разрабатываемых сейчас макропруденциальных рамках. Но именно здесь согласие заканчивается.

Области разногласий не менее важны. Нет согласия по вопросу о том, когда и каким образом должны быть урегулированы режимы монетарной политики, чтобы противостоять формированию финансовых дисбалансов. Одна точка зрения состоит в том, что режимы монетарной политики должны по-прежнему в основном концентрировать внимание на стабильности цен, почти так же, как они это делали до кризиса. Макроэкономические модели следует совершенствовать, чтобы они улавливали взаимосвязи между финансовыми факторами и реальной экономикой. Альтернативный подход, получающий все большую поддержку специалистов – применение макропруденциальных рамок полезно, но не достаточно.

Нет также согласия относительно режима монетарной политики, приоритет следует отдать процентной политике или политике балансовых счетов. Один подход исходит из аккомодативного характера монетарной политики, возможности снизить политические процентные ставки до нуля и удерживать их на этом уровне столь долго, сколько потребуется, агрессивно расширяя балансовые счета ЦБ. Другой подход предполагает, что подобные меры снижают стоимость обеспечения по заимствованиям и сдерживают восстановление после кризиса. К тому же, если суть проблемы – «слишком много долга в экономике», то как монетарная политика может стимулировать частный и общественный сектор аккумулировать еще больше долга?

Сферы разногласий отражают сложность поиска компромисса. Дискуссия только началась. Чтобы выбрать компас для продвижения вперед, нужна остановка для обработки доступных данных и их анализа. Три наблюдения могут быть приняты как рабочие гипотезы.

1. Монетарная политика внесла свой вклад в финансовый кризис. Гипотеза предполагает, что если монетарная политика отвечает только за краткосрочную инфляцию и не реагирует на финансовый бум, такая политика не в состоянии противодействовать формированию дисбалансов или даже будет поощрять их. Собрано довольно много данных, поддерживающих эту точку зрения. Годы, предшествовавшие кризису, отличали самые низкие с 1970-х годов «политические» ставки, даже отрицательные в реальном выражении. Например, для США данные ставки были ниже, чем обычно требуется для поддержания стабильной инфляции. Низкие процентные ставки могут стимулировать принятие риска (так называемый «канал принятия риска» монетарной политики). Самый сильный результат достигается, когда ставки необычно низки по историческим стандар-

там в течение продолжительных периодов или агенты полагают, что монетарная политика будет смягчена для разрешения дисбалансов.

2. Агрессивное и продолжительное смягчение монетарной политики и через процентные ставки, и через балансовые счета в качестве ответа на взрыв после финансового бума обладает серьезными ограничениями. Эти ограничения отражают сущность экономических взаимосвязей и их последствий для трансмиссионного механизма монетарной политики.

Не все рецессии одинаковы. Обычная рецессия в период нескольких десятилетий сразу после Второй мировой войны в развитых странах начиналась с ужесточения монетарной политики для борьбы с инфляцией или кризиса платежного баланса. Подъем был относительно непродолжительным, а так как финансовая система жестко регулировалась, рецессия не провоцировала развитие основного финансового кризиса, не сопровождалась ростом долга или обременением капитала. Даже когда долговое бремя было большим и возникали финансовые ограничения, более высокие темпы инфляции и рост номинальных цен активов снижали их со временем.

Текущая рецессия совершенно иная. Предшествующий бум был намного продолжительнее, долг и цены активов выросли больше, финансовый сектор был больше вовлечен, а инфляция была намного ниже и до, и после кризиса. Японский опыт начала 1990-х годов – наиболее яркий пример. Трансграничные данные показывают, что банковскому кризису предшествовал необычно сильный бум кредитов и цен на активы, поэтому кризис развивался рука об руку с потерями в выпуске. Это означает, что, даже если рост вернется к прежнему долгосрочному тренду, траектория выпуска останется ниже первоначальной. Соответственно, восстановление будет медленным и неуверенным. Это отражает смесь переоценок потенциального выпуска и роста во время бума, соответствующего неверного размещения ресурсов, особенно капитала, перетока долга и реального капитала, нарушений в финансовом посредничестве. Фискальная экспансия на волне кризиса добавила остроты этим проблемам, довела госдолг до угрожающего уровня. Все это снижает эффективность монетарной политики при разрешении взрывов и усиливает их нежелательные последствия. Все это становится очевидным, когда смягчение заходит далеко и охватывает финансовую систему. Экономика нуждается в ремонте балансов, но очень низкие процентные ставки вместе с фондированием ЦБ и закупками активов откладывают осознание потерь и погашение долга.

Тенденции смягчения монетарной политики стимулируют инвестиции в очень долгосрочные активы (например, строительство). Необходимо сжатие финансового сектора, но смягчение ограничивает стимулы этого. Финансовому сектору нужны здоровые доходы, но краткосрочные процентные ставки достигли нуля и кривая доходности изменилась, это сжимает процентную маржу банков, вынуждая их брать на себя больший процентный риск и, возможно, суверенный риск; а по мере снижения долгосрочных ставок это накладывает ограничения на страховые и пенсионные фонды. Пока продолжается смягчение, оно увеличивает риск ухудшения всех финансовых условий.

Когда надо преодолевать последствия основного финансового взрыва, монетарная политика скорее борется с симптомами, чем с причинами медленного восстановления. Она позволяет выигрывать время, но облегчает для политиков его растрату. Если рассматривать бум и взрыв вместе, финансовые циклы могут дать основания для новой формы несовместимости во времени. Известна несовместимость во времени в контексте инфляции. Политики могут стимулировать инфляцию, безуспешно пытаясь увеличить выпуск и занятость при росте цен и заработных плат. Со временем инфляция становится выше без улучшения в выпуске или занятости. В случае с финансовыми циклами конечным результатом может быть тренд снижения «политических» ставок в течение цикла и расширения балансовых счетов без улучшения финансовой и макроэкономической стабильности. Более того, эта форма несовместимости во времени еще более сложная. Во

время фазы бума лаг между формированием рисков и материализацией финансового стресса значительно продолжительнее, чем между избыточным спросом и инфляцией. Во время взрыва неспособность восстановить балансовые счета может оставить ЦБ лишь возможность выиграть время.

Все это представляет серьезные политэкономические вызовы для ЦБ. Один институциональный ответ на проблему несовместимости во времени – убедиться, что ЦБ эффективно изолированы от политического цикла. Это – ключ, но не единственный, к операционной независимости ЦБ. К сожалению, финансовые взрывы и агрессивный и продолжительный монетарный ответ на них могут подорвать такую независимость. Если правительства позволят общественному долгу расти сверх безопасных уровней, давление на независимость ЦБ будет расти. Расширительная политика балансовых счетов ЦБ еще больше угрожает их независимости. Закупки обязательств частного сектора делают ЦБ открытыми для критики, что они создают благоприятные условия некоторым секторам экономики за счет других и обязательств общественного сектора. Другой вариант, политика балансовых счетов может поставить под вопрос бюджетную независимость и репутацию под риск, так как они принимают финансовые риски. И хотя активы могут не быть точными субститутами, их замещение довольно высоко. Это усиливает уязвимость ЦБ перед финансовыми рисками и политическим давлением.

Отдельные провалы политики балансовых счетов отражает простой факт. ЦБ обладает монополией на процентную политику, но не на политику балансовых счетов. Почти любая политика балансовых счетов может или могла быть реализована правительством; наоборот, любая политика балансовых счетов, которую осуществляет ЦБ, воздействует на консолидированный счет правительства. Политику балансовых счетов следует рассматривать как часть этого счета. Например, ЦБ может закупать долгосрочные облигации, но она будет неэффективной, если управляющие госдолгом удлинняют срочность, чтобы добиться необычно низкой доходности. В этом случае сам смысл операционной независимости ЦБ становится не совсем ясным. Грань между монетарной и фискальной политикой размывается.

3. «Содержать дом в порядке» недостаточно. Это следует из двух обстоятельств. Первое: гибкие обменные курсы только ограниченно изолируют национальную политику от политики, проводимой в крупных экономиках. Для многих экономик, особенно малых, с крупным перерабатывающим сектором, обменный курс – слишком важная цена, чтобы позволить ей свободно колебаться (так называемая «боязнь плаванья»). Обменный курс – это то, что может привести к внутренней финансовой нестабильности. К тому же, целое – это больше, чем сумма частей в глобализированном мире, в котором рынки товаров и услуг, факторов производства и финансовых инструментов тесно интегрированы. Подход, концентрирующий внимание лишь на стране при формулировании политики и понимании экономики, становится неадекватным. Нужен более глобальный подход. Помимо влияния на взаимные связи между странами и валютными зонами, совокупные результаты будут различны в зависимости от того, сколько стран находятся в сходных условиях. Иными словами, корреляция условий между странами, или развитие от обычных до «глобальных» факторов, имеет большое значение. Глобальные факторы, хотя и являются для каждой страны независимыми («экзогенными»), неизбежно влияют на их коллективное поведение (то есть становятся «эндогенными»). У этого факта есть важные политические последствия. Перспективы динамики выпуска, инфляции или дезинфляции, финансовой стабильности или нестабильности, не могут оцениваться просто как сумма условий каждой страны, взятых по отдельности; они начинают играть роль общих факторов или взаимосвязей. Теоретически это обосновывает сдвиг от микро- к макропруденциальному подходу: отдельные страны не могут быть в безопасности, пока глобальная экономика не в безопасности, а их безопасность можно оценивать только в глобальном контексте.

Один из примеров, иллюстрирующих это положение, инфляция. Часто страны рассматривают рост товарных цен как «импортируемый», а, следовательно, экзогенный фактор, иногда они даже формально исключают импортные цены из индекса цен, измеряя «базовую инфляцию». Но рост товарных цен может быть результатом развития совокупной монетарной политики, в которой участвуют все страны. Товарные цены, устанавливаемые на аукционных рынках, более гибкие, чем цены на товары и услуги. Поэтому в первую очередь они должны регулироваться, что будет служить сигналом давления совокупного спроса, и дальше передавать инфляционное давление. Второй пример связан с распространением недавнего кризиса, который показал, в частности, важную роль обменных курсов. Чрезмерно низкие «политические» процентные ставки в основных промышленных странах в период, предшествовавший кризису, передавались остальному миру через сопротивление ЦБ укреплению обменного курса или в форме инвалютных интервенций, или через нежелание повышать политические ставки. Конечным результатом стало усиление и общее распространение необычайно аккомодативной глобальной монетарной политики в период рекордного глобального роста, способствовавшей буму глобального кредита и цен на активы и усиливавшей разрушения после взрыва. После кризиса слишком мягкая политика в основных экономиках вновь поощряет потенциально дестабилизирующие притоки валют и капитала в быстро развивающиеся страны, а разрыв между мировым ростом и процентными ставками вновь расширяется.

Предыдущий анализ помог идентифицировать широкий коридор, которым будут следовать ЦБ в предстоящие годы. Но он оставляет открытыми несколько проблемных вопросов.

1) больший упор на монетарную и финансовую стабильность требует урегулирования текущих политических рамок монетарной политики, которые бы ограничивали формирование финансовых нестабильностей, даже в условиях низкой и стабильной инфляции.

Необходимо также адаптировать монетарную политику, которая позволяла бы ЦБ ужесточать меры для противодействия формированию финансовых дисбалансов даже при подавленной краткосрочной инфляции. Это – не простая задача. Как результат, «узкая» концепция оценки деятельности ЦБ и монетарной политики – неподходящий вариант для будущего.

2) Существует потребность в переосмыслении ответов монетарной политики на финансовые взрывы, обусловленные дисбалансами. Монетарная политика должна делать все возможное для предотвращения развала финансовой системы, если развивается кризис. Но после того, как фокус смещается с управления кризисом на разрешение кризиса, приоритетом должен быть ремонт балансов и ускорение необходимых урегулирований в реальной экономике. Только тогда может быть восстановлена эффективность монетарной политики.

3) Операционная независимость ЦБ должна быть усилена. В противном случае будет невозможно эффективно разрешать последствия финансовых циклов. Операционная независимость является критически важной и для функции монетарной политики, и для функции макропруденциальной политики. Она также необходима для разграничения между предотвращением кризиса и управлением кризисом. В управлении кризисом участие правительства неизбежно, в предотвращении кризиса нужна автономия двух ветвей власти при принятии макропруденциальных решений.

4) Необходимо найти способы нейтрализации экстерналий, связанных с распространением монетарной политики в рамках валютных зон и влиянием отдельных ЦБ на глобальные монетарные условия.

Предстоящие вызовы огромны. Как минимум, чтобы выработать новый теоретический консенсус, необходимо разработать новые теоретические рамки и технические инструменты. Роль монетарных и финансовых факторов слишком периферийна в современных макроэкономических моделях. По сути, имеющиеся теоретические модели являются «реальными» моделями, но считаются «монетарными». К тому же, большинство из них не



учитывает влияние предпочтений риска и отношения к риску в подогреве экспансий и формировании противоречий. Дефолты, чрезмерные долги и неверное размещение физического капитала модели не учитывают. Недооценена также роль глобальных факторов.

Индикаторы в режиме реального времени формирования финансовых дисбалансов играют критически важную роль. Они могут направлять решения, касающиеся ужесточения монетарной и макропруденциальной политики для ограничения неустойчивых бумов, даже если инфляция остается подавленной. Более глубокое понимание эмпирических данных о взаимосвязи между финансовыми и бизнес-циклами станет полезным дополнением.

Но главный вызов по сути носит политэкономический характер. Во-первых, в предстоящие годы независимость ЦБ, скорее всего, окажется под растущим давлением. В некоторых юрисдикциях агрессивный ответ монетарной политики рассматривается как соответствующий текущим мандатам ЦБ, но со временем, как это ни парадоксально, подорвет их независимость. Как уже отмечалось, политика балансовых счетов размывает грань между монетарной и фискальной политикой. Закономерно встает вопрос, может ли данная политика быть передана правительственным ведомством? Очень низкая отдача на сбережения может генерировать серьезное напряжение между поколениями, если люди не могут накопить активы на старость. И это происходит в условиях, когда долги общественного сектора во многих странах продолжают угрожающе расти, что увеличивает вероятность «фискального доминирования». Проблема не нова, но вызовы не становятся от этого меньшими.

Во-вторых, перспективы более глубокой международной кооперации политики не ясны. Ей еще предстоит пройти проверку историей. У различных стран разные теоретические подходы к решению проблемы, даже когда их политические цвета одинаковы. И даже если страны смогут согласовать свои подходы, политикам будет трудно объяснить своим гражданам «отказ от собственных интересов». История учит, что только в особых условиях возможна международная кооперация. И нет никаких гарантий, что она будет опираться на правильный теоретический подход.

Если и будет выработана удачная модель оценки деятельности ЦБ, важно быть реалистами относительно того, что могут, и чего не могут достичь ЦБ. Ни один монетарный или финансовый режим в истории не смог решить задачу обеспечения продолжительной монетарной и финансовой стабильности, ни золотой стандарт, ни стандарт неполноценных денег. Попытки поставить финансовую систему на «автопилот» посредством строгих правил, ограничивающих власти в дискретной политике, провалились. Опыт дискретной политики также не дал желаемых результатов. Следовательно, как минимум, существует потребность в управлении ожиданиями. В докризисный период казалось, что ЦБ всемогущи, но оказалось, что финансовая стабильность – ахиллесова пята центральных банков.

*Автор реферата – В.В. Кузнецова,  
доцент МГУ им. М.В. Ломоносова*

## Раздел III

# КРИЗИС И МИРОВАЯ ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА

Стефану С.

### БУДУЩИЕ БАНКОВСКИЕ СИСТЕМЫ: МЕНЬШЕ, НО БЕЗОПАСНЕЕ

Stephanou С.

**Smaller but Safer? // Crisis response. – Wash.: World Bank, 2009. – N 3. – P. 1–6. –  
Mode of access: <http://www.worldbank.org/documents/CrisisResponse/Note3.pdf>**

Вице-президент группы Всемирного банка обосновывает необходимость изменений в архитектуре будущих национальных банковских систем после завершения глобального финансового кризиса.

Глобальные тенденции последних десятилетий в сфере финансов могут быть пересмотрены в ближайшем будущем. К тому же структура финансовых систем, особенно в промышленно развитых странах, скорее всего, станет в большей степени ориентироваться на традиционную банковскую деятельность, а не на рынки капитала.

Пока еще рано делать выводы об изменениях, которые принесет финансовый кризис в финансовые системы в мире. Много будет зависеть от продолжительности кризиса, политических антикризисных мероприятий, реформ в финансовом регулировании. Учитывая неопределенности, можно выделить несколько направлений предстоящих изменений.

Финансовый кризис привел к перелому четырех общих тенденций, которые характеризовали финансовые системы в последние десятилетия:

- 1) более значительный рост глобальных финансовых активов по сравнению с ростом лежащей в их основе экономической деятельности;
- 2) растущая финансовая интеграция;
- 3) сокращение роли государства в финансовых системах;
- 4) рост трансграничных частей в капиталах финансовых институтов.

Опережающий по сравнению с реальной экономикой рост финансовых систем, измеренный активами, прибылью, вкладом в ВВП, капитализацией фондового рынка, занятостью или иными показателями, стал одной из основных экономических характеристик последнего десятилетия. Движущими факторами этого роста были: увеличение среднедушевых доходов и мирового благосостояния; переход экономических систем к рыночной экономической модели и увеличение доли сектора услуг; старение населения в промышленно развитых странах; глобализация и финансовая либерализация.

В то же время рост финансовых систем вызвал формирование макроэкономических дисбалансов и пузырей активов; он также нашел отражение в увеличении задолженности и леввериджа в финансах как корпораций, так и домашних хозяйств. Резкое снижение цен на рынке капитала и объемов эмиссий уже стали менять тенденцию роста. Вместе с более жестким регулированием финансового рынка этот процесс может стать началом возврата к традиционному банкингу, что будет сдерживать будущий рост размеров финансовых систем. В результате фискальной экспансии, предпринятой для вывода экономик из кризиса, изменится состав обращающихся на рынках финансовых активов – сократится доля ценных бумаг частного сектора в пользу государственного.

Рост финансовой интеграции между странами, выражающийся в увеличении трансграничных инвестиций в финансовые активы или в других индикаторах, стал еще одной

важной чертой последних десятилетий. Отчасти данную тенденцию объясняет устранение юридического контроля над потоками капиталов. Ее также поддерживали улучшения в информационных технологиях, финансовое дерегулирование, кругооборот доходов между экспортно-ориентированными странами, особенно на Среднем Востоке и в Азии, и развитие глобальной экономической интеграции. Глобальные масштабы рецессии и антикризисные меры – некоторые из них уже провозглашают «финансовый протекционизм» – вероятно, вызовут смену данной тенденции, по крайней мере, на время.

Более жесткое финансовое регулирование и возврат к контролю над капитальными операциями в некоторых странах могут приостановить развитие глобализации на какое-то время, особенно, если эти действия будут сопровождаться протекционистскими мерами.

Прямое участие государства в финансовых системах знаменуют собой отход от общемировой тенденции последних десятилетий, которая часто была обусловлена неспособностью государства содействовать развитию сферы финансов.

Кризис начал подталкивать к фундаментальному переосмыслению роли государства в финансовой системе, не просто в связи с ужесточением надзора, но и из-за расширения государственной собственности, особенно в странах, столкнувшихся с кризисом. Следствием будут сокращение опоры на рыночный механизм для достижения поставленных целей в финансовом секторе и свертывание финансовой либерализации в странах с формирующимся рынком (или отказ от нее). Кризис пока не привел к широкомасштабным требованиям населения, чтобы власти взяли на себя большую ответственность в сфере пенсионного обеспечения граждан, но вскоре такие требования могут прозвучать.

Во многих странах (как развитых, так и с формирующимся рынком) потребность в возобновлении кредитования реального сектора в ответ на делеверидж финансового рынка и переоценка риска заставили правительства расширить функции государственных финансовых институтов и использовать прямые кредитные линии и гарантийные схемы. Это может вовлечь правительства в процесс принятия решений по размещению ресурсов недавно национализированных банков.

Сокращение государственной собственности в финансовом секторе в некоторых регионах происходило одновременно с увеличением иностранных инвестиций в капиталы финансовых учреждений. Это было обусловлено рядом факторов, включая расширение глобальных торговых связей, рост ТНК, приспособление переходных экономик к глобальной финансовой системе, консолидацию и концентрацию основных финансовых институтов.

Вслед за изменением общих глобальных тенденций произойдут изменения в структуре финансовых систем и в развитых странах, и в странах с формирующимся рынком.

*Промышленно развитые страны.* Будущее такой важной глобальной тенденции, как увеличение активности конгломератов в финансовой системе и преодоление границ между продуктами, рынками и игроками – пока остается неопределенным. Даже при отсутствии политических мер, которые разграничивают банковскую и инвестиционную деятельность, урок кризиса для финансовых институтов состоит в следующем:

а) финансовым учреждениям не следует уходить за рамки своей основной деятельности (например, выпускать кредитные дефолтные свопы);

б) монетарным властям нельзя принимать различные регулятивные меры, типа значительного повышения капитальных требований к банковским торговым портфелям в рамках пересмотра соглашения Базель–2. Это меняет условия конкуренции.

В группе промышленно развитых стран крупнейшие сдвиги могут произойти в США. Финансовая система США во многом уникальна, поскольку в ней существенно большую роль играют институциональные инвесторы и другие небанковские финансовые институты, а также больше используются инструменты рынка капитала, включая секьюритизацию. Структура банковской системы может существенно измениться: увеличится концентрация вокруг нескольких универсальных мегабанков (если такие банки не рухнут по-

сле свертывания государственных программ поддержки или ужесточения финансового регулирования); уменьшится активность торговли долями собственности; возродится банковская модель уникальных инвестиций и традиционная деятельность – коммерческое кредитование и прием розничных депозитов. Вторичный рынок ипотек также претерпит значительные изменения: доминирующие игроки сейчас находятся в сложном финансовом положении (Fannie Mae, Freddie Mac), объемы их деятельности сократятся, сами институты будут ликвидированы или приватизированы.

Несколько типов небанковских финансовых посредников – ипотечные кредиторы, финансовые компании, структурированные механизмы, хедж-фонды – были сильно затронуты кризисом. В результате наряду с усилением регулирования их деятельности эти институты, вероятно, столкнутся с относительным снижением их роли. Как и при прежних кризисах, уникальное разнообразие финансовой системы США, по-видимому, возродится в форме новых институтов и бизнес-моделей, хотя развитие в будущем будет зависеть от масштабов и сущности нового регулирования.

В Европе после кризиса вряд ли произойдет изменение основной структуры финансовых систем. Но европейские банки, которые сильнее обременены задолженностью и имеют в своих балансах больше трансграничных активов, столкнутся с необходимостью провести более серьезные преобразования своих балансов и бизнес-моделей. К тому же антикризисные меры государства могут привести к большей концентрации и усилению упора на национальные системы. Это может сдержать движение к формированию единого европейского рынка финансовых услуг.

Процесс делевериджа и принимаемые в ответ регулятивные меры, скорее всего, вызовут сокращение рынка секьюритизации, для которого будет характерно более высокое качество страхования и более простые технологии. Взрывной рост рынка кредитных дериватов, вероятно, также завершается; начнут применяться институциональные механизмы и стандартизированные инструменты, что может способствовать снижению риска контрагента (например, создание централизованного клиринга).

На рынке страхования институты-андеррайтеры кредитного риска (например, учреждения, специализирующиеся на финансовых гарантиях, и крупные диверсифицированные страховщики типа AIG) были в наибольшей степени затронуты финансовым кризисом. Компании страхования жизни также могут столкнуться с серьезными последствиями кризиса. Значительные потери в отдаче от инвестиций, обусловленные сокращением цен на активы, на ценные бумаги с высоким рейтингом одновременно с увеличением обязательств могут привести к проблемам и стимулировать дальнейшую консолидацию в отрасли.

*Страны с формирующимся рынком.* Базовая структура финансовых систем большинства стран этой группы не должна сильно измениться, поскольку здесь доминирующую роль по-прежнему играют банки, а рынки капитала в целом менее развиты. Но финансовые системы этих стран различны. Многие будут зависеть от того, каким образом и как сильно они окажутся затронуты кризисом. Существенное изменение в трансграничных потоках капитала болезненно скажется на странах, чьи банки и компании слишком зависели от зарубежных заимствований. Некоторые из этих стран, включая страны Центральной и Восточной Европы, уже сталкиваются со значительными трудностями финансирования. Предстоит увидеть, будет ли уход иностранных банков с неключевых рынков ограниченным и упорядоченным или же потребуются интервенции правительств для предотвращения коллапса основных подразделений таких банков в других странах.

Кризис также может стимулировать экспансию «Юг – Юг» в сфере финансовых услуг в отдельных регионах, например, китайских финансовых институтов в Азии. Кризис окажет сдерживающее воздействие на развитие рынков капитала в ряде стран с формирующимся рынком, где иностранные инвесторы были важными участниками местных рынков для поддержания их ликвидности и общего развития.

Страны с крупными национальными институциональными инвесторами будут в лучшем положении. Возврат крупных национальных корпораций на внутренний рынок капитала для финансирования может даже ускорить развитие таких рынков, так было в Чили в конце 1990-х годов.

Наконец, резкое снижение цен на ценные бумаги серьезно ударит по портфелям пенсионных фондов стран с формирующимся рынком, особенно в Латинской Америке, Центральной и Восточной Европе, и промышленно развитых стран. Эти фонды не столкнутся с проблемой неплатежеспособности, так как в основном они функционируют на основе взносов. Но и в этом случае сокращение пенсионных накоплений, по крайней мере отдельных возрастных когорт населения, может привести к серьезным социальным проблемам. Отдельные правительства могут поставить вопрос о необходимости новых частных пенсионных систем и попытаться свернуть реформы, вернуться к прежним пенсионным системам. Уход с рынка частных пенсионных фондов станет основным ограничителем попыток развить национальных институциональных инвесторов, что будет сдерживать развитие национальных рынков капиталов в странах с формирующимся рынком.

Для облика будущих финансовых систем последствия кризиса пока неочевидны. Так, год назад трудно было предсказать крах инвестиционных банков и национализацию ряда крупных банков в промышленно развитых странах. Но глобальные финансовые тенденции, которые были характерны для прошлых десятилетий, могут быть пересмотрены в ближайшем будущем. Финансовые системы, частично и в развитых странах, станут меньше ориентироваться на рынок капитала, а будут делать больший упор на традиционную банковскую деятельность. Это, скорее всего, окажет негативное воздействие на экономический рост и общее благосостояние.

*Автор реферата – В.В. Кузнецова,  
доцент МГУ им. М.В. Ломоносова*

## **СТАБИЛЬНОСТЬ МЕЖДУНАРОДНОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ**

В обзоре работ К. Нуайе, рассматривается стабильность международной финансовой системы как признак ее оздоровления, а также способы обеспечения этого, включая необходимость скоординированного изменения валютных курсов.

Нынешний финансовый кризис, зародившийся в одной стране, США, очень быстро стал глобальным, поскольку финансовые рынки тесно взаимосвязаны в мировом масштабе, что обусловило неразрывную связь между национальной и международной финансовой стабильностью. Углубление финансовой интеграции в течение последних десятилетий привело к значительному перемещению сбережений из одних стран в другие. В дополнение к этому рост международных потоков капиталов способствовал возникновению диспропорций по текущим статьям платежных балансов разных стран, которые приобрели устойчивый характер. Многие специалисты считают указанные диспропорции главной причиной кризиса. Хотя К. Нуайе не поддерживает этой точки зрения, он все-таки полагает, что кризис и диспропорции имеют некоторые общие причины.

Международные потоки капиталов способствовали тому, что страны становились все более взаимосвязанными и взаимозависимыми. К тому же за последние десятилетия международные условия претерпели значительные изменения. Валютная и финансовая система стала «многополярной» (multipolaire). Все большее число стран – как развитых, так и развивающихся – становились активными участниками мировых финансовых рын-

ков. В настоящее время существуют три крупных валютных блока, в будущем к ним присоединится еще один – блок юаня, за которым могут последовать и блоки других валют.

Формы участия в международной финансовой системе все более диверсифицируются в зависимости от экономического и демографического положения стран, уровня их развития и, что особенно важно, от выбора направления социальной политики. Эти различия между странами сохраняются надолго, что не позволяет точно определить формы сосуществования и взаимодействия национальных финансовых систем. Оптимисты считают возможным создать конфигурацию международного движения капиталов с учетом интересов стран с формирующимися рынками и США. Пессимисты, в том числе сторонники позиции «нехватки активов», полагают, что для этого в мире недостаточно ликвидных и безрисковых активов. При этом распределение таких активов между регионами мира носит асимметричный характер. Чрезмерный спрос на ценные бумаги, номинированные в долларах, компенсируется постоянным притоком в США капиталов из стран с формирующимися рынками. Это является главной причиной наблюдающегося в последние десятилетия общего оттока капиталов из бедных стран в богатые, что позволяет объяснить, почему постоянная асимметрия между странами в области финансового развития вызывает одновременно диспропорции в платежах и спекулятивные пузыри. Поскольку американская финансовая система не производит достаточного количества надежных активов, финансовый сектор был вынужден фабриковать такие активы с помощью секьюритизации долговых обязательств с различными сроками действия.

Международная финансовая стабильность (*stabilité financière interne*) и внешняя финансовая стабильность (*stabilité financière externe*) являются двумя сторонами одной и той же проблемы. Несовершенство национальных финансовых систем – с одной стороны, и нарушение международных финансовых потоков – с другой, создают и усиливают диспропорции. В конечном счете, результатом этого может стать усиление финансовой нестабильности. Международные финансовые связи могут быть источником растущей уязвимости национальной экономики, в том числе, наиболее крупных стран.

Поскольку международная финансовая нестабильность проявляется в различных формах, оценить ее последствия очень трудно. Так, волатильность потоков капиталов или валютных курсов может отражать изменение фундаментальных показателей, а эволюция цен на активы или сырье может зависеть от соотношения между спросом и предложением или от деятельности спекулянтов.

Поведение большинства стран во время кризиса показало, что они были наиболее чувствительны к последствиям нестабильности потоков капиталов и старались защититься от таких последствий. Многие страны с формирующимися рынками и даже развитые страны испытывали нехватку ликвидных средств в долларах. Эта проблема решалась путем заключения соглашений о валютных свопах между центральными банками. Кризис напомнил, что большая часть международных ликвидных средств поставляется частными операторами и представлена требованиями к частным институтам. В этом процессе существенную роль играют межбанковские рынки.

Значение международной ликвидности с особой яркостью проявилось в период обострения финансового кризиса после краха американского инвестиционного банка Lehman Brothers в сентябре 2008 г. Одновременное падение производства и внешней торговли в большинстве стран во многом было связано с обострением проблем международной ликвидности. В один момент во всем мире ликвидность иссякла. Международные банки вдруг столкнулись с нехваткой долларов. Предприятия стали осуществлять тезаврацию ликвидности. Инвестиции и часть производства внезапно остановились. В условиях наступившего шока на смену частной ликвидности пришла государственная ликвидность. Государство стало играть роль кредитора в последней инстанции. Когда стало ощущаться нехватка ликвидности в иностранной валюте, в ход пошли официальные валютные резервы.

После кризиса 1997-1998 гг. страны с формирующимися рынками стали накапливать валютные резервы. Среднее отношение валютных резервов к ВВП в этих странах возросло с 4% в 1990-х годах до более 20%. Сегодня невозможно утверждать, что спрос на валютные резервы снизится, напротив, весьма вероятно, что он сохранится, если не возрастет после кризиса. Но никакая сумма валютных резервов полностью не защитит открыто финансируемую экономику от системного шока. Интересно отметить, что такая страна, как Южная Корея, которая до кризиса имела значительные валютные резервы и режим гибких валютных курсов, заключила соглашение о валютном свопе с ФРС США.

В ходе кризиса валютные резервы использовались для обеспечения как внутренней, так и внешней финансовой стабильности. Центральные банки, особенно стран Латинской Америки, играли роль долларовых кредиторов в последней инстанции в отношении национальных коммерческих банков. Открытие национальных финансовых систем и международная финансовая интеграция приводят к тому, что национальные банки все больше вовлекаются в операции с иностранной валютой и предъявляют все больший спрос на поддержку ликвидности в случае возникновения шоков.

В нынешних условиях существует неизбежный арбитраж между открытием финансовой сферы, с одной стороны, и необходимостью защиты от вызванной внешними факторами финансовой волатильности – с другой. Для будущего важно знать, можно ли улучшить этот арбитраж и избежать издержек и нарушений, связанных с увеличением валютных резервов и/или ограничений международной мобильности капиталов.

На ближайшие десять лет можно предусмотреть два различных сценария эволюции международной финансовой системы.

1. На финансовых рынках могут развиваться процессы постепенной фрагментации в различных регионах мира, при этом счета капиталов в платежных балансах не будут открываться. Напротив, будут возникать все новые барьеры в форме контроля за движением капиталов, либо в форме национального регулирования, направленного на сохранение местных резервов капитала и ликвидности. Конвергенция национальных финансовых систем и регулирования будет слабой. Валютные резервы будут продолжать расти как в абсолютных размерах, так и в отношении к мировому ВВП. Этот сценарий можно рассматривать как единственный реалистичный ответ на растущее разнообразие, характеризующее многополярный мир. Пока трудно предугадать последствия развития по такому сценарию. Понятно, что диспропорции по текущим счетам платежных балансов будут зависеть от государственной политики, а конкуренция правил регулирования будет определять локализацию финансовой деятельности и распределение сбережений. В отсутствие некоторых правил игры в отношениях между странами, естественно, появятся новые напряженности по поводу их национальной и международной макроэкономической политики.

2. Противоположный сценарий характеризуется полным открытием счетов капитала в платежных балансах, сопровождающимся более или менее интенсивной конвергенцией национальных финансовых систем и регулирования. Это будет способствовать формированию единого мирового финансового рынка, эффективному распределению сбережений между странами и упорядоченному финансированию диспропорций в текущих счетах. Опыт показывает, что открытая международная финансовая система по существу нестабильна и что она сильно зависит от прочности инфраструктуры. Особое значение при этом имеют два элемента инфраструктуры. Во-первых, страны могут прийти к согласию относительно основных принципов регулирования развития и функционирования финансовых рынков, так как полная гармонизация не только нежелательна, но и невозможна. В то же время дивергенция, связанная с политическим выбором, может иметь серьезные дестабилизирующие последствия. Во-вторых, следует продолжать поиски путей обеспечения эффективной финансовой безопасности. Для достижения мирового процветания большое значение будет иметь стабилизация спроса на международные валютные резервы. В настоящее время страна может накапливать резервы только за счет активного сальдо

своего платежного баланса. Если стерилизация активного сальдо затруднена или невозможна, накопление резервов приводит к нежелательным последствиям для денежно-кредитной и макроэкономической политики, а также для других стран. Все страны заинтересованы в том, чтобы найти способы отделить накопление резервов от управления валютными курсами.

Хотя никто не может претендовать на совершенное понимание будущей динамики, ясно одно: страны должны сотрудничать в построении более надежной международной финансовой системы.

Для решения проблем нынешнего финансового кризиса следует использовать различные способы. Валютные отношения являются одним из важнейших факторов разрешения кризисных проблем. Наличие различных валютных режимов отрицательно влияет на положение отдельных стран и мира в целом. Например, такие страны, как Южная Корея и Бразилия, страдают от того, что Китай или другие страны имеют отличный от них валютный режим. Между тем все убеждены в необходимости упорядоченной эволюции (*évolution ordonnée*) валютных курсов, темпы которой должны быть предметом обсуждений. Проще говоря, нужно, чтобы китайцы больше потребляли и меньше сберегали, чтобы они потребляли больше благ, производимых как в самом Китае, так и за рубежом. В то же время уровень сбережений в США должен повышаться.

К. Нуайе отвергает мнение некоторых специалистов (например, министра финансов Бразилии) о том, что сегодня в мире происходит валютная война. По его мнению, это положение противоречит духу сотрудничества, развиваемого в течение трех последних лет в рамках «группы 20» (G20). Конечно, ситуация с валютами в мире сложна, поскольку темпы экономического роста в разных странах различны. Промышленно развитые страны выходят из кризиса более уязвимыми, чем казалось раньше: США с очень ослабленным рынком недвижимости, страны Европы – с огромными бюджетными дефицитами и государственными долгами. Страны с формирующимися рынками, в меньшей степени пострадавшие от кризиса, имеют более высокие темпы экономического роста, что стимулирует международное движение капиталов и усиление волатильности рынков. Нормально, когда страны с более высокими темпами роста привлекают больше капиталов. Гибкость валютных курсов, которая является одним из правил функционирования мировой экономики, должна способствовать поглощению части напряженностей, возникающих между странами с наиболее и наименее динамичным экономическим развитием.

Чрезмерная волатильность валютных курсов и потоков капиталов создает дополнительные риски для стран с формирующимися рынками: риски пузырей цен на активы, риски слишком быстрых изменений цен и др. К инструментам борьбы с этими несовершенствами относятся такие макроэкономические механизмы, как налогообложение финансовых операций и манипулирование обязательными резервами, как это делается, например, в Китае. Если этих мер окажется недостаточно, единственным решением станет диалог с целью совместного поиска согласованных мер по достижению более уравновешенного роста, по стимулированию внутреннего спроса в одних странах и его ограничению в других.

Надзор над валютными курсами не является новой ответственностью для МВФ – она была доверена ему с первых дней его существования. Сегодня между ведущими валютами действует режим свободного плавания, движение капиталов приобрело огромные масштабы, возросло число стран, активно участвующих в мировой экономике. В этом сложном мире необходимо развивать межстрановое сотрудничество в валютной сфере, которое, однако, не может быть налажено за один день. Тем не менее, проблемы заниженного курса китайского юаня могут решаться только путем согласования. В этом отношении заслуживает одобрения программа правительства Китая, направленная на увеличение доли внутреннего спроса в обеспечении высоких темпов роста китайской экономики.

Сегодня мир находится в сложной переходной фазе. Президент Франции Н. Саркози выдвинул идею реформы международной валютной системы, которая была



воспринята с известным скептицизмом. Однако сегодня эта идея приобрела актуальность и включена в перечень задач, которые предстоит решать G20.

Касаясь проблем завышенного курса (*surévaluation*) евро, К. Нуайе подчеркивает, что курс евро в отношении других валют повышается не в одиночку: так происходит и с валютами других стран, в том числе крупных азиатских и латиноамериканских стран с формирующимися рынками. Изменение курса евро является важным фактором, влияющим не только на среднесрочные темпы роста, но и на инфляцию. Европейский центральный банк с самого начала своего существования учитывал курс евро при анализе рисков для стабильности цен в зоне евро. Так происходит и в других валютных зонах мира.

ФРС США действует в соответствии с эволюцией американской экономики. Сегодня экономическое положение по обе стороны Атлантики различно: в США уровень инфляции более низок, чем в зоне евро; при этом некоторые экономисты не исключают риска дефляции в США. В этих условиях ФРС не будет проводить политику снижения курса доллара. Как известно, в рамках «группы 7» (G7) заключено соглашение о стабильности на валютном рынке, в соответствии с которым валютные курсы должны определяться фундаментальными экономическими показателями, а также следует избегать чрезмерной волатильности и беспорядочного изменения валютных курсов. Желание иметь надежную валютную систему для обеспечения более быстрого, стабильного и уравновешенного роста мировой экономики заставляет страны-члены G20 вести поиски решения соответствующих проблем. Но для этого потребуется время.

### Литература:

1. Noyer Chr. La stabilité financière internationale. – Mode of access: <http://www.banque-france.fr/fr/instit/telechar/discours/2010/pdf>
2. Noyer Chr. Il faut une évolution ordonnée des taux de change. – Mode of access: <http://www.banque-france.fr/fr/instit/discours/20101014-rtl.htm>
3. Noyer Chr. La surévaluation de l'euro est une vision simplificatrice. – Mode of access: <http://www.banque-france.fr/fr/instit/discours/20101027-les-echos.htm>

*Автор обзора – Л.А. Зубченко,  
канд. экон. наук, ИНИОН РАН*

### ФОРМИРОВАНИЕ НОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ: ПОЗИЦИЯ МВФ

#### *Shaping the new financial system. /*

**Vinals J., Fiechter J., Pazarbasioglu C., Kodres L., Narain A., Moretti M. – Wash.: IMF, 2010. – N 15. – October 3. – 30 p. (IMF Staff position note)**

Эксперты Международного валютного фонда (МВФ) анализируют предложения по реформированию глобальной финансовой системы, поступившие от МВФ, «группы 20», Совета по финансовой стабильности и Базельского комитета по банковскому надзору.

За три года, истекших с начала финансово-экономического кризиса, много сделано для реформирования глобальной финансовой системы. Однако немало еще предстоит сделать. Программа реформ, одобренная на встрече «группы 20» (G-20) в 2009 г., подтолкнула дискуссии на самом высоком политическом уровне с особым вниманием к вопросу о выработке со-

гласованного набора глобальных правил и норм регулирования. Эта программа будет иметь далеко идущие последствия для глобальной финансовой системы и мировой экономики.

В программе финансовых реформ G-20 ключевая роль в поддержании финансовой стабильности и предотвращении ошибок, сделанных в годы последнего кризиса, отводится МВФ и Совету по финансовой стабильности (Financial Stability Board, FSB)<sup>1</sup>. Роль FSB в этом процессе вытекает из его исключительной способности служить форумом для дискуссий, в которых участвуют международные организации (в том числе вырабатывающие международные стандарты), представители национальных регулирующих ведомств, центральных банков и министерств финансов стран-членов этой организации.

Роль МВФ, в свою очередь, с учетом численности участников этой организации, его функций в области макрофинансового регулирования и обширного опыта в области двустороннего и многостороннего надзора и оказания технической помощи также уникальна.

Начавшиеся реформы, считают авторы, движутся в правильном направлении, но в будущем предстоит принять серьезные политические решения, в том числе на национальном и международном уровне. Важно, чтобы эти решения были обращены не только против рисков, которые создают отдельные банки, но и против рисков, которые связаны с работой небанковских учреждений и финансовой системы в целом. Недавние предложения Базельского комитета по банковскому надзору (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) направлены на существенные улучшения в области банковского капитала, в частности с точки зрения его качества и размера, но они касаются лишь отдельного сектора финансовой системы.

Реальный прогресс должен быть достигнут по ряду направлений, о которых много говорилось, но по которым мало что было сделано. Так, руководителям стран следует сосредоточить внимание на пяти ключевых целях реформирования финансового сектора:

- формирование такой системы регулирования, которая дает каждому участнику рынка законные и равные шансы для успешной деятельности;
- повышение эффективности государственного контроля;
- создание гармоничных механизмов разрешения проблем финансовых институтов на национальном и трансграничном уровне;
- формирование всеобъемлющей макропруденциальной системы;
- широкий подход к регулирующей деятельности: реформы должны затрагивать риски, которые исходят от финансовой системы в целом, а не только от банков.

Государственные власти, конечно, должны надлежащим образом ответить на недавний финансовый кризис, но и участники финансового рынка, в свою очередь, должны равняться на новую финансовую структуру, соответствующим образом изменяя свои бизнес-модели и практику финансовых операций. Роль регуляторов состоит не в том, чтобы «выстраивать» финансовую систему, а в том, чтобы направлять ее развитие с помощью соответствующих правил и норм.

В настоящее время широкое признание получила точка зрения, согласно которой кризис был подготовлен в результате значительной недооценки системного риска. Оглядываясь в прошлое, можно найти подтверждения того, как низкие процентные ставки, избыточная ликвидность и благоприятная макроэкономическая обстановка подталкивали частный сектор к принятию на себя чрезмерных рисков. Кредитные организации предоставляли займы, не проводя необходимой оценки платежеспособности заемщика, и создавали новые, все более сложные финансовые инструменты, стремясь получить высокие доходы. Многие регуляторы и надзорные ведомства пребывали в состоянии самоуспокоенности и никак не реагировали на появление уязвимых мест.

В результате национальные финансовые системы и трансакции претерпели деформации, которые выразились в таких процессах, как:

---

<sup>1</sup> The FSB был создан в апреле 2009 г. вместо Форума финансовой стабильности (Financial Stability Forum, FSF). – *Прим. референта.*

- усиление сложности и непрозрачности финансовых систем;
- чрезмерный уровень левеиджа финансовых учреждений и их высокая взаимозависимость;
- повышение риска ликвидности;
- действия крупных финансовых институтов, которые извлекали выгоды из сложившегося стереотипа «слишком большой, чтобы обанкротиться». Отсутствие рыночной дисциплины позволяло им занимать средства под льготные проценты, работать в условиях высокого левеиджа и пускаться в рискованные операции;
- перемещение финансового посредничества в теневой банковский сектор. Относительно слабо регулируемые небанковские финансовые учреждения преуспевали, поскольку не попадали под регулирующие нормы, установленные для банков.

До сих пор многие структурные характеристики, которые способствовали возникновению системных рисков, все еще сохраняются. Возможно, наиболее беспокоящее обстоятельство – это широкомасштабная государственная поддержка крупных финансовых игроков и рынков, чьи размеры эквиваленты в развитых странах 1/4 части ВВП. Такая поддержка обуславливает недостаточное внимание финансовых институтов к оценке возможных рисков и питает уверенность крупных банков в том, что их большие размеры и роль служат гарантией от банкротства. Остается актуальной также задача создания такой структуры государственного регулирования, которая одновременно способствует экономическому росту и снижению амплитуды циклических колебаний в экономике.

В будущем политика органов финансового регулирования должна быть направлена на то, чтобы обеспечить:

- лучшее удовлетворение потребностей домашних хозяйств и фирм в услугах и продуктах финансовых посредников;
- совершенствование управления и повышение прозрачности финансовой системы;
- формирование у финансовых институтов резервов капитала и ликвидности высокого качества, которые будут влиять на системный риск и сдерживать проциклическое поведение кредиторов;
- своевременную и с минимальными издержками для налогоплательщиков реструктуризацию финансовых учреждений, в том числе самых крупных;
- режим конкуренции в рамках финансовой системы, свободный доступ на финансовые рынки и уход с них;
- лучшее понимание рисков и контроль над ними в секторе небанковских учреждений, расширение периметра регулирования за счет включения в него всех системообразующих учреждений, рынков и инструментов.

Для достижения перечисленных целей необходимо укрепить структуру финансового контроля, в частности, решить пять ключевых задач в следующих областях.

1. *Сильное микропруденциальное регулирование, скоординированное на глобальном уровне.* Для этого надо повысить устойчивость финансовых институтов, обеспечить с помощью регулирования единые правила игры и равные возможности для всех участников рынка и минимизировать арбитражное регулирование, которое может нанести ущерб глобальной финансовой стабильности.

2. *Эффективный надзор.* Работа МФВ по оценке стандартов финансового сектора показывает, что страны часто запаздывают с отслеживанием ключевых рисков, которые надлежит контролировать, а также со своевременным принятием мер против них.

3. *Сильная и глобально совместимая трансграничная система разрешения кризисных ситуаций.* Такая система нужна для того, чтобы «глобальные по жизни» финансовые учреждения не становились «национальными в своей последний час».

4. *Макропруденциальная концепция регулирования.* Такой подход позволяет снизить «вклад» отдельных учреждений и рынков в системный риск и поддержать создание в пе-

риод хорошей конъюнктуры достаточных резервов капитала и ликвидности, которые будут использованы в трудные времена.

5. *Расширение периметра регулирования.* Он должен охватывать банки и небанковские учреждения, что даст возможность принимать меры в ответ на проблемы, возникающие в рамках всей финансовой системы.

Чтобы повысить устойчивость финансовых учреждений и финансовой системы в целом и сделать процесс банкротств более легким и плавным, необходимы определенные микропруденциальные меры.

*А. Микропруденциальное регулирование банковского капитала и ликвидности.* Банки вступили в кризис без адекватного запаса капитала и понесли серьезные потери. С самого начала кризиса МВФ предоставлял объективные оценки размера списания долгов глобальными банками, чтобы поднять на международном уровне вопрос о регулировании банковского капитала. Центральное место в программе реформ, предложенной G-20, занимают меры, направленные на снижение вероятности банкротств отдельных банков за счет уменьшения левериджа, формирования более надежных резервов капитала и ликвидности. Меры, предложенные BCBS<sup>1</sup> и поддержанные МВФ, включают:

- повышение качества капитала и создание его запаса на случай будущих кризисов, чтобы банк мог легче перенести потери;
- установление более тесной взаимосвязи между нормативными требованиями в отношении капитала и рисками, в том числе рыночным и кредитным риском;
- введение показателя левериджа в качестве надежной дополнительной меры к требованиям, учитывающим риск;
- введение мер защиты против нехватки ликвидности, в частности увеличение размера активов, которые могут быть быстро превращены в наличность и снижение рисков рефинансирования (продления кредитов) путем ограничения несоответствия требований и обязательств по срокам и малообеспеченных видов финансирования.

Главная проблема, касающаяся приведенных выше мер, – это воздействие реформ на предложение и стоимость кредитов, и, следовательно, на экономический рост. Изучение этого вопроса экспертами BCBS и FSB в сотрудничестве со специалистами МВФ привело к выводу, что повышение требований в отношении банковского капитала и ликвидности будет иметь очень незначительное неблагоприятное временное воздействие на валовой продукт и очевидные общие долгосрочные экономические выгоды<sup>2</sup>. Причем постепенное проведение реформ должно минимизировать их влияние на валовой продукт. Так, показатель левериджа предполагается вводить в опытный порядок начиная с 2013 г., а закончить этот процесс в январе 2019 г.

Существенное улучшение в обеспечении банков капиталом по сравнению с докризисным периодом может быть достигнуто на основе недавних предложений BCBS, которые отражены в таблице. Предусмотрено постепенное введение новых показателей с 1 января 2013 г. до 1 января 2019 г. К январю 2013 г. требования к основным показателям по капиталу составят: собственные средства к активам, взвешенным с учетом риска, – 3,5%; капитал первого уровня к активам, взвешенным с учетом риска, – 4,5%; общий капитал к активам, взвешенным с учетом риска, – 8%. К январю 2015 года финансовые институты должны увеличить эти нормативы до 4,5%, 6 и 8% соответственно.

<sup>1</sup> Strengthening the resilience of the banking sector. – Basel: Basel Committee on Banking Supervision, 2009. – December. – Mode of access: <http://www.bis.org/publ/bcbs164.pdf>;

International framework for liquidity risk measurement, standards, and monitoring. – Basel: Basel Committee on Banking Supervision, 2009. – December. – Mode of access: <http://www.bis.org/publ/bcbs165.pdf>

<sup>2</sup> An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements. – Basel: Basel Committee on Banking Supervision, 2010. – August. – Mode of access: <http://www.bis.org/publ/bcbs173.pdf>;

Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements. – Basel: Financial Stability Board, Basel Committee on Banking Supervision, Macroeconomic Assessment Group, 2010. – August. – Mode of access: <http://www.bis.org/publ/othp10.pdf>.

Такое повышение требований по капиталу подкрепляется созданием буферного капитала (capital conservation buffer), который составит в 2019 г. 2,5% от величины активов, взвешенных с учетом риска. Кроме того, нематериальные и квалифицируемые активы (в том числе активы по отложенному налогу, права по обслуживанию ипотечного кредита и т.д.), которые могут включаться в капитал, ограничены 15%.

Таблица

**Предложения BCBS по повышению требований  
к уровню достаточности капитала банков (проц.)**

	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.
Минимальный показатель «собственные средства к активам, взвешенным с учетом риска»	3,5	4,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Буферный капитал				0,625	1,25	1,875	2,50
Минимальный показатель «собственные средства к активам, взвешенным с учетом риска, и буферный капитал»	3,5	4,0	4,5	5,125	5,75	6,375	7,0
Минимальный показатель «капитал первого уровня к активам, взвешенным с учетом риска»	4,5	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Минимальный показатель «общий капитал к активам, взвешенным с учетом риска»	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Минимальный показатель «общий капитал и буферный капитал к активам, взвешенным с учетом риска»	8,0	8,0	8,0	8,625	9,25	9,875	10,5

**В. Укрепление системы надзора.** С начала кризиса действия правительств затронутых им стран были сосредоточены на укреплении механизмов регулирования. Однако принятие регулирующих норм и правил – это лишь одна часть решения проблем, поскольку для обеспечения их соблюдения необходима система надзора.

Хороший надзор предполагает наличие способности и желания к действию – именно этого не хватало государственным руководителям в начале кризиса. Всегда очень трудно заставить финансовые учреждения отказаться от какой-либо деятельности или сменить менеджеров. Предупреждающая система надзора должна быть адаптивной к меняющимся условиям и отслеживать процессы, которые находятся на грани регулирующих нормативов. Надзорные органы должны получить мандат на вмешательство не только в случае, когда отдельное финансовое учреждение уже оказалось в бедственном положении, а когда финансовая система в целом функционирует таким образом, что подрывается ее системная стабильность.

Акцент на укреплении надзора очень важен не только в отношении банков, но и финансовой системы в широком плане. Как показывают исследования, национальные системы надзора часто действуют недостаточно эффективно, в частности, это касается контроля ключевых рисков, своевременного принятия корректирующих мер, принуждения к соблюдению регулирующих норм и применения санкций против их нарушителей.

**С. Разрешение кризисных ситуаций.** События кризиса, когда крупные и транснациональные финансовые учреждения стали банкротами или оказались на грани банкротства, показывают необходимость эффективных методов и процедур, позволяющих выйти из кризисной ситуации. Хорошо проработанные механизмы санации учреждений, причем не

только банков и не только в национальных рамках, являются обязательным компонентом стратегии, направленной на поддержание глобальной финансовой стабильности.

Предложения BCBS, FSB, и МВФ по данному вопросу сейчас широко обсуждаются на различных международных форумах. Эти предложения сконцентрированы на способности крупных, транснациональных финансовых фирм преодолевать трудности и, в частности, на следующих вопросах:

- планы санации (их именуют «living wills») как инструмент, определяющий, какие шаги финансовое учреждение и государственные власти должны предпринять для предотвращения банкротства;

- эффективные режимы санации системообразующих финансовых учреждений при минимизации рисков для финансовой стабильности и государственного сектора;

- трансграничные механизмы санации и мероприятия по разделению финансового бремени;

- способность принимающих государств – при отсутствии эффективных трансграничных механизмов санации – заставить иностранный банк работать автономно под их юрисдикцией как дочерняя компания.

Планы санации являются важным шагом вперед и должны позволить, при правильном их исполнении, лучше подготовить отдельные фирмы к непредвиденным обстоятельствам и эффективному вмешательству государственных властей. Что касается принуждения иностранных банков к автономной работе под юрисдикцией принимающего государства, то здесь нужно тщательно взвесить все потенциальные выгоды и издержки. Дополнительным, но не замещающим другие механизмы, инструментом санации могут стать процедуры поручительства (bail-in), которые в настоящее время также широко обсуждаются.

МВФ недавно предложил «прагматичный подход» к вопросу о трансграничных механизмах санации, в том числе для небанковских учреждений. Центральное место в этом подходе занимает расширенный механизм трансграничной координации, который должен быть создан на основе многосторонних, не имеющих обязательной силы договоренностей между государствами. Последние должны согласиться со следующими четырьмя элементами предложенного МВФ плана:

- принятие законодательства, позволяющего местным властям принимать участие в сотрудничестве на международном уровне;

- соблюдение «базовых стандартов координации». Это необходимо для того, чтобы национальные надзорные органы и режимы банкротства были достаточно сильными и гармонизированными и чтобы режим банкротства национальных банков не содержал дискриминационных норм в отношении иностранных кредиторов;

- достижение договоренности по критерию и параметрам, которые будут использоваться в процессе разделения финансового бремени между странами;

- достижение договоренности о процедурах, которые будут «запускать» процесс санации максимально быстро и предсказуемым образом.

Чтобы сделать финансовую систему в целом более устойчивой, недостаточно принимать меры, касающиеся только отдельных учреждений. Традиционная микропруденциальная политика должна сопровождаться макропруденциальными мероприятиями, направленными на решение двух основных проблем – системного риска, исходящего от финансовых учреждений и от их взаимодействия, и циклического характера политики регуляторов и поведения рынков.

Выделены три направления макрополитики по повышению устойчивости финансовой системы в целом.

*А. Регулирование системообразующих финансовых учреждений (СОФУ).* Чтобы эффективно противостоять системным рискам и сформировать правильные границы системы регулирования необходимо, прежде всего, установить, какие учреждения являются

системообразующими. МВФ при участии Банка международных расчетов (BIS) и FSB разработал определение системного риска. Согласно этому определению, системный риск – это риск нарушения нормального хода предоставления финансовых услуг, который, во-первых, вызван повреждением всех или отдельных частей финансовой системы и, во-вторых, содержит потенциальную угрозу серьезных негативных последствий для реальной экономики. Из данного определения вытекают три критерия, касающиеся системной значимости финансового учреждения: *размер* (объем финансовых услуг отдельного учреждения); *замещаемость* (степень, в которой другие учреждения финансовой системы могут заместить услуги данного учреждения в случае его банкротства); *взаимосвязанность* (связи с другими учреждениями финансовой системы).

FSB и BCBS рассматривают различные подходы к регулированию СОФУ, в том числе с помощью пруденциальных норм, а также вопросы, связанные с оценкой необходимого для СОФУ уровня устойчивости и способности различных капитальных инструментов абсорбировать убытки в ходе текущей деятельности банков.

**В. Повышение устойчивости рынков.** Ключевой урок кризиса заключается в осознании того, насколько крупные убытки может понести финансовая система из-за выхода из строя или неэффективного функционирования рыночной инфраструктуры и отсутствия информации, на которой базируются финансовые решения. Разрушения, вызванные банкротством Lehman Brothers, показывают значимость устойчивости рынков и необходимость решения в ходе реформ регулирования системных проблем, возникающих на отдельных рынках (в частности, на несекьюритизированном межбанковском рынке, на рынке РЕПО, на внебиржевом рынке деривативов).

Кроме того, следует решить ряд проблем, связанных с поведением агентств кредитных рейтингов и их прозрачностью. FSB выступил с инициативой разработать принципы, которые позволят сократить влияние кредитных рейтингов на систему регулирования и надзора, а также на процесс принятия политических решений в целом. МВФ полагает, что рейтинговые агентства должны быть подвергнуты усиленному контролю, когда их рейтинги используются в целях регулирования.

Устойчивость рынков связана также с процессом секьюритизации кредитных продуктов, а также с повышением прозрачности операций и раскрытием информации.

**С. Борьба с проциклическостью.** Вероятность того, что слабость отдельных учреждений или рынков достигнет уровня, когда может возникнуть системный кризис, повышается из-за циклических колебаний – из-за кредитного цикла и, в более широком плане, бизнес-цикла. Этот критически важный аспект должен учитываться при проведении реформ, поскольку в некоторой степени проциклическость усиливается под влиянием финансового регулирования, стандартов учета и действий участников рынков. BSBC и FSB уже предприняли шаги по разработке и проверке специальных макропруденциальных инструментов, которые должны противостоять циклическости.

В более широком плане, существует необходимость в разработке руководства по управлению и институциональным мерам, которые нужны для эффективной интеграции монетарной и макропруденциальной политики. Важно определить, должен ли центральный банк использовать политику процентных ставок или другие монетарные меры в условиях накопления финансовых дисбалансов, особенно связанных с чрезмерным ростом кредитования или пузырем цен на активы. Следующие принципы должны помочь в определении тематики дискуссии:

1) цель финансовой стабильности не всегда взаимосвязана с целью стабильности цен, а потому для достижения этих целей требуются разные наборы методов и инструментов макропруденциальной политики;

2) центральный банк должен играть ключевую роль в разработке и использовании макропруденциальных инструментов, независимо от того, является он или нет главным финансовым регулятором;

3) соображения финансовой стабильности должны быть наиболее подходящим образом включены в процесс принятия решений в области монетарной политики;

4) официальные процентные ставки не должны механическим образом ориентироваться на финансовые дисбалансы, когда преследуется цель стабильности цен. Это позволит сделать процентную политику более симметричной в течение бизнес-цикла и сократить вероятность циклов «подъем-спад».

*Автор реферата – Г.В. Семеко,  
канд. экон. наук, ИНИОН РАН*

## **РОЛЬ ДИСБАЛАНСОВ В СОВРЕМЕННОЙ МЕЖДУНАРОДНОЙ ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЕ**

Глава Банка Англии Мервин Кинг в ряде работ анализирует роль, которую сыграли дисбалансы международной валютной и финансовой системы в развитии недавнего финансового кризиса, и проблемы их преодоления в будущем.

В условиях децентрализованной международной валютной и финансовой системы (МВФС) каждая страна преследует свои собственные интересы в ущерб коллективным задачам. В итоге сохраняется уязвимость глобальной экономики по отношению к рискам, связанным с дальнейшим нарастанием глобальных дисбалансов.

В сравнении с предкризисным периодом в 2009 г. спрос в ведущих странах мира уменьшился на 2,5 трлн долл., что эквивалентно 5% их совокупного ВВП. Хотя с помощью беспрецедентных мер регулирования и удалось избежать второй Великой депрессии, процесс выхода из кризиса затягивается и остается крайне неустойчивым.

### **Дисбалансы в глобальной экономике**

Характерными чертами современной МВФС, сложившейся после крушения в начале 1970-х годов Бреттон-Вудской системы, являются независимость стран в принятии решений в области валютной и финансовой политики и регулирования курса национальной валюты, а также свобода движения капитала. За десятилетие (1998–2009), предшествовавшее недавнему финансово-экономическому кризису, чистый поток капитала в мире более чем удвоился, и глобальные дисбалансы, обусловленные динамикой доли сальдо текущего платежного баланса в ВВП отдельных стран мира, достигли беспрецедентного уровня. С одной стороны, в ведущих промышленно развитых странах, таких как США и Великобритания, наблюдался значительный и стабильный рост дефицита текущего платежного баланса, а с другой, в странах с формирующимся рынком (СФР) (Китай и другие страны Азии, страны – экспортеры нефти) – увеличение профицита этого баланса. Такое нелогичное движение капитала – из стран со зрелой рыночной экономикой в страны с избыточной рабочей силой, недавно вступившие на путь формирования рыночных отношений, по меньшей мере, озадачивает. Оно противоречит одному из основных тезисов экономической теории, согласно которому потоки капитала, стремящиеся найти возможности для наиболее продуктивных вложений, перемещают сбережения из стран, в которых предельный (дополнительный) продукт капитала (*marginal product of capital*) ниже, в страны, где такой продукт выше. Выходит, на глобальные капитальные потоки влияют не только разница в предельном продукте капитала, но и другие факторы. В СФР (и это примечательный факт) основным покупателем иностранных активов был не частный, а государственный



ный сектор. В результате за последние 15 лет резервные активы (reserve holdings) этого сектора выросли более чем в десять раз.

Глобальный дисбаланс в движении капитала сопровождался ростом дисбаланса на мировой фондовой рынке. Так, у США нетто-позиция по внешним долговым обязательствам за десять лет увеличилась более чем в четыре раза, достигнув в 2008 г. 3,5 трлн долл. (то есть 25% ВВП), а у Японии и Германии – выросла соответственно до 1,7 трлн и 0,8 трлн долл. (то есть примерно до 35 и 25% ВВП). У Китая данный показатель в 2008 г. составил 1,5 трлн долл., или треть ВВП.

Одновременно с указанными тенденциями происходило снижение долгосрочных процентных ставок, что указывает либо на снижение инвестиций, либо на рост сбережений на глобальном уровне. Если такие изменения в инвестициях и сбережениях происходят в рамках отдельной страны, то это ведет к уравниванию входящего и выходящего потоков текущего платежного баланса (то есть к снижению его дефицита или увеличению профицита). Однако когда наблюдается усиление дисбаланса текущих платежей на глобальном уровне, это указывает на значительные сдвиги в соотношении «сбережения–инвестиции» в странах, где уже имеется профицит текущего платежного баланса. Как показывают статистические данные, хотя инвестиции были высокими и росли в странах с профицитом, объем сбережений здесь был еще выше и рос еще быстрее. Излишек сбережений в странах с профицитом стимулировал масштабный отток капитала в США и другие страны с дефицитом текущего платежного баланса.

В чисто расчетном плане отмечающийся в СФР рост доли сбережений в ВВП отражает два процесса. Рассмотрим их на примере Китая. Во-первых, речь идет о росте доли национальных сбережений в национальном располагаемом доходе (national disposable income), включая доход государства, компаний и домашних хозяйств. В Китае этот показатель к 2010 году превысил 50% против менее 40% в 2001 г. Во-вторых, отмечался рост ВВП Китая, и его доля в мировом валовом продукте с 2001 г. удвоилась.

Существуют три вероятные и взаимосвязанные причины роста внутренних сбережений в СФР:

1) многие страны проводили стратегию экспансии промышленного экспорта с целью создания рабочих мест, что обусловило необходимость поддержания конкурентоспособного обменного курса национальной валюты и накопления значительных валютных резервов;

2) вследствие азиатского кризиса 1990-х годов правительства решили накапливать резервы в целях предупреждения подобных событий;

3) слабое развитие финансов приводило к тому, что домашние хозяйства, не получая необходимых услуг на страховом рынке, были вынуждены самостоятельно заниматься страхованием нажитого имущества. Инвесторы, не имея возможности приобрести «здоровые» финансовые активы на внутреннем рынке, вкладывали деньги в активы промышленно развитых стран; компании, не получая должного финансового обслуживания, старались накапливать прибыль для будущих капиталовложений и т.д.

В свою очередь руководство промышленно развитых стран проводило политику, направленную на поддержание адекватного уровня совокупного спроса, обеспечивающего стабильную и низкую инфляцию. В некоторых случаях такой курс вызывал существенное повышение дефицита текущего платежного баланса. Казалось, что все страны находятся в выигрыше: СФР с высоким уровнем сбережений обеспечивают занятость населения, а страны с низкими сбережениями – быстрый рост реального потребления за счет снижения стоимости импортируемых промышленных товаров.

Стратегия обеих групп стран является рациональной, если оценивать ее с точки зрения собственных, национальных интересов. Однако действия, имеющие смысл на уровне отдельного рыночного игрока, при их агрегировании влекут за собой коллективные (сокупные) последствия для всех.

По оценкам ряда американских ученых<sup>1</sup>, если бы не было официальных покупок иностранными инвесторами ценных бумаг федерального правительства США, то в мае 2005 г. доходность 10-летних казначейских векселей была бы примерно на 80 базисных пунктов выше. Стремясь поддерживать доходы на предшествующем высоком уровне, инвесторы все больше ориентировались на доходность вложений и покупали финансовые продукты, часто под маркой «финансовых инноваций», что способствовало недооценке рисков. Эта тенденция подтверждается сокращением дифференциации между активами с различной кредитоспособностью (кредитным качеством) и созданием сложных финансовых инструментов с использованием леввериджа для генерирования высоких доходов. Такое принятие на себя рисков инвесторами стало возможным в силу неадекватности финансового регулирования и надзора.

Торговля всегда была ключевым фактором экономического роста и повышения стандартов уровня жизни населения. Среди стран, достигших наибольших успехов в экономическом развитии, немало таких, которые выбрали модель ориентированной на экспорт экономики. Например, Южная Корея, в настоящее время экспортирует ежедневно такой объем промышленной продукции, какой Египет экспортирует за месяц, и имеет ВВП на душу населения в пять раз выше египетского. Торговля не ограничивается товарами, все большую долю в ней занимают услуги, экспансия которых вызвана развитием информационных и коммуникационных технологий.

Торговля стимулировала развитие Китая и других СФР и принесла выгоды остальному миру, так как рост издержек на широкий круг торгуемых товаров и услуг получал понимание на рынке. Однако возникновение дисбалансов по счету текущих платежей оказало огромное влияние на глобальную структуру расходов. С 1998 по 2006 г. годовой валовой продукт в странах с высоким уровнем накопления вырос примерно на 10 трлн долл., что на 1 трлн больше прироста внутреннего спроса в таких странах. Подобное превышение прироста валового продукта над ростом внутреннего спроса стало возможным только благодаря тому, что потоки капитала на мировом рынке перемещались соответствующим образом. Страны с дефицитом капитала – преимущественно США, Великобритания, Австралия, страны зоны евро – за рассматриваемый период ежегодно увеличивали объем заимствований примерно на 1 трлн долл. Это создало условия для неустойчивой динамики внутреннего спроса, росту чистой задолженности и долгосрочных реальных процентных ставок, а в конечном счете усилило хрупкость финансовой системы, что стало очевидно с конца 2008 г. Предложение кредита в промышленно развитых странах уменьшилось, во всем мире появились признаки недоверия к финансовой системе, и частный спрос резко упал. Для смягчения падения производства правительствам пришлось принять беспрецедентные меры, что в итоге помогло остановить спад и преодолеть недоверие. Однако все эти меры лишь отсрочили требуемую адаптацию мировой структуры расходов, а потому долгосрочные реальные процентные ставки остаются неустойчивыми и низкими.

Необходимость в изменениях особенно отчетливо проявляется в периферийных странах зоны евро. Будучи не в состоянии поддерживать внутренние расходы за счет дальнейшего заимствования средств, они в настоящее время пытаются заместить внешний спрос на внутренние расходы. Основная проблема состоит в увеличении валового продукта до такого объема, который позволит обслуживать существующую задолженность и уменьшить безработицу. Решить ее крайне трудно в условиях валютного союза, без применения гибкого валютного курса для приведения внутренних цен в соответствие с внешними. Даже если это удастся, то бремя задолженности (в номинальном выражении) относительно дохода повысится. Рассматриваемые страны, таким образом, очень сильно зависимы от структуры расходов в других странах, и они получают большие выгоды от экспансии внутреннего спроса в странах с профицитным балансом текущих платежей.

---

<sup>1</sup> Warnock F., Warnock V. International capital flows and US interest rates // Journal of international money and finance. – 2009. – Vol. 28, N 6. – P. 903-919.

Страны могут еще длительное время проводить несогласованную политику, и несовершенства финансовой системы будут подталкивать их к этому. Одно из таких несовершенств заключается в том, что возможности страхования против колебаний обменных курсов ограничены, так как рынки несовершенны. Обменные курсы могут меняться непредсказуемым образом, а эта волатильность может вызывать крупные колебания производства и ненужные издержки, связанные с перемещением ресурсов и занятости. Режимы фиксированного, или управляемого обменного курса позволяют ограничить реальные экономические издержки чрезмерной волатильности.

У СФР есть два основных мотива для использования различных режимов управления валютным курсом: во-первых, снижая валютный курс, они обеспечивают успешность стратегии ориентированного на экспорт роста; во-вторых, учитывая уроки азиатского финансового кризиса 1990-х годов, они стремятся создать валютные резервы, чтобы подстраховаться на случай внезапного изменения в движении капитала.

Такая политика деформирует сбережения и обменные курсы, а также создает крупные потоки капитала, движение которых не связано с возможностями прибыльного реального инвестирования. Из-за несовершенств финансовых рынков как в заимствующей, так и в кредитующей стране, потоки капитала могут привести к неустойчивости, характеризующейся резкими перепадами.

Существуют «хорошие» и «плохие» дисбалансы. С одной стороны, преимущество глобализации состоит в том, что она делает возможными колебания сбережений, благодаря чему обеспечивается высокая доходность новых инвестиций. С другой стороны, дисбалансы могут быть симптомом деформации ценовых сигналов в экономике, что приводит к неустойчивой структуре потоков капитала и расходов, исправление которой обходится дорого. Необходимо оценивать дисбалансы с точки зрения того, каковы их последствия – «хорошие» или «плохие», то есть создают ли дисбалансы деформирующие экстерналии.

### **Реформирование международной валютной и финансовой системы**

Модель роста, основанная на взаимосвязанных дисбалансах и неправильной оценке риска, не была устойчивой: как показали недавние события, порожденный ею кризис создал угрозу всей финансовой системе. Финансовый кризис является закономерным воплощением современной МВФС, в которой глобальные финансовые дисбалансы совмещаются с быстрым ростом мобильности капитала. Изменение в доле неисполненных кредитов (non-performing loan) в 2007–2009 гг. и состояние текущего платежного баланса в отдельных странах мира, как свидетельствуют статистические данные, находятся в определенной взаимосвязи. В сравнении с Бреттон-Вудской системой современная МВФС доказала свою прочность в течение длительного времени. При этом она «сосуществовала» с более медленным и волатильным (в среднем) глобальным ростом; более частыми экономическими спадами; более высокой инфляцией и инфляционной волатильностью; более значительными дефицитами и профицитами баланса текущих операций, более частыми банковскими и валютными кризисами, а также внешними дефолтами (см. таблицу).

До некоторой степени средние показатели, характеризующие Бреттон-Вудскую и современную МВФС, скрывают существенные улучшения, произошедшие, в частности, после 1990 г. в сравнении с 1970-ми и 1980-ми годами. Однако если не брать в расчет инфляцию, то итоги бреттон-вудского периода были лучшими, чем итоги периода после 1990 г. Отсюда следует, что лучший результат возможен.

Потребность в «правилах игры», управляющих международными расчетами, периодически то ослабевает, то усиливается. Не удивительно, что в 2011 г. Франция выбрала международную валютную систему в качестве основного приоритета своего президентства в «группе 20» (G20). Почему этот вопрос не отдан на откуп рыночным силам? Дело в том, что существуют экстерналии, влияющие на международную валютную систему таким об-

разом, что действия одних стран ограничивают возможности действий других. Главная и наиболее явная экстернация – это характер взаимодействия развитых и развивающихся стран. Со времен крушения Бреттон-Вудской валютной системы в начале 1970-х годов самой значимой тенденцией был стремительный рост стран с формирующимся рынком (СФР) (прежде всего Китая, Индии, Бразилии, России). В ближайшие пять лет, по прогнозам, доля СФР в совокупном росте мирового валового продукта достигнет  $\frac{3}{4}$ .

Основной урок недавнего финансово-экономического кризиса состоит в том, что мир нуждается в лучшем глобальном механизме координации действий стран. Для предотвращения нового финансового кризиса должны быть предприняты реформы регулирования финансов и структуры банковской системы. Многие реформы уже начаты. Усовершенствованное финансовое регулирование поможет контролировать потоки, вызывающие глобальные дисбалансы. Но не следует слишком многого ожидать от регулирования: со временем оно может обмануть надежды и ослабнуть, а также могут возникнуть «протечки» капитала через границы и в теневою банковскую систему. Глобальная экономика останется уязвимой для рисков, связанных с дисбалансами, если не бороться с их первопричинами. Отсюда вытекает необходимость ребалансирования глобального спроса как ключевое условие устойчивого развития.

В принципе, все страны согласны с такой необходимостью развития. Но существуют различные подходы к вопросу о желаемом пути такого приспособления со стороны СФР с профицитом баланса текущих платежей, которые нуждаются в структурной перестройке экономики и отказе от опоры на экспорт, и промышленно развитыми странами с дефицитом текущего платежного баланса, которые находятся под тяжелым бременем задолженности частного и государственного секторов. Переговоры по поводу валютных конфликтов являются симптомом глубокого расхождения во мнениях относительно графика проведения реформ.

### Отобранные показатели достижений международной валютной и финансовой системы в разные исторические периоды

Период	Мировой валовой продукт на душу населения		Мировая инфляция		Экономические спады		Дисбалансы	Последствия кризисов		
	Среднегодовой рост, проц.	Волатильность, коэффициент вариации	В среднем, проц.	Волатильность, стандартное отклонение, процентные пункты	Доля лет с отрицательным показателем роста мирового ВВП, проц.	Доля лет с отрицательным показателем роста ВВП 20 ведущих стран, медианное значение, проц.	Профицит или дефицит к мировому ВВП, проц.	Банковские кризисы, количество в расчете на год	Валютные кризисы, количество в расчете на год	Внешние дефолты, количество в расчете на год
До золотого стандарта (1820–1869)	0,5	–	–	–	–	–	–	0,6	–	0,7
Золотой стандарт (1870–1913)	1,3	1,2	0,6	3,0	7	19	2,4	1,3	0,6	0,9
Между мировыми войнами (1925–1939)	1,2	3,3	0,0	4,6	21	27	1,2	2,1	1,7	1,5
Бреттон-Вудс (1948–1972), в том числе:	2,8	0,3	3,3	2,1	0	4	0,8	0,1	1,7	0,7
1948–1958	2,7	0,4	3,1	2,9	0	0	0,8	0,0	1,4	0,3
1959–1972	3,0	0,3	3,5	1,3	0	0	0,8	0,1	1,9	1,1
Современная МВФС (1973–2008), в том числе:	1,8	0,7	4,8	3,5	0	13	2,2	2,6	3,7	1,3
1973–1989	1,4	0,8	7,5	3,4	0	18	1,6	2,2	5,4	1,8
1990–2008	2,2	0,6	2,3	0,9	0	11	2,8	3,0	2,4	0,8

Для преодоления глобальных дисбалансов необходимо:

1) Сфокусировать дискуссии не на указанном расхождении во мнениях. Без достижения согласия по вопросу о сроках и инструментах приспособления политика СФР и промышленно развитых стран будут неизбежно вступать в конфликт.

2) Использовать различные инструменты регулирования, а не только регулирование обменных курсов. В частности, такие как: контроль притока капитала, развитие системы страхования, разработка планов по увеличению сбережений в странах с дефицитом баланса текущих платежей; структурные реформы для повышения спроса в странах с профицитом текущего платежного баланса, реформы управления международными финансовыми организациями и т.д.

Как следует реформировать действующие валютные договоренности? Если проблем много, то недостатка в предложениях, касающихся их решения, обычно нет. Так, со времен Бреттон-Вудса выдвигались многочисленные предложения, в том числе о переходе от фиксированного к гибкому валютному курсу, возвращении золотого стандарта, создании новой международной валюты, изменении структуры валютной корзины специальных прав заимствования (special drawing rights, SDR), отмене или введении контроля над движением капитала и т.д.

Меньше всего ясна эффективность подобных предложений. Чтобы оценить ее, необходимо тщательно проанализировать недостатки, или фрикционные издержки (frictional costs), которые обуславливают недостаточность решения проблем путем введения гибких обменных курсов. Ключевое значение, как представляется, имеют фрикционные издержки, связанные с резким падением производства и занятости, за которым могут последовать внезапное, резкое изменение в балансе текущих платежей, обменном курсе и коллапс финансовой системы. Азиатский и недавний глобальный финансовый кризисы являются яркой иллюстрацией того, насколько значительными могут быть такие издержки. Центральное место в любом предлагаемом решении занимает проблема, которую не удалось решить со времен конференции 1944 г. в Бреттон-Вудсе, – это асимметрия давления на страны с дефицитом и профицитом баланса текущих платежей, направленного на изменение их структуры расходов.

Рассматривая данную проблему, не надо отвлекаться от цели и переходить к такому вопросу, как изменение структуры корзины SDR. Поскольку SDR – это резервный актив, а не резервная валюта, то этот актив сам по себе не имеет отношения к возникновению неустойчивого уровня расходов и процентных ставок.

Наши предшественники отдавали себе полный отчет в существовании указанной центральной проблемы. В условиях Бреттон-Вудской валютной системы официальные представители США и Великобритании представляли проекты мер, направленных на обеспечение определенной симметрии обязательств стран и дефицитом и профицитом. Например, Дж.М. Кейнс в качестве части своего плана по созданию международной валютной системы (1941) предложил учредить Международный расчетный (клиринговый) союз (International clearing union) с правом наложения взыскания за большие профицит или дефицит. К этому он первоначально добавил предложение о новой валюте – банкоре (bancor). Его цель состояла в обеспечении симметрии обязательств стран.

С того времени из-за отсутствия эффективной системы обеспечения симметрии обязательств в странах-должниках и странах-кредиторах периодически возникали кризисы. Следует ли из этого сделать вывод, что в отсутствии мирового правительства установление новых «правил игры» является скорее лишь теоретическим упражнением? Конечно, судьба предложения Дж.М. Кейнса о Международном расчетном союзе не обнадеживает. Однако, как показывает опыт последних двадцати лет, огромные дисбалансы означают, что от их резкого корректирования страдает каждый.

Таким образом, есть возможности, если не для формальной международной координации политики, то хотя бы для международных переговоров о том, как улучшить сис-

тему, ставшую неустойчивой. Центральные банки способны обеспечить условия для устойчивой динамики производства в условиях низкой и стабильной инфляции. Но структура спроса далека от устойчивости, и ее приспособление неизбежно повлияет на производство. Поэтому реформа МВФ является необходимым дополнением внутренней политики центральных банков, ориентированной на обеспечение стабильности цен.

Политическая напряженность, генерированная различиями в предпочтениях стран с дефицитом и профицитом, таит угрозу возрождения протекционизма, как это случилось в 1930-е годы. В краткосрочном периоде нужна «крупная сделка» по поводу ребалансирования обязательств стран, с целью предотвращения протекционизма. Сделка, которая признает выгоды от компромисса по вопросу о реальном пути приспособления с целью избежать разрушительных последствий тенденции к протекционизму. Обменные курсы должны стать частью этой сделки, но они логически предполагают более высокий уровень договоренностей о ребалансировании и поддержании высокого мирового спроса.

Такая сделка должна включать: 1) согласованный курс на сокращение или рост чистого экспорта относительно внутреннего спроса; 2) согласованную систему действий, позволяющую ослабить дисбалансы под влиянием реальных обменных курсов; 3) пакет мер, определяющих условия, при которых страны вправе ограничивать краткосрочные потоки капитала; 4) макропруденциальную политику, сдерживающую дисбалансы и стимулирующую финансовую стабильность; 5) структурную политику, включающую фискальные меры и нацеленную на повышение сбережений в странах с дефицитом и сокращение сбережений в странах с профицитом.

Когда ребалансирование будет закончено, встанет вопрос о том, как избежать возврата дисбалансов. Так как не существует мирового правительства, устанавливающего правила игры для интернализации экстерналий, то единственным решением является координация политики отдельных стран. В настоящее время только МВФ и Всемирный банк могут на законных основаниях представлять 187 стран-членов. Но их система управления устарела, и они не обеспечивают устойчивого механизма международного сотрудничества. В этих условиях имеет смысл преобразование G20 в регулирующий орган МВФ. Такая эволюция создаст единую эффективную структуру международной экономической кооперации.

В будущем более влиятельное и легитимное международное ведомство должно иметь возможности для противостояния несовершенствам фрикционным издержкам, о которых говорилось выше. Хотя перспективы возникновения такого ведомства представляются отдаленными, у него есть предшественник, обеспечивающий интернализацию трансграничных экстерналий в международной торговле, – это ВТО.

Сейчас, после кризиса, самая очевидная проблема на глобальном уровне заключается в том, что дисбалансы вновь начали расти. Продолжающийся рост долга в странах-должниках делает их особенно уязвимыми для резких изменений в динамике сбережений в странах с профицитом, и рост долгосрочных процентных ставок, конечно, неизбежен в перспективе, что приведет к падению цен на активы. Понятно, что эти «слабые места» опасны для всех людей, а потому признание нашей общей заинтересованности в устойчивой структуре мирового спроса выгодно всем.

### Литература:

1. King M. Global imbalances: the perspective of the Bank of England. – Mode of access: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2011/speech473.pdf>
2. King M. Do we need an international monetary system? – Mode of access: [www.bankofengland.co.uk/publication/speeches](http://www.bankofengland.co.uk/publication/speeches)

*Автор обзора – Г.В. Семеко,  
канд. экон. наук, ИНИОН РАН*

## ЗОЛОТОЙ СТАНДАРТ: ПРОШЛОЕ БЕЗ БУДУЩЕГО?

**Qu'est-ce que l' étalon-or? // Focus. – P., 2010. – 22 nov. – N 5. – Mode of access: <http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/focus/focus5.pdf>**

Среди многочисленных путей и методов оздоровления мировой валютно-финансовой, банковской системы, предлагаемых современными экономистами, можно встретить и предложения к возврату режима золотого стандарта. На основе статьи, подготовленной изданием Банка Франции Focus, рассматривается сущность золотого стандарта, его краткая история, преимущества и недостатки возврата к золотому стандарту в современных условиях.

Золотой стандарт представляет собой валютную систему, в которой каждая денежная единица определяется фиксированным количеством золота и свободно конвертируется в золото. Чтобы гарантировать эту конвертируемость, количество выпущенных центральным банком денег точно соответствует имеющимся резервам золота. Расчеты между странами осуществляются в золоте. Поскольку каждая национальная денежная единица соответствует фиксированному количеству золота, обменный курс между валютами также фиксирован и равен соотношению весов золота.

В течение многих веков золото и серебро использовались как средство обмена в национальной и международной торговле, поскольку обладали такими особенностями, как долговечность, транспортабельность, редкость, невозможность фальсификации, так как их физические свойства были хорошо известны и легко проверяемы. В XIX в. начали широко использоваться деньги, представляющие и заменяющие золото. Эти банкноты выпускались частными банками, и их стоимость зависела от надежности эмитента. На практике выпущенные банкноты не всегда соответствовали необходимому количеству денег, что приводило к частым банковским кризисам. Центральные банки были созданы частично и затем, чтобы решить эту проблему. Банкноты, выпущенные центральными банками, были в значительной мере обеспечены металлическими резервами. Этот процесс привел к формированию в 1870-х годах международной валютной системы на основе золотого стандарта, которая просуществовала до Первой мировой войны. От золотого стандарта окончательно отказались в годы Великой депрессии 1930-х годов.

**Функционирование системы золотого стандарта.** В этой системе эволюция денежной массы отражает эволюцию запасов золота. Таким образом, количество денег не зависит от уровня развития экономической деятельности и от объема сделок в экономике. В среднесрочном плане при неизменном количестве сделок уровень цен меняется с изменением количества золота в резервах. Это противоположно нынешней денежно-кредитной политике экономически развитых стран, когда для обеспечения стабильности цен уменьшается количество денег в обращении.

Идеальное функционирование системы золотого стандарта предполагает наличие значительной гибкости цен и соответственно номинальной заработной платы. Система золотого стандарта включает также особые правила осуществления международных расчетов. Поскольку каждая национальная валюта привязана к золоту, номинальный обменный курс валют фиксирован. Монетарная политика ориентируется исключительно на поддержание паритета валюты с золотом и защиту обменного курса. В отличие от системы, принятой в Бреттон-Вудсе, когда валюты были привязаны к доллару, при золотом стандарте ни одна национальная валюта не играет особой роли, и все страны и валюты подчиняются одной той же дисциплине.

При золотом стандарте международные платежи, в конечном счете, осуществляются путем перемещения золота из одной страны в другую. Когда та или иная страна имеет дефицит (или активное сальдо) платежного баланса, она должна урегулировать



это с помощью золота, регистрируя его вывоз (или ввоз). В таком случае денежная масса определяется состоянием платежного баланса. Так, страна с дефицитом платежного баланса вынуждена вывозить золото, что приводит к снижению объема денежной массы и соответственно к снижению национального уровня цен. Поскольку уровень цен снижается, конкурентоспособность страны на международных рынках повышается, и она может расширять свой экспорт, что приводит к выравниванию ее платежного баланса. Такой механизм урегулирования платежных балансов был описан еще в 1752 г. Д. Юмом (D. Hume). В принципе урегулирование имеет симметричный характер: страна с активным сальдо платежного баланса, получив дополнительное золото, увеличивает объем денежной массы, что приводит к повышению уровня цен и снижению ее конкурентоспособности на международных рынках. Однако эта система не действует автоматически, поскольку страны с активным сальдо не обязаны выпускать дополнительные деньги, а могут тезаврировать, а не монетизировать золото, чтобы избежать повышения национальных цен. Так, США и Франция, имевшие активные сальдо платежных балансов, в период между двумя мировыми войнами увеличили свои золотые запасы, тогда как страны с дефицитом платежных балансов теряли золото и в результате столкнулись с проблемой дефляции.

**Отказ от золотого стандарта.** Система золотого стандарта навязывала ее участникам строгую дисциплину, фиксированные обменные курсы и высокую гибкость цен. Ведущие страны отказались от этой системы во время Великой депрессии 1930-х годов: Великобритания в 1931 г. США в 1933 г. После Второй мировой войны на смену золотому стандарту пришла Бреттон-Вудская система. Паритет с золотом был заменен фиксированным паритетом валют с долларом США, который, в свою очередь, конвертировался в золото. Эта система просуществовала до 1971 г., когда США отказались от золотого паритета. Ведущие страны перешли к системе плавающих валютных курсов.

**Выгоды и недостатки возврата к золотому стандарту.** В нынешних макроэкономических условиях значительный риск связан с чрезмерной денежной экспансией в мировом масштабе, сопровождающейся сильной волатильностью обменных курсов валют. Одним из альтернативных решений валютных проблем является возврат к золотому стандарту.

Одним из преимуществ золотого стандарта является более эффективное укрепление монетарной политики. Эта система позволяет «связать руки» правительствам с помощью «золотых наручников». Принимая золотой стандарт, страны берут на себя обязательство строго соблюдать правила игры. Хотя нарушить обязательство будет возможно, это будет политически очень невыгодно, так как станет рассматриваться как провал. Экономические субъекты будут иметь все основания думать, что следует уважать то, что обеспечивает надежность монетарной политики. Именно по этой причине некоторые страны установили валютный режим, функционирование которого приближается к системе золотого стандарта. Речь идет о режиме «валютного управления» (currency board), когда количество выпущенных в стране денег точно соответствует сумме валютных резервов и страна поддерживает фиксированный обменный курс в отношении «корзины» ведущих валют. Как и при золотом стандарте, каждая национальная денежная единица обеспечивается эквивалентным количеством резервной иностранной валюты, а количество национальных денег изменяется с изменением состояния платежного баланса. Кроме того, страна добровольно отказывается от «валютной свободы» (*liberté monétaire*), что обеспечивает большую надежность. Аргентина в 1990-х годах, Болгария и Эстония сегодня приняли этот валютный режим.

Другим преимуществом золотого стандарта является то, что он позволяет устранить волатильность валютных курсов, что создает благоприятные условия для развития международной торговли, являющейся двигателем экономического роста.

Однако на пути возврата к золотому стандарту стоят многочисленные трудности. В условиях золотого стандарта должны без труда поглощаться последствия сжатия денежной массы, это предполагает, что цены и заработная плата должны одновременно снижаться. Но в XXI в. цены и зарплата гораздо менее гибки, чем в XIX в., поскольку социальные институты и функционирование рынков сегодня совсем другие. К тому же золотой стандарт помешает урегулированию обменных курсов валют, которое необходимо тогда, когда страна оказывается пораженной шоком, отрицательно повлиявшим на ее конкурентоспособность. Таким образом, страна, имеющая дефицит по текущим статьям платежного баланса, чтобы восстановить равновесие по этим счетам, должна будет прибегать к дефляции скорее, чем к девальвации своей валюты, что неизбежно приведет к падению производства и росту безработицы.

Во многих работах о золотом стандарте и Великой депрессии показано, что от кризиса 1929 г. в наибольшей степени пострадали страны, в которых дольше всех сохранялась система золотого стандарта. В целом система золотого стандарта обладает очень сильной склонностью к дефляции, а мировое предложение золота (или мировой денежной массы) никогда не сможет следовать за ростом мирового ВВП.

Как подчеркивает М. Вольф<sup>1</sup>, постоянно будет оказываться давление в сторону понижения общего уровня цен. Кроме того, продолжает он, существует значительный разрыв между официальной стоимостью имеющегося золота и размером международной валютной системы. Действительно, стоимость золота в резервах центральных банков составляет около 1 300 млрд долл., тогда как банковские вклады во всем мире в 2008 г. равнялись 61 000 млрд долл. Таким образом, новое введение золотого стандарта вызовет крушение мировой денежной массы. Чтобы избежать этого, нужно будет в массовом порядке переоценить курс золота, что станет счастливой удачей для его нынешних держателей.

Нынешняя волатильность цен на золото создает немало проблем. Между тем стабильность системы золотого стандарта в значительной мере зависит от стабильности цен на золото. В этой системе любое изменение относительной цены на золото по отношению к ценам на предметы потребления приводит к инфляции или дефляции: если относительные цены на золото повышаются, то стоимость эмитированных денег также повышается, что вызывает снижение цен на товары. Наконец, золотой стандарт не всегда приводит к уменьшению международных диспропорций. Как отмечалось выше, страны с активным сальдо текущих счетов платежного баланса не обязаны эмитировать деньги при получении золота извне. Они могут продолжать накапливать золотые запасы, особенно в ожидании повышения цен на него. Это приводит к тому, что золотые запасы будут все больше концентрироваться в странах с активным сальдо, а международная валютная система потерпит крушение из-за отсутствия золотых запасов у некоторых стран-участников.

В целом сегодня возврат к золотому стандарту не может рассматриваться как практическое решение проблем международной валютной системы. Институциональные рамки, созданные за последние 20 лет с целью достижения стабильности цен и предполагающие независимость центральных банков, позволили обеспечить надежность денежно-кредитной политики. В мировых масштабах необходимо определить формы развития сотрудничества, что даст возможность достичь тех же результатов, не компрометируя при этом независимость национальной денежно-кредитной политики.

*Автор реферата – Л.А. Зубченко,  
канд. экон. наук, ИНИОН РАН*

---

<sup>1</sup> Wolf M. Could the world go back to the gold standard? // Fin. times. – L., 2010. – Nov. 1.

## Раздел IV

# РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВО-БАНКОВСКОЙ СФЕРЫ

Блиндер А.С.

### СИСТЕМА СЛОМАЛАСЬ, НАДО ЕЕ УКРЕПИТЬ: ПЕРЕОСМЫСЛЕНИЕ ФИНАНСОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

Blinder A.S.

**It's broke, let's fix it: rethinking financial regulation // International journal  
of central banking. – Basel, 2010. – December. – P. 278–329.**

Профессор Принстонского университета, бывший заместитель председателя совета управляющих Федеральной резервной системы США А.С. Блиндер рассматривает предложения по реформированию системы регулирования финансовой сферы с учетом уроков финансово-экономического кризиса, включая механизм банковской санации в посткризисный период.

Весь мир обсуждает, каким образом изменить систему финансового регулирования, чтобы предотвратить масштабные провалы и их катастрофические последствия. В июле 2010 г. после многих месяцев обсуждений Конгресс США принял закон, который призван в корне изменить финансовую систему США, – Закон Додда-Франка (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act). Чтобы он полностью заработал, нужно принять большое число подзаконных к нему актов и провести дополнительные исследования на различные темы. Естественно, данный документ стал центральным в дискуссиях в США.

В соответствии со стандартным экономическим каноном у государственных интервенций есть пять обоснований:

- создание и укрепление правил игры и поддержание справедливой системы;
- защита против чрезмерной концентрации и сохранение конкуренции;
- перераспределение дохода посредством налогов/трансфертов;
- корректировка экстерналий или других провалов рынков, в том числе в силу асимметрии информации;
- защита интересов налогоплательщиков, в том числе при расходовании общественных средств или подверженности их риску.

Чрезвычайные восстановительные операции в годы последнего финансово-экономического кризиса привели к повышению концентрации в банковской отрасли; доктрина «слишком большой, чтобы обанкротиться» была применена ко многим финансовым компаниям. Бремя налогоплательщиков во всем мире усилилось. Все это предполагает необходимость переосмысления правил и регулирования финансовой системы.

Экономисты обычно проводят резкое разграничение между регулированием цен, объема и доступа на рынок, с одной стороны, и регулированием, нацеленным на обеспечение здорового, безопасного развития и защиту интересов потребителей, с другой стороны. Назовем для краткости их регулированием цен и безопасности. Обычно экономисты выступают против регулирования цен, но считают нужным регулирование безопасности.

Четыре основные причины обуславливают необходимость регулирования безопасности:

1. *Защита потребителей.* Для защиты потребителей от неконкурентного поведения, а, следовательно, от чрезмерно высоких цен, от разрушительной практики и, даже возможно, от их собственной глупости.

2. *Защита налогоплательщиков.* Для ограничения затрат налогоплательщиков правительство должно обеспечить безопасность финансовых институтов. Огромные издержки банкротств, которые сейчас во многих странах несут налогоплательщики, – основания для подобного подхода. Поэтому *ex ante* защита налогоплательщиков часто включает защиту против или ограничение конфликта интересов, а *ex post* – снижение издержек разрешения.

3. *Финансовая стабильность.* Для защиты финансовой системы против различных системных рисков, которые могут вызвать панику, разрушение системы финансового посредничества или банкротство крупных институтов.

4. *Макроэкономическая стабильность.* Для ограничения эффектов распространения финансовых шоков на реальную экономику и/или для ограничения масштабов финансовых шоков, которые зародились вне финансового сектора, то есть для предотвращения бумов и взрывов.

Любое регулирование, а не только финансовое, должно опираться на несколько принципов:

1. Регулирование должно решать какую-то хорошо определенную проблему.

2. Регулирование должно фокусировать внимание на проблемах безопасности, а не на проблемах цен.

3. Регулирование не должно препятствовать значимым инновациям.

Данные принципы абстрактны и их применение к финансовой сфере затруднительно. Какие инновации являются ценными? В большинстве сфер человеческой деятельности развитие происходит нелинейно: технологии становятся лучше, но разными темпами. В финансах также. Например, ценные бумаги, обеспеченные активами (*securities, asset-backed – ABS*) и свопы на кредитный дефолт (*CDS*), используемые для хеджирования кредитного риска, стали явным технологическим новшеством. Но это сложно сказать в отношении «очищенных» *CDS*, используемых для проведения медвежьих стратегий в биржевых спекуляциях. Но другие специалисты придерживаются иного мнения.

4. Регулирование должно быть эффективным. Это означает, что, во-первых, регулирование не должно вести к ненужным затратам бизнеса и потребителей. Во-вторых, оно должно работать со стимулами, а не бороться с ними.

5. Регулирование должно быть справедливым. В максимально возможной степени действия регулятора должны быть предсказуемы и понятны. В демократических обществах политическая легитимность регулирования сомнительна.

6. Система регулирования не должна содержать разрывов. В противном случае важные виды деятельности не будут регулироваться. Например, в США отсутствие федерального регулятора ипотек и эффективного регулятора деривативов или ценных бумаг, обеспеченных активами, сыграло решающую роль в раздувании пузыря на рынке недвижимости и в возникновении финансового кризиса.

7. Регулирование не должно ставить фирмы в сложное положение, когда они должны удовлетворить требованиям одного регулятора в ущерб другому. В финансовом регулировании определенный перекрест регулирования неизбежен. Например, в США банковские холдинги регулирует ФРС, одновременно деятельность материнского банка может регулировать Office of the Controller of the Currency (ОСС), а брокерско-дилерское подразделение – Комиссия по биржам и ценным бумагам (SEC). Важно также, чтобы компании не сталкивались с конфликтными нормами или инструкциями регуляторов.

8. Последний, восьмой, принцип в литературе представлен в двух версиях:

а). Регулирование должно строиться по функциям или инструментам, то есть сходная деятельность должна регулироваться одним регулятором вне зависимости от того, какой тип института ее осуществляет.

б). Регулирование должно строиться по институтам, то есть вне зависимости от деятельности институт должен регулироваться одним регулятором.

Оба подхода спорны, поскольку в современном мире многофункциональных компаний ни одна система регулирования не может им удовлетворять. Какой же версии отдать предпочтение? Строгое функциональное регулирование может выявить тесные взаимосвязи между функциями (например, обоснованные стандарты андеррайтинга ипотек и защита потребителя) и может оставить значительные разрывы в системе регулирования (например, кто должен регулировать свопы на кредитный дефолт?).

Но строгое регулирование по институтам, в свою очередь, требует, чтобы регулятор был крупным комплексным институтом, способным проводить огромный круг экспертиз. Именно это привело к тому, что в некоторых странах создан единственный финансовый регулятор, обладающий полномочиями над всеми финансовыми институтами и рынками. Например, в Великобритании это Управление по финансовым услугам (Financial Services Authority, FSA). Но это подходит не всем странам.

Развитие финансового кризиса 2007–2009 гг. выявило ряд слабостей в структуре финансового регулирования. Прежде всего, речь идет об отсутствии регулятора системного риска.

Термин «системный риск» включает риски, которые угрожают всей финансовой системе (по крайней мере, значительной ее части), а тем самым – всей экономике. Даже такие события, как взрыв пузыря на рынке акций высокотехнологичных компаний после 2000 г., могли не вызвать системные риски, если бы их можно было удержать на одном рынке. Аналогично, банкротство единственного крупного института необязательно, но может, вызвать системный риск.

В период с лета 2007 до весны 2009 г. США и другие страны столкнулись с каскадом финансовых скандалов. Это, помимо прочего, привело к консенсусу, что нужен макропруденциальный регулятор (надзорный орган над системным риском), осуществляющий общий контроль над всем финансовым сектором. Но что должен делать такой регулятор и каким образом? Предположительно, его основной задачей должно быть раннее выявление и предотвращение развития рисков, которые распространяются по рынкам и/или между различными классами институтов и которые могут иметь системные последствия. Задача идентификации системных рисков, когда они еще только растут (пузырятся), а показатели деятельности остаются умеренными, может быть не реализуемой.

Сущность работы регулятора системного риска – контроль над рынками и над типами бизнеса. За практикой кредитования в американских банках, на практике, осуществляют надзор четыре федеральных банковских агентства и 50 агентств штатов. Но ни один орган не контролировал кредитную деятельность небанковских ипотечных кредиторов, которые выпустили большую часть субстандартных ипотек. Ни один регулятор не осуществлял надзор над ипотечным рынком в целом, даже когда объем рынка вырос до небес. Ни один регулятор не нес ответственность за надзор за гигантскими рынками ABS, которые во многих случаях позволяли выводить активы на балансы специальных юридических лиц (SIVs).

Каким могло бы быть развитие событий при наличии регулятора системного риска? Возможно, такой регулятор увидел бы то, что проглядели банковские агентства: массу не внушающих доверия ипотек, гарантированных небанковскими кредиторами, которые не входили в сферу федерального контроля. Это, естественно, заставило бы регулятора системного риска проанализировать обоснованность ценных бумаг, в которые были «упакованы» ипотечки. А это, в свою очередь, поставило бы под вопрос высокие рейтинги, которые им присваивали рейтинговые агентства. В любом случае он бы выявил огромную, непокрытую концентрацию риска на балансовых счетах и вне них. Если системные проблемы раскрыты, кто должен предпринять шаги по их устранению или, по крайней мере, защите оставшейся части системы?

По одной модели регулятор системного риска должен действовать подобно семейному доктору: поставить общий диагноз и показать пациента специалисту для назначения точного лечения. Но здесь есть проблема. Если несколько различных государственных агентств вовлечены в решение проблемы, то их действия должны координироваться. Следовательно, ключевой вопрос: должен ли регулятор системного риска быть маршалом для хорошей координации армии?

Альтернативная модель предполагает, что регулятор системного риска работает как «орган полного обслуживания». Создание подобного комплексного регулятора означает, что он будет наделен гораздо более широкими полномочиями: не только ставить диагноз, но и лечить. По сути, это модель FSA, которая провалилась в Великобритании, но успешна в Канаде.

Однако есть еще одна проблема. Когда выявлены провалы, нужно проводить санацию. Только центральный банк может выполнить эту функцию. Расширительный подход к роли регулятора системного риска прямо указывает на центральный банк. Данный вопрос в теории в принципе открыт, но закрыт на практике, по крайней мере, в США. Если будет регулятор системного риска, это должна быть ФРС. Альтернативы ФРС нет, по крайней мере, в силу пяти причин:

1. Если регулятор системного риска должен предпринять серьезные действия, тогда он должен обладать полномочиями кредитора в последней инстанции.

2. Регулирование системного риска – естественная первая кузина (если не сестра) монетарной политики, а обе – макропруденциальной политики. Каждый центральный банк рассматривает себя как основного защитника финансовой стабильности, не зависимо от того, есть ли у него такой мандат или нет. Поскольку монетарная политика и финансовая стабильность взаимосвязаны, неестественно и неэффективно разделять их.

3. Центральные банки большинства стран, в отличие от других ведомств, уже осуществляют мониторинг и оценку системного риска. Большинство из них обладают соответствующими инструментами.

4. Сущность работы требует, чтобы эффективный регулятор системного риска был независим от политики. Ни одно ведомство не обладает такой же независимостью, как центральный банк, но даже в США подобная независимость в большей мере результат традиции, чем закона.

5. Данные функции вряд ли смогут выполнять хорошо консорциум или комитет регуляторов. Создание регулятора системного риска с «несколькими головами» приведет к отсрочкам, войнам регулирования.

Возвращаясь к моделям семейного доктора и «органа полного обслуживания», конечно, возможно создание гибридов. Например, даже если центральный банк играет ограниченную роль семейного доктора, то ему в помощь должны существовать специалисты, которых зовут для ухода. Если центральный банк наделен полномочиями «органа полного обслуживания», правительство должно ограничить некоторые его другие полномочия, чтобы центральный банк не стал монополистически могущественным.

Концепции «слишком большой, чтобы обанкротиться» и «слишком взаимосвязанные институты, чтобы обанкротиться» в последнее время резко критиковались в силу создаваемых ими рисков и того, что в их пассивах значительную долю занимают средства налогоплательщиков. Функционируя под защитным зонтиком правительства, финансовые гиганты получают несправедливые конкурентные преимущества (например, доступ к дешевому финансированию), используют средства налогоплательщиков, берут на себя чрезмерные риски.

Однако банкротство гигантского финансового института, у которого тысячи партнеров, сопряжено с очень высоким риском. Последствия продемонстрировало банкротство Lehman Brothers. Вся глобальная финансовая система была повержена, спад развивался угрожающими темпами. В течение нескольких недель официальные лица во многих стра-

нах объявили, что больше ни одному крупному финансовому институту не будет позволено обанкротиться.

Во-первых, можно попытаться выбросить обе концепции, заменив их доктриной «утонул или выплыл». Такой выбор привлекателен главным образом для сказок. В реальном мире это невозможно и нежелательно.

Во-вторых, можно упорядочить регулирование и антимонопольную политику, чтобы сделать невозможным рост финансовых институтов до слишком большого размера, как предлагает глава Банка Англии М. Кинг. После завершения кризиса возможно разукрупнение отдельных институтов. Но глобализация предполагает определенный минимальный масштаб деятельности финансовых институтов, по меньшей мере, сопоставимый с масштабом деятельности финансовых институтов в других странах.

В-третьих, следует понимать неизбежность выделения некоторых самых крупных финансовых институтов и наделения их определенными привилегиями.

В-четвертых, в отношении системообразующих институтов предстоит разработать механизм разрешения проблем, подобный тому, что в настоящее время действует в отношении малых банков. Это позволит регулятору разрешать проблемы в системно важных институтах (включая небанковские) по упорядоченному образцу.

Будущий механизм санации должен быть ориентирован на достижение шести целей, по степени возможности – это:

- 1) поддержание непрерывности функционирования платежных и расчетных систем;
- 2) создание такой процедуры, которая была бы и хорошо определена, и выполнима;
- 3) сокращение или ограничение воздействия банкротства системообразующих институтов на другие институты;
- 4) минимизация угроз и/или остроты разрушений до начала процедуры санации;
- 5) минимизация угроз налогоплательщикам;
- 6) недопущение опустошения всех пассивов (как часть цели 5).

Однако некоторые из перечисленных целей противоречат друг другу. Например, если процедура санации означает потери для дебиторов (цель 6), а для минимизации бремени налогоплательщиков (цель 5) у дебиторов должны быть стимулы к тому, чтобы вывести средства за баланс, как только они почувствуют проблемы (это противоречит цели 4, а может противоречить целям 1 и 3). Оптимум недостижим, это следует помнить, когда формулируются конкретные подходы.

Существует два основных подхода к санации системообразующих институтов, каждый из них имеет свои преимущества и недостатки.

Первый предполагает создание специального органа для санации системно важных финансовых институтов. Процедура должна быть четкой, понятной и быстрой. Но разрешение проблем многофункционального гиганта количественно и качественно выходит за рамки санации малого банка. Санирующий орган должен учитывать системный риск и финансовую стабильность, а не исходить из узко юридического подхода. Принятие решение с учетом политэкономических соображений связано и с затратами (возможно политическое вмешательство), и с выгодами (политическая обоснованность и привлекательность для более широких соображений). Важным следствием деятельности особого органа разрешения проблем – ограничение экстерналий, которые банкротство не должно породить. Данный орган должен иметь полномочия проводить корректирующие действия до того, как неплатежеспособность приведет к банкротству.

При санации системообразующих институтов большое значение имеют кадры. Их санация – редкое явление, происходящее только раз в несколько десятилетие, но требующее навыков сотен специалистов. Но откуда брать такой персонал?

Кризис, начавшийся в США в 2007 г., высветил, по крайней мере, пять основных разрывов в финансовом регулировании: 1) не было федерального регулятора ипотеки; 2) не было эффективного регулятора деривативов; 3) не было даже понимания деятельно-

сти хедж-фондов; 4) не было адекватного представления о том, что происходит с такими забалансовыми активами, как кондуиты и SIVs; 5) не было регулирования гигантского рынка ABS. Последние четыре провала были характерны не только для США. Основной принцип регулирования гласит, что в его системе не должно быть крупных разрывов. Их предстоит закрыть.

На концептуальном уровне нынешние стандарты достаточности капитала (Базель-1, Базель-2 или Базель-3) критикуют по двум направлениям: 1) они неадекватно определяют минимальный капитал; 2) капитальные требования процикличны.

У банков не было достаточно капитала, когда начинался кризис. Казначейство США объявило, что «более высокие капитальные требования к банкам совершенно необходимы» и сформулировало принципы, которыми должны руководствоваться любые новые базельские стандарты. Эти принципы следующие:

1. Капитальные требования должны быть высокими.
2. Капитальные требования должны быть выше для системно важных фирм.
3. Основным регулируемым капиталом должна быть общая собственность.
4. Капитальные требования должны учитывать макропруденциальные соображения.
5. Весовые значения рисков должны быть точно откалиброваны и отражать системную важность различных последствий.
6. Процикличность капитальных требований должна быть сокращена.
7. Должны быть введены общие ограничения леввериджа дополнительно к правилам, взвешенного по рискам капитала.
8. К стандартам капитала должны быть добавлены стандарты ликвидности.
9. Режим регулирования должен быть распространен на небанковские организации, которые потенциально могут вызвать системный риск.

Принципы 4 и 5 важны, но их крайне сложно реализовать, особенно, если требуется международное соглашение. Общие ограничения леввериджа (принцип 7) привлекательны, но практика намного сложнее, чем он звучит. Принцип 2 можно рассматривать как аксиому, так как статус системообразующих институтов дает им конкурентные преимущества на рынках капитала; от них следует требовать оплату данной привилегии. Но какой она должны быть? Один вариант – установить более высокие капитальные требования для таких институтов. Другой – заставить их создавать определенный буферный капитал, который может стать реальным капиталом во время кризиса. Третий – установить более высокие страховые премии со страхуемыми депозитами. Можно применять все три варианта.

Установление каких-либо дополнительных требований для системообразующих институтов означает, что регулятор их выделил и тем самым официально присвоил им особый статус, но это противоречит нынешнему режиму регулирования.

Говоря о процикличности существующих капитальных требований, эксперты доказывают, что они усиливают кредитные циклы, заставляют банки создавать больше резервы на случай потерь и увеличивать капитал, когда его предельно трудно найти.

В США тенденция к процикличности в создании резервов на случай потерь по ссудам усилена практикой SEC и Налогового управления США (Internal Revenue Service, IRS). SEC требует от банков, чтобы они, подобно другим компаниям, сообщали о доходах. Комиссия иногда обвиняет банки в использовании данных резервов для регулирования доходности, когда они создают дополнительные резервы в хорошие времена и не выделяют достаточных средств на такие резервы в плохие времена. Но это как раз то, что нужно для снижения процикличности. IRS стремится предотвращать ситуации, когда банки создают чрезмерные резервы на случай потерь, так как это сокращает их налогооблагаемый доход.

Потери по кредитам действительно ниже во время бумов и выше при спадах. Лучше других стран эту проблему решила Испания с ее системой резервов на случай потерь по кредитам: размер резервов увеличивается, когда фактические потери становятся ниже статистически ожидаемых потерь, например, в период бума, и аналогичным



образом сокращаются в период спада. Испанская система сконструирована так, чтобы быть нейтральной в рамках бизнес-цикла.

Рабочая группа по финансовому регулированию Squam Lake предложила идею «зависимого от обстоятельств капитала», состоящую в том, чтобы обязать некоторые банки эмитировать определенный тип конвертируемых облигаций. Традиционные конвертируемые обязательства предполагают обмен долга на собственность по выбору держателя облигаций, по ним процентные ставки ниже, чем по обычным обязательствам. У регуляторов должно быть право, объявив системный кризис, заставить держателей таких конвертируемых бумаг обменять их на собственность. Если подобное требование будет ограничено системообразующими институтами, более высокая доходность на часть их заимствований будет составлять естественную часть штрафной цены за то, чтобы быть таким институтом. Спрэд между такими обязательствами и обычными облигациями может стать полезным рыночным индикатором системного кризиса.

Какую премию потребуют инвесторы для покрытия риска за то, что облигации могут быть конвертированы в собственность в определенных условиях? Если рискованная премия будет очень большой, такие конвертируемые облигации будут очень дорогостоящей формой привлечения капитала, а потому системообразующие институты предпочтут выпуск обыкновенных акций. Вместе с тем после адаптационного периода рискованная премия может быть умеренной. Опыт покажет.

Банки и другие финансовые институты могут столкнуться с недостатком ликвидности. Кризис продемонстрировал, что нет прямой связи между неликвидностью и неплатежеспособностью в период пика кризиса. Например, такие институты, как Bear Stearns, Lehman Brothers и Merrill Lynch рухнули скорее из-за отсутствия ликвидности, чем из-за отсутствия качественных активов. Но если есть серьезный разрыв в срочности активов и пассивов, кризис ликвидности может быстро перерасти в кризис платежеспособности.

Бизнес-модели крупнейших пяти инвестиционных фирм США – Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lehman Brothers и Bear Stearns – основывались на огромных леввериджах. Они опирались на краткосрочное финансирование, например, с рынка РЕПО овернайт. Такие пассивы были значительными по объему и могли быть выведены из баланса в течение дня. Ликвидная позиция многих крупных банковских холдингов (например, Bank of America и Citigroup) также была сложной, так как они предоставляли гарантии ликвидности своим SIVs и кондуитам. Когда кризис стал обостряться и SIVs больше не могли обслуживать свои векселя, они обратились к материнским банкам за масштабной поддержкой ликвидности.

Урок кризиса состоит в том, что минимальные капитальные требования должны быть дополнены минимальными требованиями ликвидности. Но это непростая задача. Стандарты ликвидности разработать сложно. Казначейство США полагает, что: а) стандарты ликвидности должны быть независимыми от регулятивного режима капитала; б) регулирование капитала и регулирование ликвидности должны дополнять друг друга; в) они должны быть жесткими, а не гибкими. На основе этих принципов регулятивные капитальные требования могут быть функцией риска ликвидности.

Глубочайший финансовый кризис проиллюстрировал необходимость в усилении защиты потребителей. Это возможно сделать посредством распространения финансового образования или государственной защиты людей от несправедливой практики. Это означает, что необходимо следующее:

- должны быть разработаны удобные и понятные стандарты потребительских финансовых продуктов;
- продукты должны быть простыми, понятны на взгляд, а это способствует продажам;
- финансовые институты должны предлагать потребителям варианты продуктов с фиксированными ценами, которые понятны и которые легко сравнивать.

Но защита потребителей всегда будет «слабой сестрой» в рамках регулирования ЦБ, которые в первую очередь озабочены проведением монетарной политики.

Гипотеза эффективных рынков в сфере финансов в настоящее время не работает. Финансы не могут быть саморегулируемыми. Регулирование финансового бизнеса оправдано потребностью защиты потребителей, налогоплательщиков от больших долгов и граждан от опасности финансовой и макроэкономической нестабильности. Но потребность в макропруденциальном регулировании не означает, что правительство может делать все, что захочет. Регулирование должно быть нацелено на конкретные проблемы, эффективно применяться, быть справедливым и стимулировать инновации. Обоснованная система регулирования должна минимизировать разрывы в регулировании и чрезмерное регулирование.

*Автор реферата – В.В. Кузнецова,  
доцент МГУ им. М.В. Ломоносова*

**Деватрипон М., Роше Ж.-Ш.**

## **РЕГУЛИРОВАНИЕ БАНКОВ, ИСПЫТЫВАЮЩИХ ТРУДНОСТИ**

**Dewatripont M., Rochet J.-Ch.**

**Le traitement des banques en difficulté // Rev. de la stabilité fin. – P., 2009. – N 13. – Mode of access: [http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/rsf/2009/etude00\\_rsf\\_0909.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/rsf/2009/etude00_rsf_0909.pdf)**

Профессор экономики Свободного брюссельского университета М. Деватрипон и профессор экономики Экономической школы Тулузы Ж.-Ш. Роше в статье, написанной для «группы 20» (G20), формулируют ряд предложений для реформы системы банковского регулирования и надзора.

Глобальный финансовый кризис имеет многогранный характер, затрагивая различные аспекты регулирования финансово-банковской сферы. Действия государственных органов регулирования в отношении банков, испытывающих трудности, должны быть направлены на достижение двух главных целей:

- гармонизация подхода разных стран к таким банкам, чтобы создать для них равные условия, способствуя тем самым финансовой стабильности на глобальном уровне;
- углубление международного сотрудничества в области регулирования трансграничных банков, находящихся в трудном положении.

Нынешняя система регулирования весьма уязвима из-за ее раздробленности и разных подходов к банкам, испытывающим трудности, несмотря на то, что положения Базеля–1 и Базеля–2 выдвигали общие требования к собственным капиталам банков.

### **Пересмотр пруденциального регулирования банков, испытывающих трудности**

Хотя Базельские соглашения о достаточности капиталов (Базель–1 и Базель–2) призваны были способствовать гармонизации правил банковского регулирования и практики управления банковскими рисками, начало этого процесса совпало с финансовым кризисом, что потребовало пересмотра положений Базеля–2. Такой пересмотр может осуществляться в следующих направлениях:

*Введение специального режима банкротства банков.* Некоторые эпизоды кризиса показали, что органы банковского надзора многих стран-членов G20 не располагают достаточными правовыми инструментами для быстрого и эффективного регулирования банков, столкнувшихся с серьезными трудностями. К тому же правила регулирования значительно различаются по странам. Это обуславливает необходимость гармонизации законов о банкротстве банков с целью обеспечения равных условий конкуренции для всех банков, осуществляющих деятельность в международных масштабах.

Гармонизацию процедур урегулирования неплатежеспособности банков следует начать с анализа функционирования Федеральной корпорации страхования депозитов (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC) в США, которое основано на принципе «ранних корректирующих действий» (action corrective précoce, АСР). Аналогичная система, позволяющая быстро реагировать на кризис, создана в Бразилии. В рамках этой системы банки подразделяются на пять категорий в зависимости от коэффициента их собственного капитала (капитализации):

- 1) банки с хорошей капитализацией (коэффициент более 10%);
- 2) банки с адекватной капитализацией (более 8%);
- 3) банки с недостаточной капитализацией (менее 8%);
- 4) банки со значительной недокапитализацией (менее 6%);
- 5) банки с критической недокапитализацией (менее 2%).

Если в отношении банков первых двух категорий не вводятся никакие ограничения, то на банки трех остальных категорий налагаются ограничения, касающиеся выплаты дивидендов, роста активов, операций по приобретению, назначения управляющих. Смысл таких ограничений заключается в том, чтобы помочь органам надзора вмешиваться до того, как ситуация станет слишком тяжелой.

Опираясь на опыт системы АСР, можно сформулировать первое предложение: разработать специальный режим регулирования банкротства банков, который включал бы систему АСР, позволяющую органам надзора ограничивать свободу действий руководителей и акционеров отдельных банков, которым угрожает банкротство.

*Создание сильного и действительно независимого органа надзора.* В дополнение к реформе системы регулирования банкротства банков следует освободить органы надзора от давления со стороны государственных властей и групп интересов. Это можно сделать только путем создания сильного и действительно независимого органа надзора, в котором заняты квалифицированные и хорошо оплачиваемые специалисты, осуществляющие консолидированный контроль над кредитными учреждениями, вклады в которые гарантируются государством. При этом нежелательно использовать ту же конфигурацию контроля, что и в США, где финансовые учреждения имеют возможность выбирать из двух следующих систем контроля: Управление валютного контролера (Office of the Comptroller of the Currency, OCC) и Управление надзора за сберегательными учреждениями (Office of Thrift Supervision, OTS). Эти системы не лишены недостатков, например, OTS осуществляет недостаточно строгое регулирование, поскольку его бюджет зависит от численности и размера учреждений, которые это управление контролирует. Однако американская система надзора имеет и достоинства, связанные с тем, что в ней сочетается деятельность органов OCC и OTS, осуществляющих превентивные шаги, и органа FDIC, борющегося с последствиями нарушений.

В области организации надзора можно выдвинуть следующее предложение: органы надзора должны иметь независимые ресурсы и необходимые компетенции для выполнения своей миссии. Если государства отказываются пополнять бюджет органов надзора, последние проявляют тенденцию к упрощению правил регулирования. С этой точки зрения Базель–2 идет в неверном направлении, разрешая крупным банкам самим оценивать свои риски с помощью сложных внутренних моделей, вызывающих конфликты интересов. При этом не следует предоставлять банкам выбор между двумя органами надзора, как в США.

*Разработка совокупности простых правил, а не единого и сложного коэффициента достаточности собственного капитала.* Базельский комитет по банковскому надзору сделал слишком сильный акцент на достаточности капитала. Дело английского банка Northern Rock и нескольких других банков показало, что из-за отсутствия ликвидности платежеспособный банк может стать банкротом. Так, в июне 2007 г., то есть за три месяца до того, как вкладчики Northern Rock стали в массовом порядке изымать свои вклады, требования к собственному капиталу составляли немногим более 1,5 млрд ф. ст. Однако, чтобы оставить банк на плаву, британские власти вынуждены были предоставить ему 23 млрд ф. ст., или более чем в 15 раз больше суммы нормативного капитала.

Органы надзора не должны решать, каким должен быть уровень нормативного капитала и какова должна быть стратегия всех коммерческих банков в области управления рисками. Эти решения должны приниматься руководством банков, а орган надзора может и должен вмешиваться только тогда, когда он установит, что то или иное учреждение может в ближайшем будущем столкнуться с трудностями, которые затронут вкладчиков или финансовую систему в целом. Кризис показал, что показатели ожидаемых трудностей не могут быть синтезированы в единственный, даже очень сложный коэффициент собственного капитала. Государственное вмешательство должно опираться на такие простые и проверяемые показатели, как уровень риска ликвидности, чувствительность к макроэкономическим шокам и к деятельности других банков и финансовых институтов, имеющих системное значение.

Органы надзора, стремясь ограничить «стадное поведение» банков, должны разработать новые показатели рисков, исходя из их корреляции с видами деятельности банка, а не с абсолютной вероятностью банкротства. Защита финансовой системы в целом и таких инфраструктурных объектов, как платежные и компенсационные системы, была главным мотивом деятельности центральных банков и министерств финансов в период кризиса. Надеясь на то, что вмешательство государства будет значительным в случае возникновения угрозы этим объектам, банки стали меньше уделять внимания стратегии предупреждения рисков. В этих условиях органы надзора должны найти средства, чтобы наказывать крупные банковские группы за их давление на основную инфраструктуру рынка.

Теория, согласно которой требования к собственному капиталу банков будут ограничивать склонность их руководства к чрезмерно высоким рискам, оказалась ошибочной. Для ограничения такой склонности нужны другие инструменты:

- следует разработать суммарные, но простые показатели, характеризующих риск обострения проблем, усиливая их прозрачность и надежность;

- органам надзора необходимо разработать показатели, которые могут служить сигналами о повышении уровней различных рисков – ликвидности, значительных потерь усиления чувствительности к макроэкономическим шокам и т.д., – что станет основанием для проведения надзорными органами корректирующих мер;

- чтобы ограничить склонность руководства банков к чрезмерным рискам, следует обращать внимание и на другие аспекты вознаграждения руководителей, акционеров и управляющих рисками.

За последние годы многие банки расширили свою деятельность не только в национальных, но и международных масштабах. При этом значительно возросли размеры банков, особенно в малых странах (например, в Исландии). Эта эволюция имела ряд последствий для органов банковского надзора. Крупные банковские группы обладают значительной силой на переговорах с государством и органами надзора. Более того, как показал крах американского банка Lehman Brothers (в сентябре 2008 г.), крупному банку «нельзя позволить исчезнуть», даже если издержки его рефинансирования очень велики. Именно поэтому необходимы механизмы управления кризисом, что потребует ответа на три вопроса:

- кто решает, что эти механизмы нужны в период кризиса;

- каково содержание таких механизмов;
- как с их помощью уменьшить вероятность и социальные издержки кризиса.

Ответ на первый вопрос предполагает объединение трех действующих лиц, принимающих решения, – центрального банка, органа надзора и министерства финансов, поскольку каждое из них обладает необходимой информацией. Их задача в условиях кризиса заключается в разблокировании государственных фондов, соблюдая два условия: а) не допускать чрезмерного использования государственных фондов и не объявлять часто о наступлении кризиса; б) осуществлять быстрое вливание государственных средств в условиях кризиса.

Во время кризиса государственная рекапитализация банков может осуществляться в различных формах, в числе которых: полная или частичная национализация банков, гарантирование банковских займов, скупка «токсичных» активов специальными структурами (так называемыми «плохими банками» – bad banks). Хотя консенсус относительно лучшей формы рекапитализации отсутствует, в основе этого процесса лежат следующие принципы:

- при рекапитализации необходимо предусматривать в первую очередь защиту интересов вкладчиков, а не акционеров и руководства банков;
- действовать следует как можно быстрее, чтобы не прерывать функционирования банка.

Ответ на вопрос о том, как предупредить кризис и снизить связанные с ним издержки, активно обсуждается в ходе дебатов по поводу уменьшения цикличности процесса регулирования. Некоторые эксперты отмечают негативное воздействие банков, испытывающих трудности, на положение других банков, которые, например, пытаются улучшить коэффициент собственных капиталов за счет уступки активов. При этом органы надзора часто принимают во внимание макроэкономические показатели, а не платежеспособность отдельных банков. По этому поводу можно сформулировать следующие рекомендации:

1. Государственные власти должны создать механизм, позволяющий им официально объявлять о начале кризиса, что дает возможность разблокировать государственные фонды. Для этого нужно наладить сотрудничество между банками, центральным банком, органом надзора и министерством финансов.

2. Управление начавшимся кризисом должно предусматривать реальную рекапитализацию банков. При этом возможны следующие решения: временная национализация, предоставление гарантий банковским займам, создание структур для скупки токсичных активов.

3. Чтобы избежать цикличности нынешнего регулирования, следовало бы ввести систему «автоматических стабилизаторов», например, таких как повышение коэффициента собственного капитала в периоды экспансии и его снижение в условиях кризиса, страхование собственных капиталов и т.д.

### **Международное сотрудничество в регулировании банков, испытывающих трудности**

В условиях глобализации необходимо международное сотрудничество в регулировании банков, испытывающих трудности. Пока в таком регулировании наблюдаются значительные различия между странами. В рамках ЕС существует явное преобладание роли национальных органов регулирования, несмотря на быстрый рост численности трансграничных банковских операций. Эта ситуация является следствием двух противоположных тенденций: с одной стороны, единый рынок создает условия для трансграничных слияний банков и расширения их трансграничных операций, а с другой – страны-члены ЕС стремятся сохранить «в своей собственности» крупные банки по соображениям усиления стра-

тегического контроля или национальной гордости. В этих условиях следует постепенно осуществлять централизацию надзора и страхования банковских депозитов.

Поскольку многие банки работают одновременно в нескольких странах, в том числе в странах с формирующимся рынком, которые в условиях кризиса не обладают достаточными средствами для гарантирования банковских вкладов, следует наладить сотрудничество между развитыми странами и странами с формирующимся рынком. Пока же отношения между этими странами касаются в основном открытия банковских рынков стран с формирующимся рынком и распространения в них рисков через процессы секьюритизации. Меры регулирования и надзора в этой группе стран не учитывали указанных обстоятельств. Подходы к банкам, находящимся в трудном положении, не были гармонизированы, что в условиях кризиса порождает множество вопросов, наиболее важными из которых являются следующие: во-первых, может ли вмешиваться государство и с какими полномочиями; во-вторых, как защитить банковских вкладчиков. Обосновываясь в другой стране, банк может либо создать филиал, становящийся юридическим лицом в принимающей стране, либо отделение, остающееся интегральной частью банка.

Консолидированный надзор ставит проблемы, связанные с ролью национальных органов надзора, которые испытывают давление, заставляющее их перекладывать издержки на другие страны. Хотя полный анализ вопросов международного сотрудничества органов надзора выходит за рамки данной статьи, можно сформулировать ряд общих принципов такого сотрудничества.

1. Даже если создание глобального органа надзора и глобальной системы страхования депозитов является пока недостижимой целью, следует продолжать серьезные размышления об этом, поскольку интеграция банковского рынка будет продолжаться. Кроме того, следовало бы усилить компетенции таких органов, как Базельский комитет по банковскому надзору.

2. Если полная централизация надзора представляется пока невозможной и нежелательной, то следует, по крайней мере, предусмотреть серьезные меры по совместному управлению кризисом, чтобы достичь двух важных целей: избежать «эффекта заражения» и не допустить перемещения в страны с более мягкими правилами надзора (*arbitrages réglementaires*). В целом в отсутствие наднационального органа надзора необходимо, чтобы заинтересованные страны заключили соглашение (или подписали протокол о согласии) о разделении ответственности в области надзора и гарантировании вкладов.

3. Для продолжения глобальной интеграции банковского рынка следует серьезно предусмотреть частичную централизацию надзора и гарантирования вкладов.

4. Необходимо распространять наилучшую практику, что, в конечном счете, приведет к заключению соглашений о трансграничном управлении банковским кризисом. В этом соглашении должны быть детально представлены права и обязанности сторон в области соблюдения порога государственного вмешательства и гарантирования вкладов.

*Автор реферата – Л.А. Зубченко,  
канд. экон. наук, ИНИОН РАН*

## ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ РЕФОРМ РЕГУЛИРОВАНИЯ ФИНАНСОВО- БАНКОВСКОЙ СФЕРЫ

**Tableau de bord des réformes bancaires et financières (juin 2010). –  
Mode of access: <http://www.lafinancepourtous.com/-juin-2010.html>**

В документе, подготовленном французским Институтом финансового образования общественности (L'Institut pour l'Education Financière du Public, IEFPP), представлены данные о главных механизмах, банковских и финансовых реформ, предложенных и предпринятых в США, Евросоюзе и Франции на середину 2010 года.

С самого начала глобального финансового кризиса правительства ведущих стран стали принимать чрезвычайные меры по поддержке своих банковско-финансовых систем. Обострение кризиса с осени 2008 г. показало настоятельную необходимость разработки и проведения реформ системы регулирования банков и финансовой сферы в целом. Такие реформы, направленные не только на оздоровление финансовых систем, но и на предотвращение возможных шоков, были разработаны и начала осуществляться во всех ведущих промышленно развитых странах.

Таблица 1

### Реформы регулирования финансово-банковской системы США

Реформы институтов	Реформы рынков	Реформы банков	Реформы других учреждений	Защита потребителей
Создание совета по надзору за финансовой стабильностью Расширение полномочий ФРС и Федеральной комиссии страхования депозитов (FDIC) в области ликвидации банков  Создание надзорного органа в страховании	Организация рынков деривативов и обеспечение их прозрачности Обязанность информировать об активах, лежащих в основе деривативов	Решение проблемы «слишком велик, чтобы обанкротиться» за счет создания финансируемого банками фонда в 20 млрд долл. Увеличение собственных капиталов для покрытия рисков Ограничение деятельности трейдеров на свой счет и счет хедж-фондов, в которых они имеют участия Банки должны владеть 5% своих секьюритизированных продуктов Контроль за выплатой банковских бонусов со стороны органов надзора	Усиление регулирования рейтинговых агентств, в том числе рост их прозрачности Обязательная регистрация хедж-фондов в SEC	Создание Агентства финансовой защиты потребителей (СЕПА) Ограничение уровня задолженности физических лиц и уровня издержек на дебетовых картах

В 2008 г. Евросоюз принял ряд чрезвычайных антикризисных мер. С тех пор Европейская комиссия (ЕК) стала разрабатывать меры по реформированию регулирования банковско-финансовой сферы, главные из которых представлены в таблице 2. ЕС принадлежит ключевая роль в разработке и принятии мер на уровне «группы 20» (G20).

Таблица 2

**Реформы регулирования финансово-банковской системы,  
предлагаемые и реализованные в Евросоюзе**

Реформы институтов	Реформы рынков	Реформы банков	Реформы других учреждений	Защита потребителей
Создание Европейского комитета по системным рискам (действие с 1 января 2011 г.) Создание трех европейских органов надзора за банковским рынком, рынком страхования и финансовыми рынками с целью координации национальных органов надзора (с января 2011 г.)	Создание рынков деривативов, легализация стандартизации деривативов и организации центральной компенсационной системы Решение будет принято в конце 2011 г. Изменения в директиве о рынке финансовых инструментов (MIF) для повышения его прозрачности (конец 2011 г.). Принятие на уровне ЕС мер по запрету продаж без покрытия (обеспечения) акций, облигации и кредитных дефолтных свопов (CDS) по государственным долгам (до конца 2011 г.)	Увеличение собственных капиталов банков Изменения в директиве о собственных капиталах в соответствии с решениями Базеля-3 Введение налогообложения банков для создания фондов борьбы с банкротствами банков (Франция, Германия, Великобритания) Контроль за вознаграждением, принятие принципов вознаграждения (декабрь 2009 г.)	Регулирование рейтинговых агентств на уровне ЕС, их обязательная регистрация (конец 2011 г.) Регулирование хедж-фондов и фондов венчурного капитала на европейском уровне.	Пересмотр директивы о злоупотреблениях на рынке, включая в нее вопрос о деривативах (конец 2011 г.) Расширение доступа к основным банковским продуктам и услугам Пересмотр директивы о вознаграждении инвесторов (до конца 2011 г.) Меры по коммерциализации финансовых инвестиционных продуктов (до конца 2011 г.) Гармонизация правил участия во взаимных фондах (до конца 2011 г.)

Таблица 3

**Реформы регулирования финансово-банковской системы,  
предлагаемые и реализованные правительством Франции**

Реформы институтов	Реформы рынков	Реформы банков	Реформы других учреждений	Защита потребителей
Создание Совета по финансовому регулированию и системным рискам в соответствии с законом о банковском и финансовом регулировании Создание при Банке Франции Управления пруденциального контроля (АСР) в результате слияния органов банковского и страхового надзора	Возможность ограничивать или полностью запрещать продажи финансовых инструментов без покрытия Создание компенсационной палаты по CDS для устранения риска партнерства	Усиление контроля над транснациональными банковскими группами Контроль над вознаграждением в форме бонусов Налогообложение банков, в том числе введение чрезвычайного налога на бонусы	Усиление регулирования и ответственности рейтинговых агентств за их ошибочные оценки; обязательная регистрация	Усиление борьбы с рыночными злоупотреблениями. Расширение полномочий органов надзора на рынке деривативов Поручение функции защиты потребителей новому органу АСР Десятикратное увеличение санкций, налагаемых АСР против юридических и физических лиц

*Автор реферата – Л.А. Зубченко,  
канд. экон. наук, ИНИОН РАН*



Трише Ж.-К.

**ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНЫЕ ВЫЗОВЫ В ЭПОХУ  
МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ**

Trichet J.-C.

**Les défis intellectuels qui se posent à l'analyse de la stabilité financière à l'ère de la surveillance macroprudentielle // Rev. de la stabilité fin. – P., 2011. – N 15. – Mode of access: <http://www.banque-france.fr/fr/publications/revues/revue-stabilite-financiere/telechar/2011/fevrier-2011.pdf>**

Ж.-К. Трише, глава Европейского центрального банка (ЕЦБ) рассматривает интеллектуальные вызовы, связанные с переосмыслением теоретических основ, аналитических моделей и инструментов оценки, которые используют регулирующие органы в целях обеспечения финансовой стабильности и выявления и предупреждения системных рисков.

Финансовый кризис, переживаемый в течение последних трех лет, представляет собой яркий пример проявления и конкретизации системных рисков. Последние могут быть определены как риски, вызывающие нестабильность финансовой системы такого масштаба, что оказывают серьезное негативное влияние на экономический рост и общее благосостояние. В истории насчитывается немало финансовых кризисов, часть которых имела системный характер. К таким кризисам относятся Великая депрессия 1930-х годов и банковские кризисы в Скандинавских странах и Японии в 1990-х годах. Конечно, каждый кризис обладает собственными особенностями, и уроки, извлекаемые из кризисов, вовсе не защищают от будущих кризисов. Более того, в условиях динамичной экономической системы прогресс и рост могут быть достигнуты только при согласии экономических субъектов на определенные риски, которые не ведут к чрезмерным потерям.

Как показывает опыт последних 30 лет, органы власти в развитых странах должны значительно улучшить свои возможности и способности выявлять системные риски. Финансовый надзор, слишком сосредоточенный на микропруденциальных проблемах на уровне отдельного финансового посредника и отдельного рынка, не оценивает эффект от «сложения» рисков и их взаимного усиления. Органы надзора должны по преимуществу выявлять происхождение системной нестабильности и изучать способы, с помощью которых риски приобретают системный характер.

Как показывают исследования, финансовая нестабильность приобретает системный характер различными способами.

Во-первых, путем заражения. Банкротство одного финансового агента (или рынка) может вызвать банкротство других агентов, даже если они сталкиваются с различными рисками и шоками.

Во-вторых, общие финансовые диспропорции могут со временем накапливаться и затем «взрываться», оказывая неблагоприятное воздействие на положение многих экономических агентов и рынков.

В-третьих, негативные глобальные шоки оказывают отрицательное воздействие одновременно на финансовых посредников и рынки.

Исторический опыт свидетельствует, что многие банковские кризисы тесно связаны с глубокой экономической рецессией. Перечисленные три механизма перехода от стабильности к нестабильности могут действовать независимо друг от друга, но в последнее время они взаимно усиливают друг друга.

Для развития инструментов анализа политики, направленной на обеспечение финансовой стабильности и предотвращение системных рисков, следует, прежде всего, досконально разобраться в основах функционирования финансовых систем. Как показал кризис, финансовые системы поняты хуже, чем считалось, что не позволяло вовремя понять

сущность некоторых изменений, связанных с финансовыми инновациями, и предусмотреть меры реагирования на кризисную ситуацию. Кризис продемонстрировал регулирующим органам и рыночным операторам, что им следовало бы заранее лучше выявлять накопление уязвимых мест и общих диспропорций. Аналитические инструменты, помогающие разрабатывать политику обеспечения финансовой стабильности, должны стать в руках регулирующих органов средствами для определения эффективности и выявления рисков.

Кризис также подтвердил необходимость развития не только моделей системных рисков в банковском секторе, но и моделей, позволяющих понять, каким образом небанковское финансовое посредничество способствует переходу системы от стабильности к нестабильности. До сих пор не измерено влияние на финансовую стабильность взрывного роста за последние 20 лет финансовых институтов со значительным леввериджем («эффектом рычага»), у которых объем капиталов под управлением возрос со 100 млрд долл. в 1990 г. до 3000 млрд в 2007 г. Следует также подчеркнуть, что деятельность некоторых страховых компаний на рынке кредитных деривативов сыграла важную роль в развитии кризиса. Деятельность тех, кого называют теневыми банками (*shadow banks*) или банками параллельной системы (*banques du système parallèle*), не была объектом банковского надзора, что также сыграло важную роль в развитии кризиса.

Еще одним уроком финансового кризиса является необходимость актуализировать образ фрагментированных и высокоэффективных финансовых рынков. Как показывают все более многочисленные исследования, деятельность в области валоризации активов, финансирования предприятий и финансового посредничества обладает рядом серьезных несовершенств, которым следует уделять больше внимания. К их числу, например, относятся внешние эффекты (экстерналисти), асимметрия информации и олигопольная структура некоторых межбанковских рынков. На многих рынках деривативов господствует небольшое число финансовых посредников, стратегия которых оказывает различное влияние на финансовые рынки. Необходимо лучше понять, каким образом эта стратегия вызывает дестабилизирующие последствия.

Более радикальные представители экономической мысли опираются на гипотезу, согласно которой некоторые особенности стандартной экономической парадигмы не позволяют учесть существенные аспекты ситуации, наблюдающейся в последние годы.

Одним из интеллектуальных вызовов является определение момента перехода системы от стабильности к нестабильности. Если в 1980-х годах кризис суверенной задолженности распространялся в течение нескольких лет, азиатский кризис конца 1990-х годов – в течение месяцев, то нынешний финансовый кризис достиг глобального уровня с середины сентября 2008 г. за несколько дней. В физике такой процесс называется фазовым переходом: когда некоторые факторы превосходят критический уровень, система адаптируется, качественно меняя свое поведение. Инвесторы принимают решения, опираясь на такие фундаментальные и медленно меняющиеся переменные, как уровни процентных ставок и инфляции, ожидания прибылей и т.д. Одновременно на них влияют мнения большинства других инвесторов. Эти мнения могут оказывать значительное влияние даже при неизменности фундаментальных показателей. Кроме того, накопление диспропорций может вызвать внезапную коррекцию системы.

Еще один аспект проблемы заключается в роли взаимного доверия, на которое опираются финансовые операции. Когда экономические субъекты начинают сомневаться в выполнении обязательств партнерами, падение доверия вызывает обвал стоимости активов. Это особенно очевидно в условиях сложившейся за последние десятилетия сложной и взаимозависимой системы финансовых рынков. Однако на практике трудно определить, как и когда доверие может внезапно «испариться», причем в огромных масштабах, как это случилось после краха американского инвестиционного банка *Lehman Brothers* в середине сентября 2008 г. Возможным направлением развития анализа

этой проблемы может стать анализ асимметрии и несовершенства информации, а также большая интеграция психологических факторов в экономический анализ.

Интеллектуальный вызов касается также причин, по которым власти начинают заботиться о финансовой стабильности с помощью мер, направленных против финансовой нестабильности. Органы, проводящие экономическую политику, опираются на прогнозы экономического роста, авторы которых, как правило, преувеличивают прогнозные показатели. В отсутствие точных прогнозов государственные органы вынуждены при оценке конкретной ситуации пользоваться неформальной информацией, различными публикуемыми данными, собственными суждениями и мудростью. Ошибочные прогнозы объясняются многими причинами, в том числе трудностями прогнозирования в чрезвычайных условиях и недостатками стандартных макроэкономических моделей, не учитывающих данные о финансовом секторе. Все это требует разработки моделей, в которых центральное место занимает финансовый сектор и которые дополняют инструменты макроэкономического прогнозирования.

Еще один интеллектуальный вызов относится к стресс-тестированию. В будущем при стресс-тестировании следует учитывать взаимоотношения между финансовой системой и экономикой в целом. Например, серьезно ослабленные банки менее склонны предоставлять кредиты, что негативно сказывается на потреблении и инвестициях. К тому же возникает кумулятивный и усиливающийся негативный эффект, который не учитывается при классическом подходе к стресс-тестированию. Новые агрегированные модели могли бы обогатить арсенал средств стресс-тестирования.

Следующая группа интеллектуальных вызовов связана с политикой регулирования. Каким образом можно заранее определить, будут ли меры, принимаемые регулирующими органами, иметь желательный стабилизирующий эффект на уровне финансовой системы? Как ни удивительно, ответ на этот вопрос никогда не давался. В прошлом большинство регулирующих мер оценивалось на микропруденциальном уровне, т.е. на уровне отдельных финансовых посредников или рынков. Как показывает теория сложных систем, этими системами невозможно управлять с точностью, и эффективное решение может быть найдено, если в рамках системы агенты будут обладать важными механизмами безопасности, которые позволят им выжить даже в условиях внешних шоков и попытаться противостоять рискам и ограничить их. Трудно определить, какого уровня должны быть эти защитные механизмы. Для банков они принимают форму коэффициентов достаточности собственного капитала и ликвидности (Базель-3). Хотя новые стандарты Базеля-3 предусматривают меры микропруденциального регулирования, они включают некоторые элементы макропруденциального регулирования. Так, банки должны накапливать собственные капиталы в периоды благоприятной экономической конъюнктуры, чтобы покрывать потери в периоды кризисов. Такая политика будет ограничивать процикличность, внутренне присущую финансовому сектору и проявляющуюся в форме системных рисков.

Помимо процикличности, органы регулирования все больше беспокоятся о взаимодействии между финансовыми институтами, имеющими системное значение (*systemically important financial institutions, SIFI*), и внешними влияниями, которые эти институты оказывают на других финансовых посредников и на систему в целом. Недавно экономисты предложили, чтобы SIFI увеличивали собственные капиталы или уплачивали большие налоги, пропорционально риску, связанному с оказываемым ими внешним влиянием. Как показали дебаты, сложно ввести требования об увеличении собственных капиталов и ликвидности в нынешний механизм регулирования в основном по причине трудностей точного измерения влияния SIFI на систему.

Инициативы в области регулирования на международном уровне сосредоточены на следующих направлениях: уменьшение вероятности банкротства SIFI, ограничение последствий их банкротства, усиление надзора над ними и укрепление финансовой инфраструктуры. Достигнут консенсус в отношении того, что SIFI должны иметь возможность

поглощать потери системного характера. Одновременно в разных странах были приняты меры по восстановлению SIFI, примером чего служат планы подъема экономики и оказания помощи банкам и другим финансовым институтам. Осознание значения количества, качества и скорости поступления информации для обеспечения финансовой стабильности требует значительного улучшения сбора и обработки данных.

Нынешний кризис напомнил об опасности высокой задолженности и чрезмерного эффекта леввериджа. Теперь стало широко известно, что финансирование за счет задолженности, осуществляемое многими экономическими субъектами (от домашних хозяйств до крупных финансовых посредников), не располагающими достаточными доходами, собственными капиталами и гарантиями, является главной причиной нестабильности. В этих условиях не следует отрицать такие инструменты, как коэффициент, отражающий отношение суммы займа к стоимости приобретенного блага (loan-to-value), и потолок отношения задолженности к доходу. Некоторые страны Азии имеют интересный опыт использования таких инструментов в макропруденциальной политике. Следует поразмышлять о том, может ли опыт малых стран использоваться в крупных развитых странах с высокоразвитыми финансовыми системами, а также о том, могут ли указанные меры смягчаться в условиях замедления экономического роста.

В ЕС создан Европейский совет по системным рискам (European systemic risk board, ESRB) – орган макропруденциального надзора над финансовой системой Евросоюза. В случае необходимости совет формулирует рекомендации для государственной политики на средне- и долгосрочный период. Совет включает представителей центральных банков и органов регулирования стран-членов ЕС, а также Европейской комиссии и Совета ЕС. Такой состав совета гарантирует гармонизированный подход к проблемам микро- и макропруденциального регулирования и придает вес его рекомендациям.

Поскольку наличие глобальных диспропорций создает трудности для совместного ответа на международном уровне на системные риски, следует продолжать более глубокие размышления на эту тему, чтобы усилить сопротивляемость международной валютной системы последствиям роста диспропорций и создать более гибкие политические структуры для противостояния возникающим трудностям.

Европейская система центральных банков (Système européen de banques centrales) предприняла значительные усилия по проведению исследований аналитических инструментов для центральных банков и по созданию сети макропруденциальных исследований MaRs (macroprudential research network). Многочисленные исследователи из всех центральных банков стран ЕС работают по трем основным направлениям:

- макрофинансовые модели связи между финансовой стабильностью и результатами экономики в целом;
- системы оповещения о системных рисках;
- оценка риска заражения.

Сеть MaRs представит основные результаты исследований в 2012 г. и интенсифицирует свои научные связи с университетскими учеными и другими исследователями.

После окончания самого серьезного в нынешнем тысячелетии финансово-экономического кризиса перед международным сообществом стоит задача реализации амбициозной программы реформ, направленных на обеспечение быстрого, устойчивого и уравновешенного экономического роста. Наиболее важной частью этой программы является финансовое регулирование, а также проблема макроэкономических диспропорций. Решающим этапом реформы регулирования стали разработка и принятие требований к достаточности капитала Базеля-3. Вместе с тем остаются нерешенными такие вопросы, как подход к финансовым институтам системного значения и к теневой банковской системе.

Общий вывод автора состоит в необходимости:

– углубления знаний об основах и функционировании финансовой системы и о существующих ей рисках, особенно связанных с финансовыми инновациями и ролью финансовых посредников;

– лучшего понимания того, в какой момент и каким способом финансовая система переходит от состояния стабильности к нестабильности;

– развития моделей, учитывающих взаимодействие между общей финансовой нестабильностью и результатами развития экономики;

– использования этих моделей для оценки эффективности политики макропруденциального регулирования в ходе контроля системных рисков.

*Автор реферата – Л.А. Зубченко,  
канд. экон. наук, ИНИОН РАН*

**Уайт У.Р.**

## **РЕГУЛИРОВАНИЕ ГЛОБАЛЬНЫХ ДИСБАЛАНСОВ**

**White W.R.**

**Synthèse du colloque international de la Banque de France «Face aux déséquilibres mondiaux: quelle régulation?» // Bull. de la Banque de France. – P., 2011. – N 184. – Mode of access: <http://www.banque-france.fr/fr/publications/revues/Bulletin-de-la-Banque-de-France/telechar/2011-184-9.pdf>**

Председатель Комитета по изучению экономического положения и проблем развития ОЭСР (Comité d'examen des situations économiques et des problèmes de développement, OCDE) У.Р. Уайт в своем заключительном выступлении сделал обзор материалов организованного Банком Франции шестого международного коллоквиума на тему: «Каким должно быть регулирование глобальных дисбалансов», прошедшего 4 марта 2011 г. в Париже.

В ходе коллоквиума состоялись четыре сессии. **На первой сессии** обсуждался вопрос: какие дисбалансы наблюдаются после кризиса. Выступавшие – К. Нишимура (K. Nishimura) и К. Рогофф (K. Rogoff) – отметили, что макроэкономические модели, обычно используемые в университетах, центральных банках и международных финансовых организациях, не учитывают значительных дисбалансов. Необходимо радикально пересмотреть эти модели. При этом возникает вопрос: нужно ли учитывать наряду с внешними (например, внешнеторговыми) дисбалансами и внутренние дисбалансы? В своих выступлениях О. Бланшар (O. Blanchard), Дж.А. Френкель (J.A. Frenkel), Н. Рубини (N. Roubini) и А. Вебер (A. Weber) подчеркивали, что источником внешних дисбалансов являются внутренние дисбалансы. В целом проблема дисбалансов сложна и многогранна, разнообразны не только внешние, но и внутренние дисбалансы. Финансовые дисбалансы приводят к повышению стоимости активов и росту сверхзадолженности финансовых институтов. Среди реальных дисбалансов можно выделить аномально низкий уровень сбережений домашних хозяйств в большинстве стран и аномально высокий уровень инвестиций в постоянный капитал в Китае. Это вызывает диспропорции в структуре производства, когда некоторые отрасли, например, строительство, развиваются слишком быстро, не соответствуя реальному спросу. Многие дисбалансы в своем происхождении связаны с чрезмерным увеличением объема кредитов. Об этом свидетельствуют и факты экономической истории.

Отвечая на вопрос о том, каким образом дисбалансы вызывают проблемы, Дж. Френкель отметил, что «они создают угрозу для устойчивого роста». Фаза экспансии, связанная с увеличением кредитов, в последующем трансформируется в рецессию, которая тем более глубока, чем сильнее ослаблена финансовая система. Наступивший кризис скажется на снижении потенциала производства ВВП. Величина издержек кризиса зависит

от взаимодействия реальных и финансовых дисбалансов в докризисный и кризисный периоды. Во время нынешнего кризиса напряженности появились сначала в финансовой сфере, распространившись затем на реальную экономику. Но даже финансовая стабильность не является достаточным условием для того, чтобы избежать разрушительных макроэкономических результатов.

Некоторые оптимистически настроенные участники коллоквиума полагают, что сегодня дисбалансы не создают больше угрозы для мирового роста. Другие, в частности Дж. Френкель и Н. Рубини, настроены более скептически: по их мнению, дисбалансы, наблюдающиеся с начала кризиса в 2007 г., сохранились и поныне. Н. Рубини считает, что кейнсианская политика увеличения глобального спроса имеет только временный эффект и что традиционный арсенал макроэкономических мер во многом устарел. Реальная процентная ставка равна нулю и даже может быть отрицательной, балансы центральных банков значительно возросли, а суверенный долг многих стран приобрел огромные масштабы.

**На второй сессии** рассматривались вопросы о вызове для надзора и о координации мер с целью предотвращения кризиса. Как отмечали Дж. Френкель и Н. Рубини, некоторые меры, направленные на смягчение нынешнего кризиса, увеличивают потери от будущих кризисов. Например, стимулирование накопления государственного и частного долга во время рецессии увеличивает вероятность будущего кризиса и связанные с ним издержки.

Большая часть выступлений на сессии была посвящена четырем проблемам, с которыми сталкиваются институты, призванные предупреждать кризисы: проблемам понимания истоков кризиса, его идентификации, проведения антикризисных мер и координации. По всем этим вопросам участники коллоквиума отмечали значительный прогресс, вместе с тем указывая, что многое еще нужно сделать для их решения.

Проблема понимания связана с наличием адекватных аналитических рамок, позволяющих понять, что стабильность цен и финансовая стабильность являются желательными, но недостаточными условиями для того, чтобы избегать серьезных макроэкономических проблем, вытекающих из эволюции кредитного цикла (*cycle de crédit*).

Как показывает опыт, некоторые ответственные органы более восприимчивы, чем другие, к предложениям, касающимся дисбалансов. Так, ФРС США проводит денежно-кредитную политику, опираясь практически на единственный показатель разрыва в производстве, не принимая во внимание дисбалансы. В то же время Банк Японии, помимо разрыва в производстве, учитывает факторы, связанные с эволюцией кредитов. Европейский центральный банк (ЕЦБ) занимает промежуточное положение между двумя крайностями, отслеживая эволюцию денежной массы как показатель будущей инфляции и эволюцию кредита как показатель будущих дисбалансов.

Проблема идентификации требует точного определения того, что проблемы действительно обостряются и усиливаются. На сессии отмечалось, что и в этой области достигнут определенный прогресс, в частности, приняты новые требования Базельского комитета по банковскому надзору (Базель III), а также возросло число работ, посвященных разработке экономических и финансовых показателей для идентификации будущих кризисов. Отмечалось, что стресс-тестирование финансовых институтов и результаты оценки государственных бюджетов могут быть ошибочными. Во время фазы экспансии эти показатели удовлетворительны, тогда как во время рецессии их восприятие радикально меняется, как показывает опыт Испании и Ирландии.

Ч. Ким (Ch. Kim) указал на сложность, непрозрачность и постоянные финансовые инновации как на факторы, затрудняющие идентификацию проблем, угрожающих финансовому сектору. Идентификации уязвимости финансовой системы препятствуют и такие факторы, как взаимозависимость и «разделенные шоки» (*chocs partagés*), которые трудно отслеживать и оценивать. В этих условиях неудивительно, что меры, предлагаемые в отношении системного риска в рамках Базеля III, уже сегодня считаются очень неполными. Действительно, они в основном привязаны к традиционным микроэкономическим показателям.

Проблема стремления действовать для предотвращения кризиса сводится к преодолению пассивности, проявляемой даже тогда, когда проблемы стали очевидными. Ч. Гудхарт (Ch. Goodhart) заявил, что требования в отношении контрциклических собственных капиталов в Базеле III бесполезны, поскольку они никогда не будут реализованы национальными органами регулирования. Как объяснить пассивность этих органов? По мнению Ч. Гудхарта, одна из причин имеет внутреннее происхождение и связана с непопулярностью политики ужесточения во время фазы экспансии, когда многие извлекают немалые прибыли. Пассивность органов связана также с внешними факторами. Ужесточение правил регулирования в стране А немедленно вызовет критику, поскольку создаст преимущества для страны Б. Как заключил Ч. Гудхарт, при осуществлении макропруденциального регулирования следует руководствоваться правилами, оно не должно сводиться к отдельным мерам. В будущем органы регулирования должны будут публично оправдывать все принятые решения, опирающиеся на заранее установленные правила.

Эффективность надзора зависит от решения проблем координации в национальных и международных масштабах. Выступавшие указывали на повышение роли Совета по финансовой стабильности и деятельности «группы 20» (G20). Сотрудничество между странами (например, заключение соглашений о валютных свопах между центральными банками) способствовало уменьшению потерь от финансового кризиса. Вместе с тем отмечалось, что многое еще предстоит сделать. М. Драги (M. Draghi) представил программу деятельности Совета по финансовой стабильности, а О. Вланшар и М. Вольф (M. Wolf) указали на отсутствие общепризнанной аналитической модели для анализа скоординированных решений. М. Драги, Ж. де Лярозьер и Ч. Ким отметили сдержанность стран в отношении отказа от суверенных целей в бескризисный период. Ф. Аллен (F. Allen) указал на сдержанность развитых стран в отношении перестройки архитектуры международной финансовой системы с учетом усиления экономической власти стран с формирующимися рынками. Это создает препятствия для международной кооперации, так как многие страны не доверяют таким институтам, как МВФ, чувствуя себя исключенными из их руководящих органов.

**Третья сессия** была посвящена роли центральных банков с учетом уроков финансового кризиса. Был поднят важный вопрос о том, должен ли центральный банк менять процентную ставку, чтобы предотвратить чрезмерный рост кредитов. Ж.-П. Ландо (J.-P. Landau), Ч. Гудхарт и Ф. Орфанидес (A. Orphanides) ответили на этот вопрос отрицательно, тогда как О. Жеанн (O. Jeanne) назвал это положение «частью посткризисного консенсуса». Названные участники полагают, что для ограничения чрезмерного кредитования следует использовать инструменты макропруденциального регулирования. Однако, подчеркивает У.Р. Уайт, на практике эти инструменты оказываются недостаточными, особенно тогда, когда их неполное использование сулит весьма немалые выгоды. Вероятно, в конечном счете, придется одновременно использовать меры денежно-кредитной политики и макропруденциальные инструменты. Вопросы о том, в какой момент и в какой пропорции должны приниматься указанные меры, остаются открытыми.

В ходе сессии рассматривался вопрос о роли, которую должны играть центральные банки в активизации и управлении макропруденциальными инструментами. Большинство участников считают, что центральные банки должны играть в этом важную роль по многим причинам и прежде всего потому, что инструменты денежно-кредитной политики и макропруденциальные инструменты взаимозависимы и влияют на расходы. В результате их использование требует кооперации и координации. А. Орфанидес отметил, что руководители центральных банков имеют бóльшую ориентацию на решение макроэкономических проблем, чем на регулирование. Сегодня центральные банки приобретают бóльшую независимость от сферы политики, что помогает им решать возникающие проблемы. О. Жеанн, напротив, считает, что центральные банки рискуют попасть под все большее влияние, но не государства, а финансового сектора.

**На четвертой сессии** рассматривались проблемы реформирования международной валютной системы (МВС). М. Вольф отметил, что нынешняя МВС сильно отличается от МВС, функционировавшей после падения бреттонвудской системы. Последняя характеризовалась такими чертами, как режим плавающих валютных курсов, привязка национальной денежно-кредитной политики к номинальным целям, валютные резервы не играли большой роли. Взамен этого нынешняя МВС испытывает немалое влияние со стороны накопленных в беспрецедентных масштабах валютных резервов. Если бы МВС навязывала строгую дисциплину как дебиторам, так и кредиторам, то удалось бы избежать возникновения внутренних и внешних дисбалансов. Некоторые участники указывали на то, что МВС способствовала возникновению финансового кризиса. За 20 докризисных лет объем инвестиций в экономику развитых стран был очень низок. В условиях, когда глобальный спрос снижался, глобализация способствовала увеличению предложения. Центральные банки развитых стран (особенно ФРС США) проводили адаптивную (accommodante) денежно-кредитную политику. Столкнувшись с давлением в отношении повышения валютных курсов, страны с формирующимися рынками, в том числе Китай, стали реагировать также с помощью адаптивной денежно-кредитной политики и массированного вмешательства на валютных рынках. Их валютные резервы реинвестировались в экономику развитых стран, что вызвало поистине глобальную экспансию кредита со всеми вытекающими из этого последствиями.

Некоторые участники указали на трудности, которые должны быть учтены при проведении реформы МВС. Первая трудность связана с тем, что паритет процентных ставок достижим только в течение очень долгого периода, поскольку на него влияют многочисленные и важные факторы. Международное движение капиталов различно в своем влиянии на благосостояние, так как может способствовать дорогостоящей смене эпизодов экспансии эпизодами снижения роста. Кроме того, весьма вероятно, что эти кризисы будут наиболее сильными в странах с формирующимися рынками. В этих условиях может усилиться волатильность плавающих валютных курсов. В отдельных случаях ужесточение денежно-кредитной политики сможет противоречить достижению поставленных целей, если приток иностранных капиталов будет способствовать смягчению условий кредитования. М. Камдессю, Дж. Френкель и др. полагают, что эта ситуация в определенной мере оправдывает введение контроля за международным движением капиталов. М. Камдессю отметил, что на международном уровне следует принять критерии, позволяющие определить, в какой момент следует вводить этот контроль.

Вторая трудность связана с тем, что начинает ощущаться нехватка времени для проведения реформы МВС. Доллар США продолжает сохранять свой статус «валюты-убежища» в период кризиса, хотя на будущее его статус вызывает все большее беспокойство. В США зарегистрированы значительные уровни дефицитов и задолженности, а ФРС приобрела беспрецедентную часть суверенного долга. О. Жеанн указал на возможность резкого повышения премий за риск и на отсутствие примеров центральных банков, которые толкали бы свои страны к банкротству, отказываясь скупать государственные облигации.

На сессии прозвучало предложение о том, что эмитенты резервных валют, в частности США, должны нести ответственность и быть более внимательными к международным последствиям своей национальной политики. В противном случае было бы более предпочтительным заменить доллар новой валютой (например, специальными правами заимствования МВФ), которая будет управляться не национальными, а международными институтами.

В ответ на это М. Вольф, Ж. де Ларозьер и К. Нишимура заметили, что ответственность за дисбалансы несут не только дебиторы. Система золотого стандарта и бреттонвудская валютная система потерпели крах в значительной мере потому, что страны, накопившие валютные резервы, не могли действовать должным образом.



К. Лагард (Chr. Lagarde) выдвинула ряд практических предложений, направленных на улучшение функционирования МВС, а не на ее радикальное преобразование. Эти предложения в целом совпадают с предложениями М. Вольфа, считающего необходимым навязать дисциплину прежде всего США как дебитору, валюта которых имеет статус резервной, Китаю и другим странам – как кредиторам.

\* \* \*

Хотя на коллоквиуме рассматривались проблемы будущего регулирования, немало внимание было уделено мерам по борьбе с существующими дисбалансами. Внешнеторговые дисбалансы рекомендуется преодолевать с помощью таких традиционных мер, как повышение нормы сбережений в странах с торговым дефицитом и снижение нормы сбережений в странах с активным сальдо торгового баланса.

Желательна также эволюция номинальных валютных курсов, чтобы стимулировать более эффективное перераспределение ресурсов между секторами. С учетом того, что многие страны с формирующимися рынками уже полностью используют свои производственные мощности, снижение в них нормы сбережений без повышения номинального обменного курса их валют может приводить к росту инфляции.

В ходе второй и третьей сессий некоторые участники коллоквиума выражали беспокойство по поводу возможности нового серьезного кризиса. Действительно, сегодня не только сохраняются крупные дисбалансы, но и существуют причины сомневаться в эффективности мер традиционной макроэкономической политики, направленных на их устранение, что ставит вопрос о применении альтернативных мер. К. Рогоф еще раньше выражал беспокойство по поводу чрезмерного использования долговых инструментов. Если бы большая часть эмитентов выпускала не долговые обязательства, а акции (или другие ценные бумаги, доходность которых зависит от результатов деятельности), то риски были бы гораздо меньшими, и это предотвратило бы дестабилизирующие эффекты банкротств, связанных с необходимостью погашения чрезмерной задолженности.

Положения К. Рогофа, вызывают еще один вопрос: учитывая использование чрезмерной задолженности, нужно ли сегодня принимать меры по ее уменьшению? Дж. Френкель, О. Жеанн, К. Рогоф и Н. Рубини полагают, что этот вопрос следует поставить более четко, поскольку неплатежеспособность домашних хозяйств приводит к неплатежеспособности банков, что, в свою очередь, приводит к неплатежеспособности государств. Участники коллоквиума согласились с необходимостью поиска наилучших средств уменьшения чрезмерной задолженности. Отмечалось также, что издержки по обслуживанию долга могут быть облегчены путем ускорения экономического роста.

*Автор реферата – Л.А. Зубченко,  
канд. экон. наук, ИНИОН РАН*

## Раздел V

# ОТ КРИЗИСА К ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

### МВФ О ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ В МИРЕ

**Rapport sur la stabilité financière dans le monde (GFSR). Resume analytique. –  
Mode of access: <http://www.imf.org/external/french/pubs/ft/gfsr/2011/01/pdf/pressf.pdf>**

Излагаются основные положения Доклада о финансовой стабильности в мире, подготовленного экспертами МВФ и опубликованного в апреле 2011 года.

Глобальная финансовая стабильность за последние шесть месяцев (на дату публикации доклада) повысилась благодаря более высоким макроэкономическим показателям и продолжающейся реализации адаптивной макроэкономической политики. При этом, однако, сохраняются факторы уязвимости. Подъем двумя разными темпами (умеренными в странах с развитой экономикой и более активными в странах с формирующимися рынками) создает трудности для экономической политики. В странах с развитой экономикой, больше всего пострадавших от кризиса, правительства и население по-прежнему имеют высокую задолженность, а надежность финансовых организаций пока не восстановилась в должной мере. Страны с формирующимися рынками сталкиваются с новыми проблемами, связанными с высоким внутренним спросом, быстрым ростом кредитов, относительно адаптивной макроэкономической политикой и значительным притоком иностранных капиталов. Геополитические риски могут угрожать перспективам развития мировой экономики в условиях, когда цены на нефть быстро растут из-за перебоев в ее предложении из стран Ближнего Востока и Северной Африки.

Основная задача, стоящая перед правительствами стран с развитой экономикой, заключается в том, чтобы переориентировать экономическую политику с использования государственной поддержки и вливания ликвидности, на меры структурного характера – «меньше поддержки и больше оздоровления финансовой системы», что означает уменьшение уровня леввериджа и восстановление рыночной дисциплины при одновременном предотвращении дестабилизирующего воздействия этих мер на финансовую и экономическую систему во время переходного периода. Таким образом, прекращение предоставления государственных гарантий и усиление ответственности держателей облигаций за возможные убытки должны опираться на укрепление банковского сектора, обеспечение среднесрочной устойчивости государственных финансов и уменьшение бремени чрезмерной задолженности частного сектора.

Особое внимание в докладе уделено положению европейских банков, сохраняющаяся уязвимость которых угрожает стабильности мировой финансовой системы. Многие финансовые институты, и в первую очередь банки, в условиях кризиса стремились увеличить размеры и повысить качество собственных капиталов, но этот процесс развивался крайне неравномерно, в результате чего европейские банки отставали от американских. Структурные слабости и уязвимость характерны для банков стран зоны евро, что создает для них значительные риски, если не будет найдено общее решение. Наиболее серьезный ближайший вызов состоит в финансировании банков и наиболее уязвимых стран. Низкие уровни собственных капиталов наблюдаются у некоторых немецких банков, итальянских, португальских и испанских сберегательных касс.

Как подчеркивают эксперты МВФ, перед странами ЕС стоит задача реструктуризации слабых банков и их рекапитализации (то есть увеличения собственных капиталов), что

частично должно осуществляться за счет государственных средств. Указываются и другие источники средств пополнения собственных капиталов, в том числе такие, как снижение дивидендов, откладывание в резервы большей части прибыли и постепенное сокращение балансов.

На мировом уровне задолженность банков, оплата которой наступает в два ближайших года, составляет 3,6 трлн долл. Наиболее настоятельные требования рефинансирования относятся к немецким и ирландским банкам. Без прочного финансового сектора экономика ЕС обречена на отставание. Наличие крупной государственной и частной задолженности оказывает сильное давление на экономическую активность и угрожает финансовой стабильности.

Задача правительств стран с формирующимися рынками состоит в том, чтобы ограничить перегрев экономики и усиление факторов уязвимости. В целом эти страны сохраняют более высокие темпы роста, чем страны с развитой экономикой, что сопровождается растущим притоком иностранных портфельных инвестиций. Это оказывает давление на финансовые рынки и способствует повышению уровня леввериджа, формированию ценовых пузырей на рынках активов и усилению инфляционного давления. Правительствам потребуется уделять большее внимание ограничению макрофинансовых рисков, которые могут сдерживать экономический рост и подрывать финансовую стабильность. В ряде случаев это будет сопряжено с ужесточением макроэкономической политики и с использованием макропруденциальных инструментов обеспечения финансовой стабильности.

В течение ближайших месяцев наиболее острой проблемой будет финансирование банков и суверенных долгов. Повышение затрат на финансирование и растущая сумма накопленных государственных долгов приведут к увеличению государственных процентных платежей в большинстве стран с развитой экономикой. Если дефицит продолжит снижаться, то затраты на выплату процентов должны в целом оставаться на приемлемом уровне. Вместе с тем США и Япония должны ускорить реализацию среднесрочных стратегий консолидации бюджетов, чтобы избежать рисков нарушения финансовой стабильности и сохранить доверие к финансовой системе.

В целом, несмотря на передачу рисков от частного сектора к государственному во время кризиса, доверие к банковской системе во многих странах с развитой экономикой не было восстановлено в полной мере, на него по-прежнему влияет размер суверенного долга. В США вялый рынок жилья, сохраняющиеся проблемы в области ипотеки, а также ожидающие рассмотрения дела об обращении взысканий на имущество, по-прежнему оказывают давление на банковскую систему, ограничивая рост кредитов и возврат к функционирующему в полную силу ипотечному рынку. Необходимо также обеспечить увеличение собственных капиталов банков и большую прозрачность банковских балансов, а также усилить требования со стороны регулирующих органов. Следует проводить более строгое и реалистичное стресс-тестирование банков. Без этих мер нынешние краткосрочные трудности в области финансирования могут обострить проблему системной ликвидности.

Измерение и уменьшение системных рисков ликвидности должны занимать первоочередное место в программе регулирующих органов. Эти риски были одной из основных особенностей финансового кризиса и еще полностью не преодолены. Разрабатываемые Базельским комитетом по банковскому надзору требования к ликвидности (Базель 3) помогут увеличить резервы ликвидности, хотя, как подчеркивается в докладе, и не смогут полностью решить проблему системного риска ликвидности. Дело в том, что новые глобальные количественные стандарты ликвидности Базеля 3, по сути, являются микропруденциальными, то есть призваны ограничивать принятие риска ликвидности каждым отдельным банком и не предназначены для уменьшения системных рисков ликвидности.

Это обуславливает необходимость создания макропруденциальной системы, направленной на уменьшение системного риска ликвидности. Первоочередное внимание следует уделить разработке системы оценки, учитывающей негативные воздействия, кото-

рые решения одной организации по управлению риском ликвидности могут оказать на остальную часть финансовой системы. Это приведет к тому, что финансовые организации будут нести большую часть бремени, которое они возлагают на центральные банки и правительства. Макропруденциальный инструмент может принимать форму дополнительного требования к собственному капиталу банка, сбора, налога или страховой премии. Использование такого инструмента предполагает, что у органов власти есть надежная методология для измерения системных рисков ликвидности и вклада каждой организации в создание этих рисков.

В докладе предлагаются три подхода к измерению системного риска ликвидности и макропруденциальные инструменты для его ограничения: а) расчет индекса системного риска ликвидности на рыночной основе; б) использование модели ликвидности с поправкой на системный риск; в) использование модели макроэкономического стресс-тестирования.

Все три метода, учитывающие риски в разные периоды времени и в разных организациях, являются достаточно гибкими, и их можно использовать для небанковских организаций, которые содействуют возникновению системных рисков ликвидности. Важным результатом одной из моделей был вывод о том, что во время недавнего кризиса общая вероятность системного недостатка ликвидности банков была выше, чем простая сумма рисков ликвидности, связанных с каждым отдельным банком. Это показывает важность учета системного характера риска ликвидности.

Предлагаемые три метода должны решать две задачи: 1) измерять величину вклада данной организации в системные риски ликвидности; 2) использовать полученную величину, чтобы рассчитать цену поддержки ликвидности, которую организация будет получать от центрального банка.

Подход органов регулирования к преодолению системных рисков ликвидности должен быть многоплановым и включать следующие меры:

- улучшение функционирования финансовых рынков путем укрепления лежащей в их основе инфраструктуры;
- усиление надзора и регулирования небанковских финансовых организаций, которые содействуют возникновению системных рисков ликвидности через, так называемые, «теневые банки», хедж-фонды и взаимные фонды денежного рынка;
- более тесная международная координация и более полное раскрытие финансовой информации по финансовым рынкам и срокам погашения активов и пассивов, что позволит надлежащим образом оценивать нарастание рисков нехватки ликвидности в финансовой системе;
- улучшение оценки общей эффективности затрат на использование различных макропруденциальных инструментов.

В целом инструменты оценки риска ликвидности должны обеспечить возможности для более эффективного распределения бремени системных рисков ликвидности между частным и государственным секторами и содействовать уменьшению вмешательства центральных банков в периоды спада.

Общей основой кризиса во многих странах стал чрезмерный и неравномерно распределенный рост кредитования, который содействовал бумагам на рынках жилья. Рассматривая связи между системами финансирования жилья и финансовой стабильностью, в докладе отмечается, что структура систем финансирования жилья в некоторых странах привела к более глубокому спаду на рынке жилья и к усилению финансовой нестабильности. В США, где на рынке жилья и в сфере его финансирования по-прежнему сохраняются серьезные проблемы, следовало бы ввести более четкие и прозрачные правила участия государства на рынке жилья, в том числе уменьшить роль двух крупных спонсируемых государством структур Freddie Mac и Fannie Mae. Эти задачи необходимо решать поэтапно, принимая во внимание еще слабый рынок жилья и медленный экономический подъем. Странам, заинтересованным в создании прочных систем финансирования жилья, рекомен-

дуются «вернуться к основам», то есть обеспечить надежное оформление кредитов и содействовать применению простых и прозрачных ипотечных контрактов.

Во избежание в будущем формирования пузыря цен на жилье, органы власти должны совершенствовать управление рисками, повышать качество стандартов и эффективность надзора, в том числе, за процессом секьюритизации ипотечных бумаг, выпущенных частными эмитентами. Странам, заинтересованным в создании новых систем финансирования жилья, следует начать с мер по развитию надежного регулирования, действенного надзора и по усилению прозрачности, и это особенно актуально для стран с формирующимися рынками.

*Автор реферата – Л.А. Зубченко,  
канд. экон. наук, ИНИОН РАН*

**Розенгрэн Э.С.**

**ОПРЕДЕЛЕНИЕ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ  
И НЕКОТОРЫЕ ПОЛИТИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ  
ПРИМЕНЕНИЯ ОПРЕДЕЛЕНИЯ**

**Rosengren E.S.**

**Defining Financial Stability, and Some Policy Implications of Applying the Definition. / Keynote Remarks at the Stanford Finance Forum Graduate School of Business Stanford University. – Boston: 2011. – 3 June. – 28 p. – Mode of access: <http://www.bostonfed.org/news/speeches/rosengren/2011/060311/060311.pdf>**

Эрик С. Розенгрэн – президент и главный исполнительный директор Федерального резервного банка Бостона выступил с докладом на Финансовом форуме в Стэнфорде (Калифорния) 3 июня 2011 года.

Тема финансовой стабильности привлекает все более пристальное внимание. Специалисты пытаются извлечь уроки из финансового кризиса. Но частично это затруднено тем, что нет четкого определения финансовой стабильности (или нестабильности). Хотя закон Додда-Франка (Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) концентрирует внимание на финансовой стабильности, в законе нет ее определения. Возможно, это объясняется тем, что финансовую стабильность определяют по-разному. Так, новый Комитет по надзору над финансовыми услугами (FSOC), созданный в соответствии с законом Додда-Франка, исходит из определения различных условий финансовой стабильности.

Закон Додда-Франка главным образом концентрирует внимание на банкротстве крупных финансовых институтов и платежных систем. Но банкротство крупных взаимосвязанных институтов – это только одно из возможных проявлений системных проблем. Примеры, которые будут приведены ниже, не связаны с возможным банкротством крупного банка, но показывают важность учета системных проблем.

Отдельные эксперты доказывают, что поддержание финансовой стабильности должно затрагивать комплекс вещей, таких как волатильность на финансовых рынках, провалы кластерных финансовых институтов или пузыри активов (хотя бы на ранних стадиях их формирования).

Прояснение понятия финансовой стабильности нужно, чтобы выработать адекватные политические меры, а также определить, какие проблемы должны быть разрешены, а

какие – нет. Знание данных параметров, в свою очередь, критически важно для выделения необходимых инструментов надзора и регулирования.

Предлагаются следующие определения финансовой стабильности и нестабильности, что может быть полезным в политических дискуссиях.

*Финансовая стабильность отражает способность финансовой системы устойчиво предлагать кредитное посредничество и платежные услуги, необходимые реальной экономике, для ее дальнейшего роста.*

*Финансовая нестабильность возникает, когда проблемы (или озабоченность возможными проблемами) отдельных институтов, рынков, платежных систем или финансовой системы в целом значительно нарушают предложение кредитного посредничества и, тем самым, существенно влияют на реальную экономическую активность.*

С точки зрения проблем денежно-кредитной политики возможно использование следующего определения финансовой стабильности, точнее финансовой нестабильности. Подобную ситуацию характеризуют три ключевых элемента: проблемы в финансовой системе; несправедливое посредничество (или его предложение); существенное влияние на реальную экономику. Основная характеристика – услуги финансового или кредитного посредничества (и их поддержка реальной экономики).

**Критически важная роль финансового посредничества в стабильности.** Финансовые посредники, подобные банкам, выполняют важную функцию в экономике, соединяя заемщиков и кредиторов, т.е. принимают средства вкладчиков или инвесторов и предоставляют их физическим и юридическим лицам, в результате бизнес предприятия нанимает работников, если это может принести более высокую отдачу.

Вкладчики в целом нуждаются в частом доступе к своим средствам, в то время как заемщикам средства нужны на более продолжительные периоды времени. Поэтому существует так называемая «трансформация срочности» коротких депозитов в более продолжительные кредиты. Хотя вкладчики хотят почти безрискового использования своих средств, инвестиции заемщиков всегда сопряжены с кредитным риском. Поэтому финансовые посредники также выполняют задачу «трансформации риска». Финансовое посредничество должно обладать опытом в оценке кредитоспособности инвестиций, в мониторинге и получении выгод от диверсификации инвестиций.

В обычных условиях финансовое посредничество может предоставлять вкладчикам или инвесторам доступ к их средствам без задержки или с небольшой задержкой. Поэтому финансовое посредничество является жизненно важным сектором для хорошо функционирующей экономики, т.к. аккумулирует средства многих вкладчиков и направляет их на более рискованные и долгосрочные инвестиционные проекты, поддерживающие реальную экономическую активность.

Обратное также справедливо: нарушение посредничества может иметь серьезные макроэкономические последствия. Последние исследования показали, что восстановление экономики после кризисов, в ходе которых финансовое посредничество было серьезно нарушено, может быть значительно продолжительнее и более неопределенным, чем восстановление после кризисов, в ходе которых финансовое посредничество не было сильно затронуто.

Поэтому в практических целях под финансовой стабильностью можно понимать ситуацию, когда банкротство отдельного финансового института или даже группы институтов не разрушает услуги посредничества. Это может быть, например, если у услуг финансового посредничества есть близкие заменители, доступные для потенциальных заемщиков.

Но такое определение не включает несколько важных моментов. Например, в нем нет упоминания о пузырях активов. Так, взрывы пузырей активов в ходе недавнего кризиса показали, что не все они ведут к нарушению финансового посредничества. Пузыри активов будут воздействовать на финансовую стабильность, только если ключевые финансовые посредники используют большой леведредж для покупки активов, на рынке которых надувается пузырь, поэтому они будут серьезно затронуты, когда пузырь взрывается. В такой ситуации они могут столкнуться с балансовыми ограничениями, способными значительно нарушить услуги посредничества, а тем самым негативно повлиять на развитие реальной экономики. Не все пузыри активов отражают финансовую нестабильность, ее характеризуют только те, что затрагивают институты, вовлеченные в финансовое посредничество реальной экономики. Формирование пузырей активов помогает проиллюстрировать, насколько определение финансовой нестабильности важно для понимания, какие нужны инструменты для противодействия.

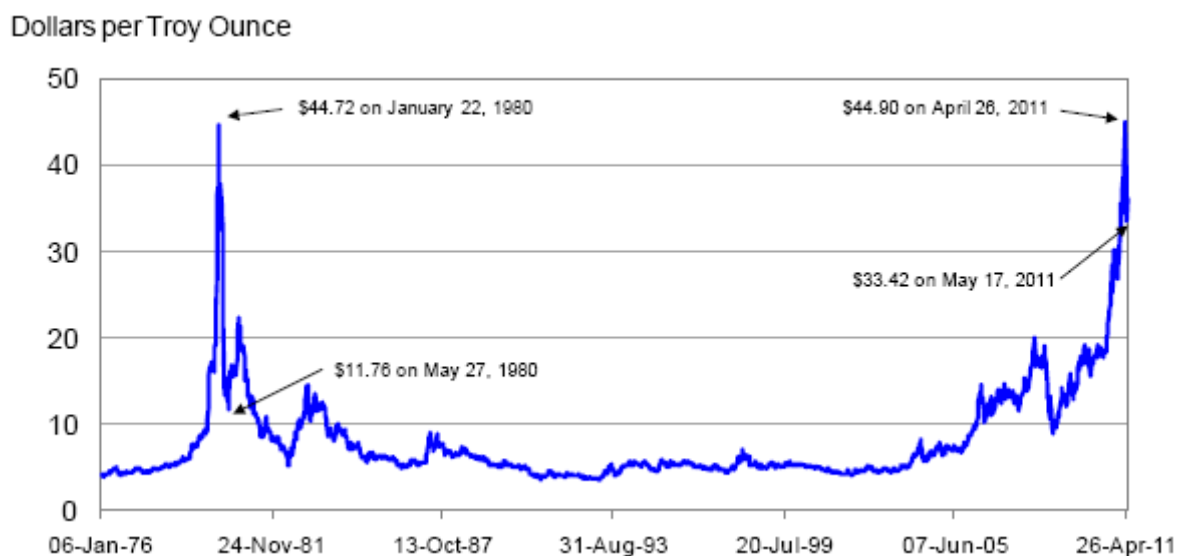
Рассмотрим на примерах, каким образом данное определение финансовой стабильности (нестабильности) может быть применено на практике.

### **Примеры, не подпадающие под определение финансовой стабильности или способствующие формированию финансовой нестабильности**

Первый пример касается цен на серебро. Рисунок 1 отражает динамику цен на серебро.

Рисунок 1

#### **Динамика цен на серебро (базовая цена Handy & Harman), 06.01.1976 г. – 24.05.2011 г.**



Source: WSJ / Haver Analytics

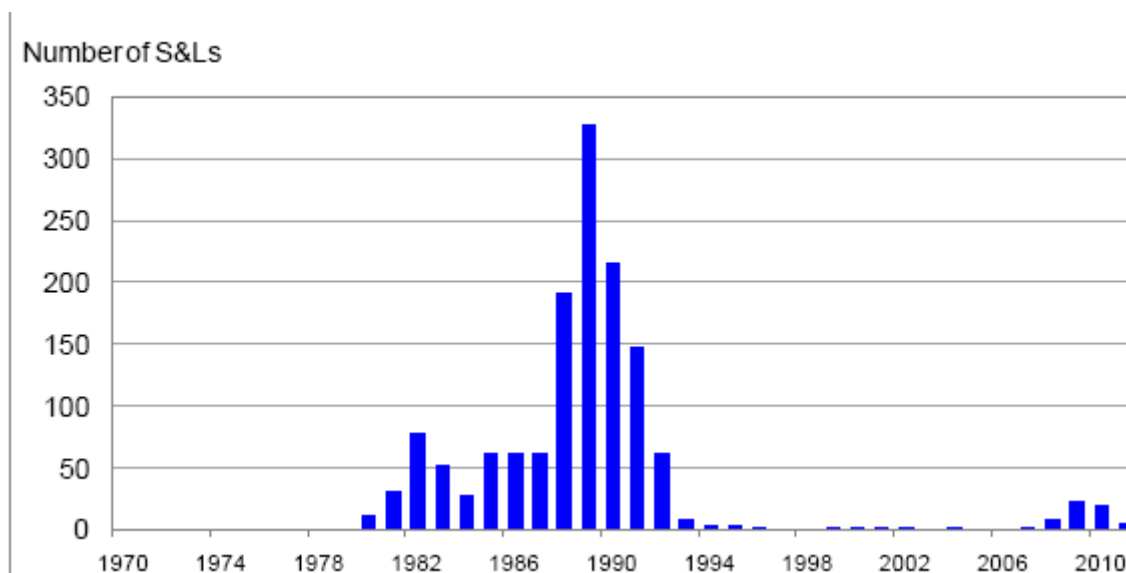
Первый всплеск роста цен произошел на рынке серебра несколько лет назад, когда цены выросли почти до 45 долл. за тройскую унцию, после чего последовало снижение почти на 75%. Второе резкое изменение произошло, когда цены стали расти с 17,65 долл. за тройскую унцию в июле прошлого года до 44,9 долл. в конце апреля нынешнего года. После пика цены на серебро упали более чем на 25%, до 33,42 долл. 17.05.2011. Данные резкие колебания цен на серебро показывают рискованность и волатильность инвестиций в товары. Они не соответствуют определению финансовой нестабильности. Волатильность цен отлична от финансовой нестабильности. Серебро – относительно небольшой рынок, на него финансовые посредники с большим леведреджем выходят нечасто. Поэтому резкое па-

дение цен на серебро не оказало воздействия на финансовое посредничество. Поэтому в ответ на колебания цены и не нужны политические меры

Второй пример – банкротства сберегательных кредитных институтов с начала 1980-х – до начала 1990-х годов (Рисунок 2).

Рисунок 2

**Банкротства сберегательных и кредитных институтов,  
1970-2011 гг. (данные за год)**



Source: FDIC

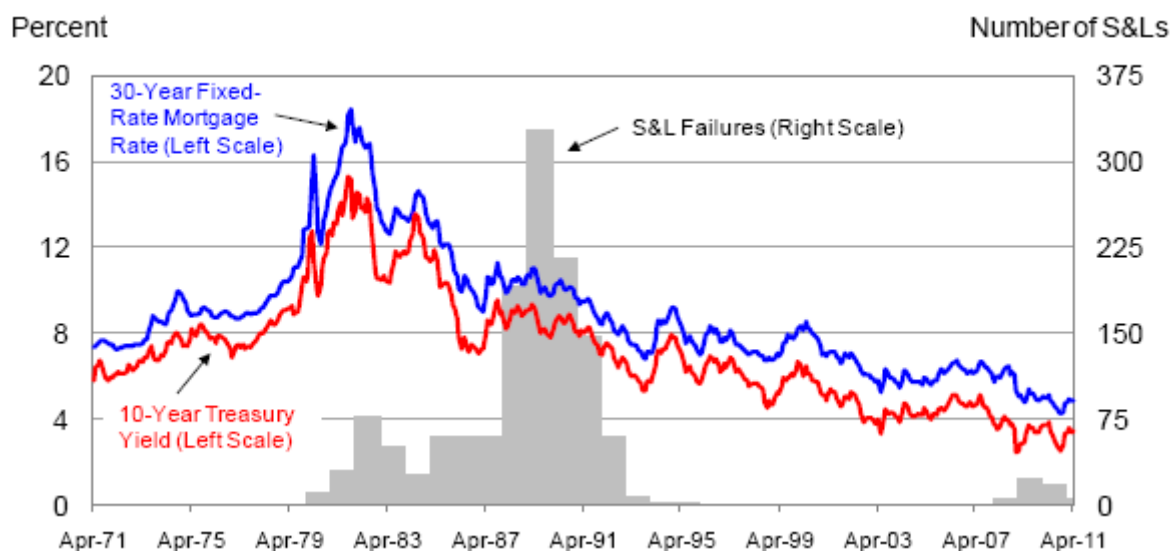
Сочетание плохого надзора и плохого управления привели к тому, что сбережения и кредиты оказались в первую очередь затронутыми изменением тренда процентных ставок. Банки занимали короткие деньги и выдавали длинные кредиты в условиях быстро растущих процентных ставок. В результате их капитал стал исчезать, уровень риска многих сбережений и кредитов вырос из-за принятия риска на рынке коммерческой недвижимости, что привело к широкому распространению банкротств, а в ряде случаев – к существенным потерям. Эти потери были серьезной проблемой для фонда страхования депозитов.

Хотя эта ситуация сопряжена с крайне высокими затратами, ведет ли она к финансовой нестабильности? Если применять вышеприведенное определение, то нет. Сберегательные и кредитные институты не являются единственными поставщиками кредита для участников жилищного рынка. Многие коммерческие банки хотят и могут кредитовать потенциальных покупателей жилья. К тому же, секьюритизация ипотек упростила для заемщиков получение финансирования вне зависимости от посредника и от заемщика, инициировавшего кредита. График 3 показывает спред между 10-летними казначейскими облигациями и 30-летними ипотеками, по которым происходили банкротства. В тот период не было резкого разрыва в ценообразовании на кредит, также не было ситуации невозможности получить ипотеку под дом. Поэтому, несмотря на то, что большое число институтов стало банкротами, не было серьезного нарушения посредничества при ипотечном кредитовании, по крайней мере, в целом.

Третий пример касается резкого роста цен на акции “dot-com” в конце 1990-х годов, как следует из рисунка 3.



**Ставки по ипотеке, доходность казначейских облигаций  
и банкротства сберегательных и кредитных институтов,  
апрель 1971 г. – апрель 2011 г.**



**Динамика индекса Доу-Джонс акций Интернет композит,  
июль 1997 г. – апрель 2011 г.**



Source: Dow Jones, WSJ / Haver Analytics

Цены на акции быстро росли в связи с коммерциализацией Интернета. Но в то время у многих компаний еще не было устойчивого потока доходов, поэтому многие аналитики высказывали озабоченность надуванием пузыря. Действительно цены на акции многих из этих компаний затем резко упали.

Быстрое падение цен на акции dot-com привело к потере благосостояния теми, кто инвестировал в данные акции, но оно не оказало значительного воздействия на услуги финансового посредничества. В целом банки и другие основные источники посредничества не пострадали от падения dot-com. Шок благосостояния мог иметь макроэкономические последствия, но на него можно было дать традиционный монетарный ответ. Хотя были макроэкономические последствия от падения цен на акции, но этот эпизод не соответству-

ет вышеприведенному определению финансовой нестабильности, так как он не нарушал посредничество, он не повлиял на способность финансовой системы предоставлять кредит.

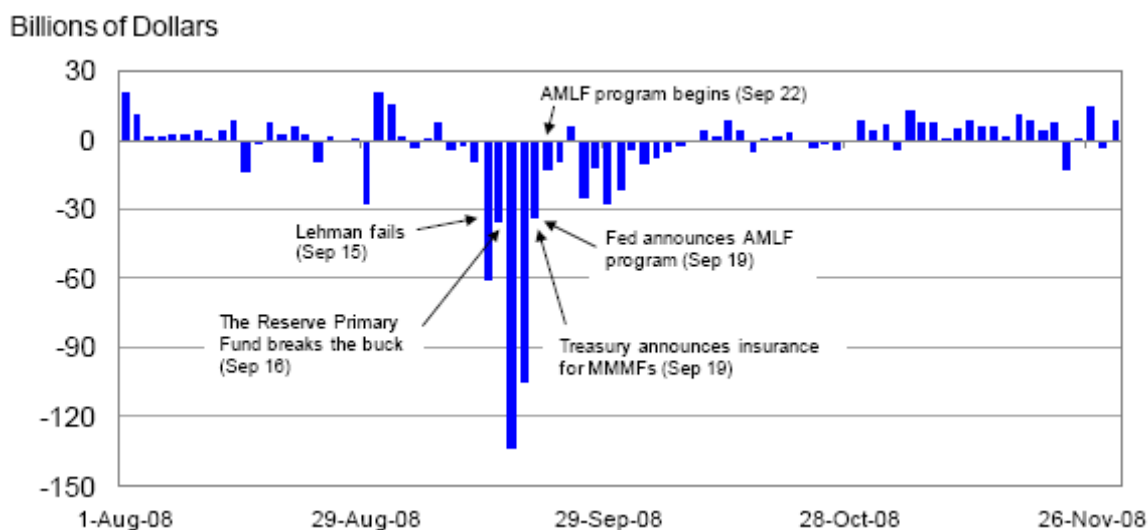
**Примеры финансовой нестабильности (и возможные причины).** Закон Додда-Франка, главным образом, концентрирует внимание на банкротстве крупных финансовых институтов и платежных систем, что, безусловно, требует внимания. Но крупные взаимосвязанные банкротства являются только одной из нескольких причин, которые могут породить системные проблемы.

Первый пример – опыт взаимных фондов рынка денег (money market mutual funds – MMMFs) во время финансового кризиса, он демонстрирует, что даже небольшой финансовый посредник может создать финансовую нестабильность.

В августе 2008 г. у MMMFs было активов на 3,5 трлн долл. и фондов, приходящих в MMMFs, как результат проблем в различных банках и других факторов. Но рисунок 5 показывает, что дневное изменение активов фондов рынка денег составляло значительную долю в 2008 году.

Рисунок 5

**Дневное изменение стоимости активов взаимных фондов рынка денег,  
01.08.2008 г. – 01.12.2008 г.**

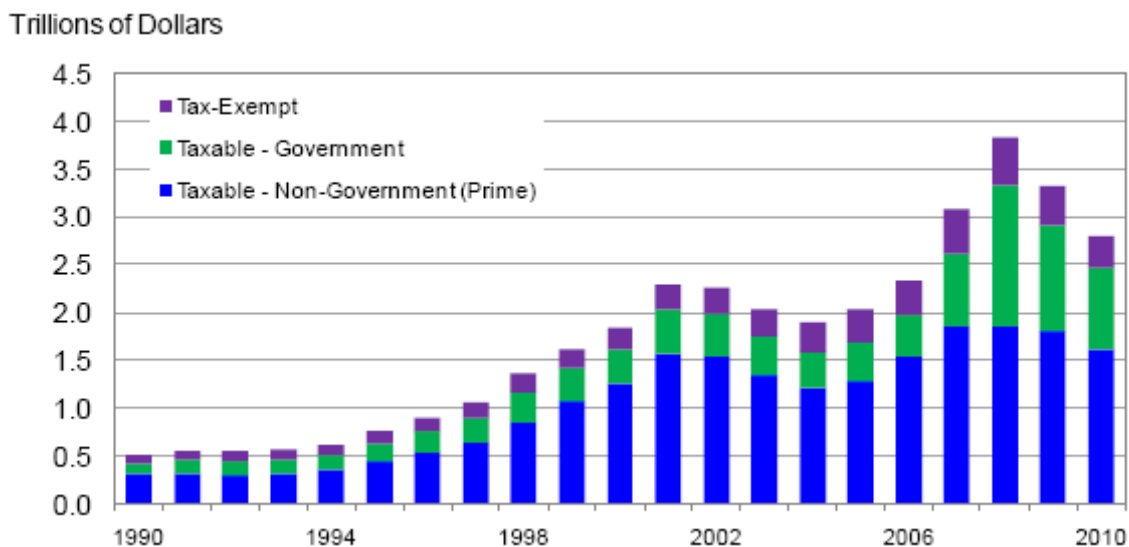


Source: iMoneyNet

На волне банкротства Lehman Brothers относительно небольшие MMMF, называемые первичными резервными фондами (Reserve Primary Fund) столкнулись с очень значительным оттоком средств в силу уверенности инвесторов в их рисковости. Хотя фонды рынка денег жестко регулируются SEC и, как предполагается, сосредотачивают высококачественные ликвидные активы, инвесторы были озабочены тем, что потери от банкротства Lehman могут вызвать обвал резервных фондов. Проблемы резервных фондов не только вызвали отток средств из фондов, но также стали триггером крупных оттоков средств из других взаимных фондов рынка денег, как показано на рисунке 6. В течение недели более 300 млрд долл. было выведено из первичных MMMFs, что заставило фонды быстро продавать активы, чтобы рассчитаться по своим обязательствам.

Отметим, что существует три основных типа фондов рынка денег, как показано на рисунке 7: фонды, которые инвестируют в ценные бумаги, не облагаемые налогами; фонды, инвестирующие в государственные ценные бумаги и первичные фонды рынка денег, которые закупают разнообразные долговые инструменты.

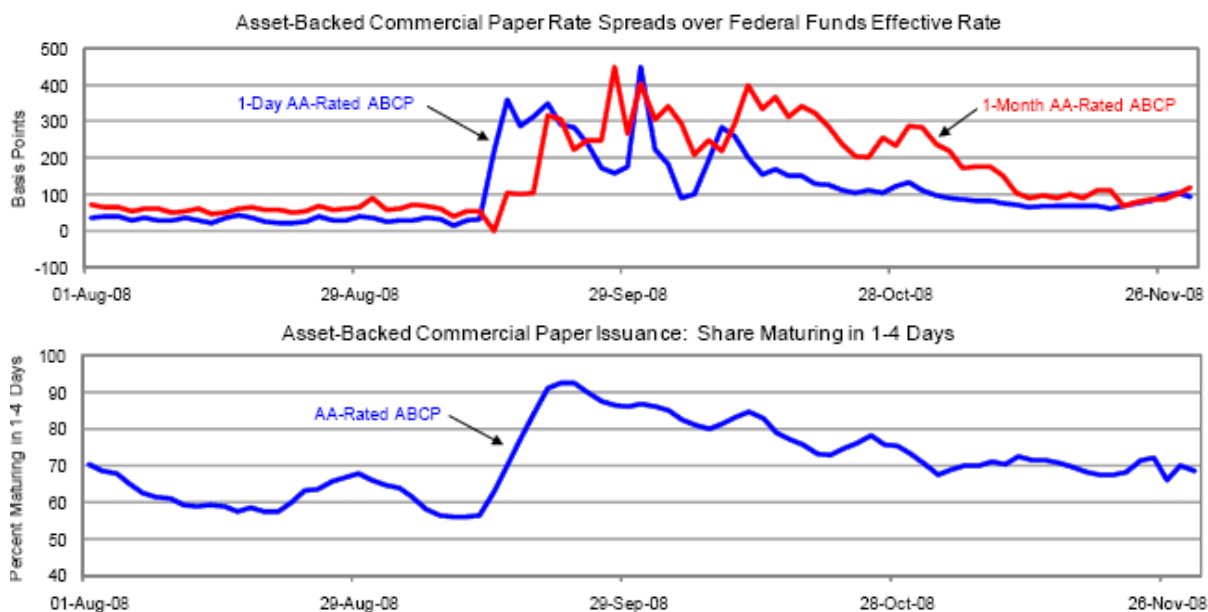
### Динамика активов взаимных фондов рынка денег, 1990-2010 гг.



Source: 2011 Investment Company Fact Book

Именно первичные фонды рынка денег породили наиболее серьезные проблемы во время кризиса, и сегодня они представляют угрозу. Хотя некоторые активы первичных фондов, такие как казначейские облигации, могут быть в любой момент проданы, другие, такие как ценные бумаги, обеспеченные векселями (АВСР), нелегко продать, учитывая сложные рыночные условия. Быстрый отток средств из первичных фондов рынка денег не только иллюстрирует кризис доверия, но может также серьезно нарушить функционирование кредитных рынков, где МММФs были основными покупателями. Резкий рост процентных спредов по АВСР показан на рисунке 7.

### Спреды ставок по АВСР и их эмиссия, 01.08.2008 г. – 01.10.2008 г.



Source: Federal Reserve Board / Haver Analytics

Нижняя диаграмма показывает, что АВСР – краткосрочный инструмент. Доля эмитированных АВСР срочностью от 1 до 4 дней составляла от примерно половины до более 90% объема рынка. В ответ на подобные нарушения в краткосрочном кредите министерство финансов США объявило план по страхованию акций МММФ, а ФРС – о программе поддержания ликвидности АВСР, находящихся у МММФ. Программа функционировала под управлением Boston Fed. Она позволила фондам рынка денег продать АВСР банкам, которые передавали их ФРС в обмен на часть федерального кредита. Более того, со временем стали функционировать другие программы, которые были разработаны ФРС как ответ на нарушения на рынке краткосрочного кредитования.

Проблемы рынка денег, приведшие к разрушению рынков краткосрочных кредитов, показывают, что финансовая нестабильность может создаваться даже очень малыми фондами рынка денег, если их проблемы ставят под сомнение способность других фондов гарантировать инвесторам стабильную стоимость чистых активов. В подобной ситуации слабым звеном в цепочке финансовой стабильности может быть *малый*, а не крупный финансовый посредник.

Обещание стабильной стоимости активов независимо от кредитного риска разрушало финансовое посредничество (МММФs), серьезно подорвала рынки краткосрочного кредитования, оказала большое воздействие на способность компаний реального сектора привлекать краткосрочное долговое финансирование.

Комиссия по ценным бумагам и биржам ужесточила требования к фондам рынка денег. Хотя это и важный шаг вперед, но недостаточный. Несмотря на изменения в регулировании, МММФs по-прежнему остаются уязвимыми перед неожиданными кредитными шоками, которые могут вызывать у инвесторов сомнения в их способности обеспечить стабильную стоимость чистых активов.

Это важно, так как взаимные фонды рынка денег могут оказаться под воздействием неожиданных международных финансовых проблем, исходящих из Европы, учитывая, что многие, но не все, МММФ's подвержены риску, исходящему от европейских банков, так как инвестировали в краткосрочные долговые обязательства европейских банков. Это означает, что некоторые МММФs потенциально чувствительны к нарушениям в функционировании европейской банковской системы, которое может возникнуть из-за фискальных проблем и проблем государственного долга в некоторых европейских странах. Но и европейские банки зависят от МММФs, которые являются для них основным источником долларowego финансирования.

Указанный комплекс проблем означает, например, что изменения в регулировании, которые сократят хранение долга европейских банков МММФs, неизбежно потребуют изменений в европейских стратегиях привлечения долларowego финансирования. Хотя существуют разные возможные политические меры воздействия на данную проблему, например, разрешение, чтобы стоимость активов фонда стала плавающей, или введение требования о создании ими буфера капитала на случай кредитного шока, или страхование контрактов, но пока ни одно из них не принято.

Любое решение, влияющее на потенциальные последствия неожиданных потерь по кредитам или риски инвесторов, неизбежно будет стимулировать инвесторов выводить свои средства из фондов, чтобы избежать убытков, и формировать операционное представление, что МММФs – это механизм транзакционных сделок.

**Финансовая нестабильность может возникать из-за разрушения финансово-го посредничества.** Другая уязвимость – это риск того, что обычный, хорошо застрахованный риск может представлять собой новую опасность, даже без какого-либо крупного посредника.

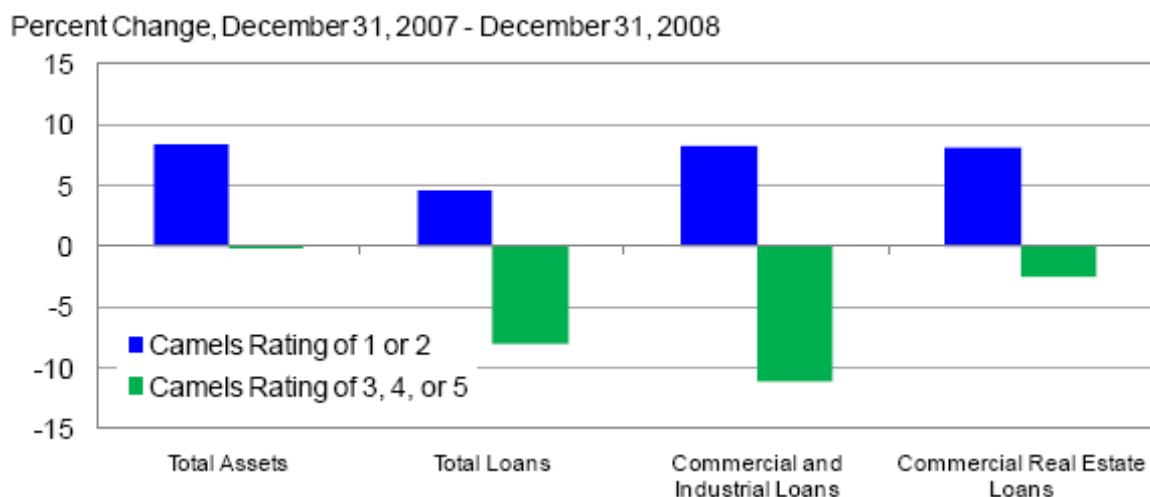
Например, если банки сталкиваются с общим шоком обесценения обеспечения или кредитными потерями, банки, у которых есть ограничения по капиталу, могут

сжать свое кредитование, пытаясь удовлетворить требованиям о достаточности капитала. Этот тип проблемы иллюстрирует различие в поведении кредитования во время недавнего кризиса и снижение высоких надзорных рейтингов. График 9 показывает, что коммерческие и сберегательные банки со слабыми надзорными рейтингами сократили кредитование в первый год рецессии. Банки, которые несли крупные потери, часто были вынуждены привлекать дополнительный капитал, либо по тому, что нехватка капитала могла сигнализировать о финансовых проблемах, либо как попытка избежать исхода акционеров. А банки, которые не повышали дополнительный капитал, часто удовлетворяли требованиям достаточности капитала, но они сжимали свои активы, и, что более важно для реальной экономики, сокращали кредитование.

Если такое поведение широко распространено, оно может значительно сократить кредитное посредничество. Исследования 1990-х годов выявили подобные процессы на примере кредитного сжатия в США и Японии. Это иллюстрирует то, почему рецессии, которые сопровождаются проблемами в финансовом посредничестве, бывают более глубокими, а восстановление – более затяжным.

Рисунок 8

**Рост активов коммерческих и сберегательных банков по рейтингу CAMELS,  
31.12.2007 г. – 31.12.2008 г.**

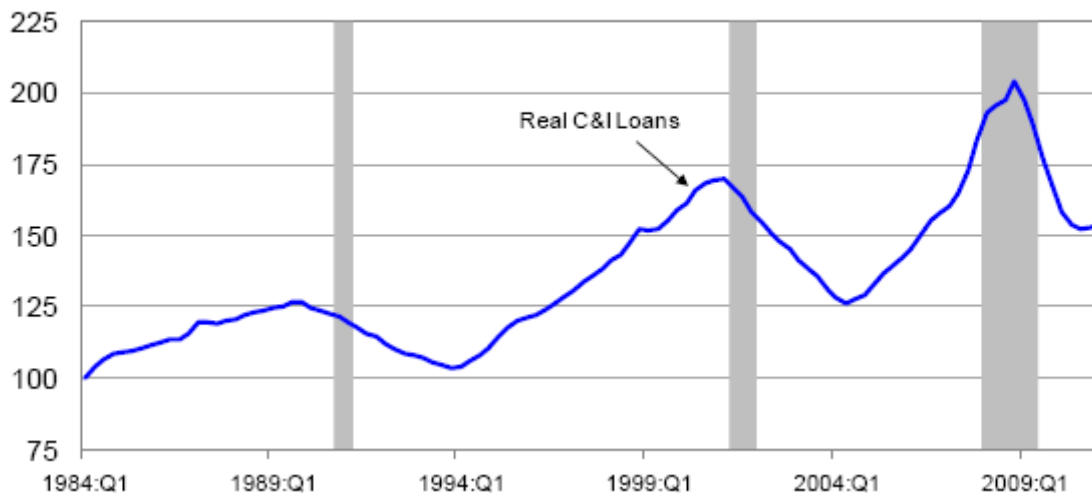


Source: Commercial and savings bank call reports, supervisory reports and author's calculations

Опыт последних трех рецессий показывает значительное ужесточение кредита и медленное восстановление экономик. Так, ипотеки, выпускаемые сберегательными и кредитными институтами, имели близких заменителей, но то же самое нельзя сказать о коммерческом кредитовании. Рисунок 9 иллюстрирует сжатие коммерческого кредитования в ходе последних трех рецессий.

**Реальные коммерческие и промышленные кредиты коммерческих банков,  
1 квартал 1984 г. – 1 квартал 2011 г.**

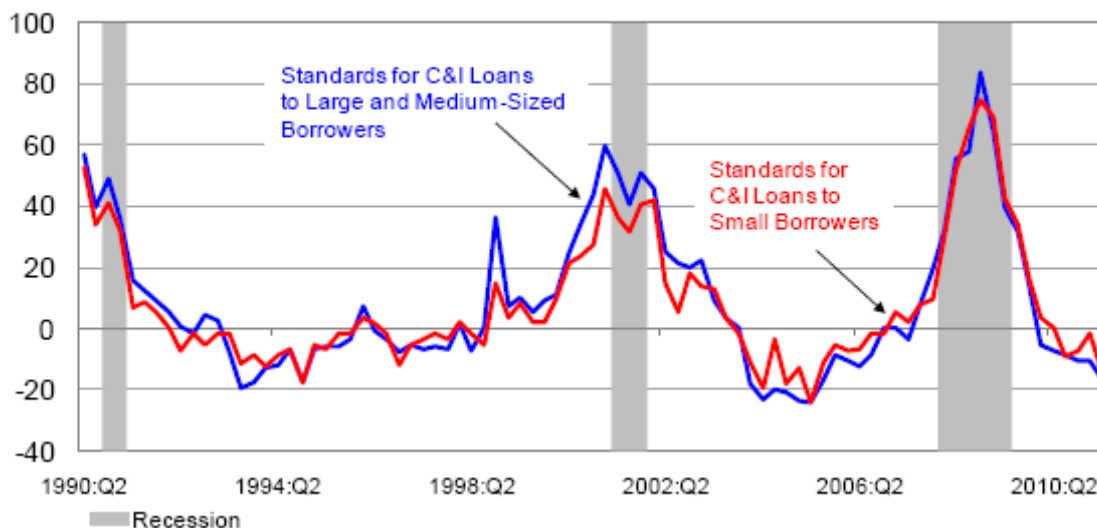
Index Level 1984:Q1=100



Базовые положения монетарной политики, вызывавшие сомнения в 1990-е годы, в основном касались сокращения бизнес кредитования в условиях, когда коммерческие банки сталкивались с капитальными ограничениями в результате крупных потерь. Рисунок 10 показывает рост чистой доли кредитных работников, сообщающих об ужесточении стандартов кредитов в ходе рецессии.

**Стандарты банковского кредитования по коммерческим  
и промышленным кредитам, 2 квартал 1990 – 2 квартал 2011**

Net Percent Tightening Standards



Source: FRB, Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices, NBER / Haver Analytics

Все это порождает некий замкнутый круг. Более высокие капитальные требования могут снизить вероятность банкротства института, но более низкий риск неплатежеспособности банка не обязательно предотвращает кредитное сжатие. Возможное решение, которое защищают предложения Базель 3, – это требование, чтобы банки формировали буфер капитала сверх минимальных капитальных требований, который бы использовался в периоды кредитного сжатия, но не использовался для наращивания

кредитного портфеля института. Но чтобы избежать кредитного сжатия, этот источник капитала должен образовываться как что-то, что «абсорбирует шок» и не рассматриваться просто как более высокие капитальные требования для финансовых посредников, когда буфер сформирован.

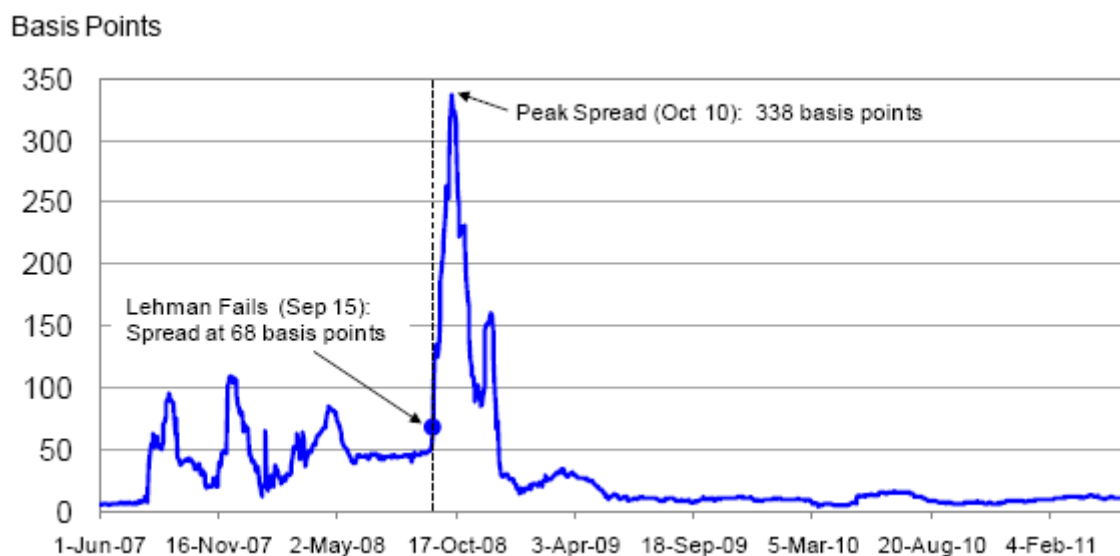
**Финансовая нестабильность, когда банкрот – крупный взаимосвязанный посредник.** Третий пример финансовой нестабильности – банкротство Lehman Brothers, которое показало важность понимания взаимосвязей между финансовыми компаниями. Взаимозависимость возникает разными способами:

- Наиболее прямой способ включает те каналы, по которым кредитный риск напрямую передается институту. Например, банкротство крупной производственной фирмы может создать кредитные потери, генерирующие отток средств из фондов рынка денег. Это – связь, которая недостаточно осознавалась до недавнего финансового кризиса.

- Второй способ следует из непрозрачности финансовых институтов, что затрудняет оценку риска контрагнера или риска, передаваемого другим финансовым фирмам. Во время кризиса инвесторы стали выводить средства из всех финансовых институтов, как показывает расширение спредов LIBOR/OIS (рисунок 11). Инвесторы подозревали в передаче рисков контрагнерам даже банки некоторых крупнейших глобальных финансовых посредников.

Рисунок 11

**Спред: ставка 1-мес. LIBOR/OIS, 01.06.2007 г. – 27.05.2011 г.**



Source: Financial Times, Bloomberg / Haver Analytics

- Третий способ состоит в степени важности институтов, являющихся маркет-мейкерами, так как они испытывают проблемы, с которыми могут столкнуться и остальные посредники.

- Четвертый способ включает растущую глобальную сущность крупных финансовых посредников, что значительно усложняет санацию таких фирм, если они становятся банкротами. Наличие у принимающей страны стимулов для того, чтобы «удержать» ликвидность и капитал, юридическая неопределенность глобальных банкротств, все это затрудняет применение к ним стандартных процедур банкротства.

Хотя роль взаимосвязей между финансовыми институтами сейчас понимается лучше, чем до кризиса, но по-прежнему ее трудно измерить. Такую шкалу еще только предстоит разработать. Если степень взаимосвязанности может быть измерена, важно понимать, каким образом использовать эту информацию. Например, следует ли к сильно

взаимосвязанным институтам применять более высокие капитальные требования, чтобы сократить вероятность их банкротства? Следует ли требовать от банков раскрытия взаимосвязей перед органами банковского надзора или обществом? Какую роль могут играть стресс-тесты в понимании того, каким образом банкротство одного крупного института воздействует на другие институты и компании?

Финансовая стабильность до кризиса была нечетко определена с точки зрения ответственности какого-либо конкретного регулирующего органа. По закону Додда-Франка, теперь ответственность за надзор над финансовой стабильностью несет группа регуляторов – Financial Stability Oversight Council. Но, как отмечалось, понятие «финансовой стабильности» нигде юридически не определено. Это оставляет некую двусмысленность относительно того, как широко или узко она может быть определена.

*Автор реферата – В.В. Кузнецова,  
доцент МГУ им. М.В. Ломоносова*

**Нир Э.У.**

### **ФИНАНСОВАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ И РОЛЬ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ: УРОКИ КРИЗИСА**

**Nier E.W.**

**Financial stability frameworks and the role of central banks: Lessons from the crisis. – Wash.: IMF, 2009. – 66 p. – (IMF Working Paper. WP/09/70).**

Работа руководящего сотрудника департамента денежных рынков и рынков капиталов Международного валютного фонда Эрвина Уолтера Нира посвящена переоценке роли центральных банков (ЦБ) в управлении системными рисками с целью достижения финансовой стабильности, а также роли традиционных инструментов денежно-кредитной (монетарной) политики. Проводится анализ затрат и выгод, связанных с расширением финансового регулирования со стороны ЦБ.

Глубина финансового кризиса определила необходимость переосмысления рамок финансовой стабильности и, прежде всего, целей финансового регулирования. Кризис показал, что одним из основных его факторов была неспособность субъектов рынка адекватно оценить системный риск. В качестве основных недостатков финансового регулирования можно выделить следующие:

- центральные банки и надзорные органы недостаточно использовали макропруденциальный надзор, а в рамках монетарной политики не учитывали возможность агрегирования рисков;

- департаменты казначейства медленно вводили и регулировали сферу действия особых режимов, которые способны ограничить воздействие провалов рынков;

- органы пруденциального надзора не применяли взвешенные пруденциальные стандарты в отношении крупных и комплексных финансовых институтов, падение которых может оказать разрушительное воздействие на финансовые рынки;

- центробанки ряда стран не смогли разработать адекватные процедуры расчетов и платежей на быстро развивающихся финансовых рынках. Кризис выявил, что на рынках кредитных дериватов отсутствовала эффективная инфраструктура;

- общие рамки финансовой стабильности не способствовали достижению целей монетарной политики, при этом часто были плохо определены ответственность и инструменты ЦБ, необходимые для достижения финансовой стабильности.



Эффективное управление системным риском в целях финансовой стабильности требует наличия комплекса инструментов. Однако пока не решено, какой именно орган регулирования должен отвечать за управление системным риском и применять данные инструменты и какова роль ЦБ в этом процессе. Действия центральных банков после начала глобального финансового кризиса показали, что традиционные инструменты, имеющиеся в распоряжении главного регулятора, не соответствуют его новым полномочиям.

Расширение роли ЦБ в финансовом регулировании может ограничивать стимулы к снижению системного риска, а также усилить значение комплексности применяемых для этого инструментов. Кроме того, расширение роли ЦБ в финансовом регулировании сопряжено с определенными издержками.

Нынешний кризис выявил потенциальную синергию между монетарной политикой и финансовым регулированием. Более эффективное использование всех доступных ЦБ инструментов может уменьшать частоту кризисов и их воздействие, снижая вероятность политического давления на ЦБ в кризисных ситуациях.

Существующие модели центрального органа регулирования финансовой системы сводятся к двум основным вариантам: а) модель единого интегрированного регулятора; б) двойная модель, когда ЦБ является регулятором пруденциального и системного риска и действует как регулятор бизнес-операций. Вторая модель снижает стимулы ЦБ к смягчению требований снижения системного риска и не требует координации действий между регулирующими органами. Она может быть привлекательной, если ее деятельность в основном ориентирована на снижение риска посредством использования новых макропруденциальных инструментов, усиления регулирования и введения особых режимов для системно важных институтов или применения интегрированных подходов к контролю над платежными системами.

Гибридные подходы к структуре регулирующего органа характеризуются различиями в масштабе функций надзора ЦБ, а также во взаимосвязи между ЦБ и органом, регулирующим бизнес-операции. Они сопряжены с разными затратами и выгодами и обусловлены уровнем развития национального финансового сектора. Так, если ЦБ предоставлены значительные полномочия по поддержанию финансовой стабильности, включая финансовое регулирование отдельных институтов, то эти полномочия должны быть дополнены соответствующими механизмами, подкрепляющими открытые и ответственные действия ЦБ по защите финансовой стабильности. Общие рамки должны определять ответственность ЦБ и министерства финансов за квазифискальные издержки, связанные с решением проблем финансовых институтов.

Хотя определение национальных рамок важно для успеха политики финансовой стабильности, ее эффективность также зависит и от ряда других факторов, включая интеллектуальный потенциал, каналы обратной связи монетарной политики с финансовыми рынками, качество руководства, ресурсы, которыми располагает ЦБ и надзорные органы.

### **Роль ЦБ в финансовой стабильности: уроки кризиса**

*Монетарная политика.* Текущий кризис способствовал возобновлению дискуссии о том, каким образом ЦБ должен учитывать изменения в ценах на активы, леввередж, рост кредитов. Как показал текущий кризис, стремясь достичь стабильности цен, ЦБ может ограничить рост кредитования и цен на активы. Банк международных расчетов (БМР) длительное время доказывал, что финансовой системе внутренне присуща процикличность и, тем самым, склонность к формированию «пузырей». В работах экспертов БМР подчеркивается, что в ряде других случаев быстрый рост кредитов вызывает повышение цен на активы выше фундаментального уровня, что, в свою очередь, ведет к буму потребления и инвестиций.

Как правило, кризисам (Великая депрессия в США, кризис в Японии в 1990-х годах, финансовый кризис в Азии в конце 1990-х годов) предшествовал быстрый рост кредитов,

способствовавший росту цен на активы, а повышение стоимости обеспечения стимулировало дальнейший рост кредитов. Хотя данные механизмы достаточно подробно изучены, среди специалистов нет единого мнения о том, что может сделать ЦБ, чтобы не допустить подобного развития ситуации. Например, доказано, что использование процентной политики недостаточно, чтобы остановить рост цен на активы и леввериджа; а ее использование затрудняет достижение ЦБ других целей монетарной политики. Кроме того, использование процентной политики для борьбы с «пузырями» относительно дорогостоящая стратегия по сравнению с политикой, направленной на преодоление последствий их «взрыва».

Монетарная политика утратит свою эффективность, если финансовые дисбалансы повлияют на устойчивость банковской системы, разрушат межбанковские рынки или способность банков наращивать капитал. Если же номинальная процентная ставка приближается к нулю, монетарная политика может попасть в ликвидную ловушку. В этом случае нет иного варианта урегулирования, кроме дорогостоящего фискального вмешательства.

Проведение процентной политики, нацеленной против формирования «пузырей», может противоречить ключевым целям макроэкономической политики, что будет ограничивать эффективность монетарной политики. Так, замораживание кредитных рынков может привести к резкому сокращению совокупного спроса и росту безработицы, но монетарная политика не сможет достичь стабильности цен.

Ряд исследований последнего времени показывают, каким именно образом следует конструировать контрциклическое регулирование. Например, одни эксперты предлагают формировать буфер капитала сверх минимума, установленного базельскими стандартами, размер которого должен корректироваться в зависимости от динамики кредитного портфеля; другие специалисты призывают переходить на динамические резервы, аналогичные тем, что применял Банк Испании с 2000 г. Третьи считают, что ЦБ может устанавливать максимальный уровень леввериджа. Вопрос о том, какие инструменты может использовать ЦБ для предотвращения финансовых дисбалансов, активно обсуждался на Форуме финансовой стабильности (ФФС). Большинство экспертов согласилось, что формирование резервов на фазе подъема делового цикла помогает сдерживать рост кредитования и леввериджа, то есть ограничивать финансовые дисбалансы, а также защищать основы финансовой системы на фазе рецессии. Но применение подобных пруденциальных мер сопряжено с рядом практических сложностей:

- ЦБ должен быть в состоянии рассчитать объем финансовых «излишков», изымаемых с рынка, чтобы это не сдерживало рост экономики;

- вводимые меры должны быть ориентированы на будущий период, но подобная практика требует периодического обновления, то есть применения дискреционного регулирования;

- инструменты формирования резервов (буфера) должны быть сконструированы таким образом, чтобы они соответствовали развитию национального финансового сектора и конкретных рынков.

Макропруденциальная политика может быть более успешной, если четко определены ее общие рамки, устанавливающие полномочия ЦБ в проведении макропруденциальных мер. У ЦБ есть стимулы для эффективного проведения макропруденциальной политики в силу трех причин:

- изъятие финансовых излишков может иметь высокую цену для ЦБ с точки зрения достижения таких целей, как стабильность цен и экономический рост;

- при неэффективном применении пруденциальных инструментов монетарная политика может потребовать значительных затрат для устранения формирующихся дисбалансов на финансовых рынках;

- изъятие финансовых излишков может противоречить эффективности монетарной политики.

К тому же, если ЦБ проводит аккомодационную монетарную политику, стимулирующую спрос на кредиты, то стимулы к тому, чтобы обойти контрциклическое регулирование, могут быть слишком сильными.

Все это подчеркивает необходимость переосмысления роли монетарной политики для достижения финансовой стабильности. В настоящее время промышленно развитые страны пошли на количественные послабления. В этой связи возникает вопрос: насколько и до какой степени существующие рамки монетарной политики нуждаются в таком совершенствовании, которое обеспечит в будущем большую ориентированность этой политики на достижение финансовой стабильности?

В литературе предлагаются следующие варианты изменения монетарной политики:

1. Финансовая стабильность может быть второй по значению целью монетарной политики, дополняющей главную цель – стабильность цен.

2. Целевые показатели монетарной политики могут учитывать определенные цены активов или развитие кредитных рынков. Например, вместо индекса цен, который исключает все цены на активы и на котором большинство монетарных властей концентрируют внимание, предлагается применять таргетируемый индекс цен, учитывающий цены на определенные активы, прежде всего на активы, используемые в качестве обеспечения кредитов, и цены на жилье.

3. Временной горизонт, в течение которого определяются целевые показатели, должен быть расширен. Нынешние целевые показатели по инфляции часто устанавливаются на относительно короткий период (часто два года), в то время как финансовые дисбалансы формируются в течение более продолжительных периодов времени. Расширение временного горизонта до среднесрочного периода позволит точнее учитывать риски.

*Предоставление системной ликвидности.* В начале финансового кризиса (2007 г.) центральные банки обеспечивали ликвидность на межбанковском и других оптовых рынках, снижая пруденциальные требования, например, не применяя штрафные санкции в отношении банков, которые не полностью сформировали резервы. Когда банки восстановили способность кредитовать друг друга, то центробанки в большей мере стали заниматься вопросами посредничества между банками, испытывавшими дефицит краткосрочной ликвидности, и банками, испытывавшими дефицит долгосрочной ликвидности. Они также изменили условия операций на открытом рынке, увеличили продолжительность предоставления ликвидности, увеличили перечни принимаемых обеспечений, добавив в них менее ликвидные и более рискованные ценные бумаги. Некоторые центральные банки также увеличили перечни контрапартнеров, чтобы ликвидность попала в те институты, которые в наибольшей степени в ней нуждались. Частично подобные операции финансировались за счет совокупных резервов банковской системы, но затем центробанки расширили свои балансовые счета, размыв границу между предоставлением системной ликвидности и нетрадиционной монетарной политикой.

Роль ЦБ как источника предложения рыночной ликвидности во времена, когда финансовые рынки перестают функционировать или становятся неликвидными, можно определить как функции маркетмейкера в последней инстанции. Новым в предоставлении ликвидности стало то, что центральные банки промышленно развитых стран выделяли ее не только банкам, но и более широкому числу финансовых посредников. Банк Японии предпринимал сходные меры в начале 1990-х годов, когда резкое падение цен на активы вызвало резкое изменение банковских балансов.

Центральные банки предпринимали подобные действия для сдерживания системного риска в финансовой системе и экономике в целом. Предоставление ликвидности на межбанковских рынках с целью снижения кредитного риска в долгосрочном периоде увеличивает риски ЦБ, а также затрудняет проведение традиционной монетарной политики, так как ЦБ надо стерилизовать большие объемы ликвидности и объяснять различия между этим направлением монетарной политики и целями предоставления ликвидности. В малых

открытых экономиках, в частности, системное предоставление ликвидности может привести к обесценению обменного курса, а в долгосрочном периоде ускорить инфляцию.

*Кредитор в последней инстанции.* В этом качестве ЦБ традиционно предоставляет кредит отдельным банкам, столкнувшимся с оттоком ликвидности и не способным получить финансирование на межбанковском рынке денег. Выполняя функцию кредитора в последней инстанции, ЦБ вовлекается в процесс разрешения проблем отдельных системно важных институтов, столкнувшихся с нехваткой ликвидности. Общеизвестно, что фактическое выполнение ЦБ функций кредитора в последней инстанции и агента по разрешению проблем системно важных институтов дает ему право регулировать и осуществлять контроль над этими институтами по следующим причинам:

1. ЦБ может оценивать платежеспособности, исходя из долгосрочной жизнеспособности института, только если опирается на данные надзорного органа.

2. Доступ к надзорной информации помогает ЦБ измерять системное воздействие банкротства отдельного института на другие институты и экономику.

3. Как кредитор в последней инстанции ЦБ предоставляет ликвидность отдельным институтам. Он заинтересован в пруденциальном регулировании ликвидности и эффективности надзора за институтами, которые могут нуждаться в его кредитах.

4. В силу исполнения роли «пожарной команды» ЦБ сталкивается с потенциальной угрозой потерять репутацию из-за возможных ошибок в разрешении кризисов. Поэтому ЦБ заинтересован в пруденциальном регулировании (капитала и ликвидности) системно важных финансовых институтов, равно как и в эффективном надзоре за ними.

Провалы в пруденциальном контроле над финансовыми институтами влияют на репутацию ЦБ вне зависимости от того, какой орган осуществляет надзор. Поэтому ЦБ заинтересован в том, чтобы кризисные ситуации возникали как можно реже.

*Надзор за платежными системами.* Традиционно ЦБ регулирует и осуществляет надзор за системно важными платежными системами. В последние годы достигнуты большие успехи в снижении системных рисков национальных и международных платежных систем. Основные платежные системы в промышленно развитых странах во многом благодаря этому избежали стресса во время кризиса. Но ЦБ также нуждается в контроле над пользователями таких систем. При отсутствии формальных прав такого контроля ЦБ в основном опирается на моральные нормы. Но он может влиять на них через пруденциальное регулирование и надзор, о чем, в частности, свидетельствует практика ЦБ Австрии.

### **Издержки и выгоды ЦБ как финансового регулятора**

Расширяющаяся роль ЦБ в финансовом регулировании может способствовать повышению *эффективности его деятельности*. К числу выгод в этом случае можно отнести:

- снижение затрат на преодоление кризисов при реализации системного риска;
- превращение макропруденциальной политики в важный дополнительный инструмент монетарной политики;
- снижение системного воздействия банкротств отдельных институтов.

Регулирующие функции ЦБ сопряжены с рядом издержек. Так, отмечаются следующие моменты:

- возникает потенциальный конфликт с функцией кредитора в последней инстанции;
- прозрачность монетарной политики требует гласности при выделении дополнительной ликвидности проблемным институтам, но публичное объявление о выделении порождает недоверие участников рынка друг к другу.
- при публичном обсуждении финансовой поддержки проблемного института ЦБ становится объектом критики, что наносит ущерб его репутации и ставит под сомнение доверие к его политике;

– масштабное выделение кредитов последней инстанции оказывает негативное воздействие на баланс ЦБ;

– возможен конфликт между надзорными полномочиями и полномочиями кредитора в последней инстанции ЦБ.

Еще до глобального финансового кризиса эксперты указывали, что микропруденциальные цели могут противоречить макроэкономическим целям ЦБ и провоцировать компромиссы при проведении монетарной политики. Но, как показал опыт, это предположение не получило полного подтверждения.

Кроме того, до текущего кризиса специалисты были уверены: если ЦБ одновременно ответственен за пруденциальный надзор за отдельными институтами и за монетарную политику, то недостатки надзора могут подрывать доверие к последней. Опыт проведения антикризисных мер показал, что этот вывод следует пересмотреть по следующим причинам:

– за надзор отвечает одно подразделение, а за монетарную политику – другое. Особенно четко это разделение ответственности проявляется, когда за монетарную политику отвечает институционально обособленный Комитет по монетарной политике;

– если даже недостатки надзора и создают репутационные риски для монетарной политики, это не означает, что отдельные ведомства будут лучше выполнять полномочия в области надзора и монетарной политики. Если ЦБ озабочен репутацией монетарной политики, он будет следовать высоким надзорным стандартам.

Некоторые эксперты озабочены тем, что выполнение ЦБ надзорных функций может политизировать его деятельность и уменьшить его независимость от правительства. Против подобной позиции приводятся такие доводы:

– озабоченность политической независимостью ведет к игнорированию фактического участия ЦБ в поддержание финансовой стабильности;

– вне зависимости от того, отвечает ли ЦБ формально за финансовую стабильность, кризис подрывает его институциональную независимость. Вместе с тем в этом качестве ЦБ способен снижать системный риск, а тем самым не допуская политического вмешательства в свою деятельность;

– политическая независимость ЦБ и его полномочия могут быть закреплены в законодательстве.

Наиболее серьезный аргумент против расширения пруденциальных полномочий ЦБ – это концентрация в руках ЦБ чрезмерной власти. Хотя у такого вывода достаточно оснований, уроки текущего кризиса меняют подход к данной проблеме.

Опыт преодоления кризиса показал преимущества комплексного использования монетарных и макропруденциальных инструментов. Властные полномочия в области финансового надзора могут быть делегированы независимому органу. Политики часто выступают против антиинфляционного курса, проводимого ЦБ на фазе подъема, и могут точно так же критиковать проводимую Центробанком антициклическую макропруденциальную политику. Конфликт может быть решен путем передачи ответственности за такую политику независимому органу. Влиятельные финансовые институты могут лоббировать для себя смягчение регулятивных ограничений. В этом случае предпочтительно передавать пруденциальное регулирование крупных и мощных финансовых компаний независимым органам.

При определении роли ЦБ в финансовом регулировании следует тщательно анализировать и сопоставлять все преимущества и недостатки. Некоторые издержки характерны для ситуации, когда ЦБ проводит независимую эффективную монетарную политику, другие – когда монетарные действия ЦБ сталкиваются с серьезными ограничениями, например, если страна является членом валютного союза. Учет страновых особенностей ведет к разным выводам относительно регулятивных рамок. Когда ЦБ получает расширенные полномочия по финансовому регулированию, важно, чтобы они были дополнены прозрачностью и независимостью ЦБ в обеспечении финансовой стабильности.

В США разработан проект реформы финансового регулирования. Неэффективным признано регулирование институтов, принимающих депозиты. Проект предлагает упростить и консолидировать нынешнюю структуру регулирующих органов. В основу обновленной структуры положено разграничение между регулированием рыночной стабильности для поддержания общей стабильности финансового рынка, пруденциальным регулированием с целью воздействия на ограничения рыночной дисциплины, обусловленные предоставлением гарантий штатами для отдельных банков и страховых компаний, и регулированием ведения бизнеса (защита потребителей).

Согласно проекту, ФРС должна стать общим «регулятором стабильности рынка» и отвечать за общую стабильность финансовой системы. Полномочия ФРС будут включать сбор данных об отдельных институтах, сотрудничество с другими органами в выработке нормативных документов, проведение корректирующих мероприятий для поддержания общей финансовой стабильности. Проект также наделяет ФРС полномочиями надзора за платежными системами. Отдельный федеральный регулятор будет осуществлять надзор за всеми институтами, принимающими депозиты, а также над страховыми компаниями. Бизнес-регулятор будет следить за рыночной практикой в финансовой отрасли, включая ценные бумаги, страхование и банковское дело.

В Великобритании также сформулированы предложения по укреплению финансовой стабильности. Так, предлагается возложить на Банк Англии полномочия органа, отвечающего за финансовую стабильность, полномочия по санации финансовых институтов, а также по регулированию и надзору за системно важными платежными системами. В рамках Банка Англии создан новый Комитет по финансовой стабильности как надзорный совет, не входящий в систему исполнительных органов.

В Германии долгое время Бундесбанк и Федеральное управление финансового надзора (BaFin) делили ответственность за банковский надзор, но такое разделение полномочий не было ясным и открытым, что вело к дублированию действий, бюрократическим задержкам и опасности нарастания проблем. Новое нормативное положение (февраль 2008 г.) проясняет разделение ответственности данных органов и их взаимодействие.

В начале 2009 г. были обнародованы рекомендации рабочей группы под руководством экс-главы Банка Франции Ж. де Ларозьера по изменению общеевропейской структуры финансового регулирования и надзора<sup>1</sup> в зоне евро. Текущее регулирование предлагается оставить за национальными органами. Рекомендовано, в частности, создать:

- макропруденциальный орган в рамках Европейского центрального банка (ЕЦБ), состоящий из членов генерального совета, то есть руководителей центробанков стран-членов ЕЦБ и главы Европейского комитета банковского надзора (CEBS);

- орган микропруденциального надзора, включающий комитеты банковского дела, страхования и ценных бумаг.

Разработаны предложения также на международном уровне. Доклад Группы 30 (2009 г.) «Финансовый форум: Рамки финансовой стабильности»<sup>2</sup> предлагает следующий набор преобразований на национальном уровне:

- реформирование регулирующих органов для устранения провалов, выявленных кризисом, улучшение координации их действий;

- переосмысление роль ЦБ в поддержании финансовой стабильности и наделение его адекватными полномочиями;

---

<sup>1</sup> Larosière J. de. Report of the high-level group on financial supervision in the EU. Brussels, 2009. February 25.

<sup>2</sup> The Structure of financial supervision: Approaches and challenges in a global marketplace. Group of Thirty. Washington, D.C., 2008.

– возложение на ЦБ ответственности за поддержание финансовой стабильности как в период кризиса, так и экономического подъема. В странах, где ЦБ не является органом пруденциального регулирования, он должен обладать соответствующими полномочиями в рамках правительства.

Финансовое регулирование нуждается в управлении системным риском. При этом следует различать макро- и микросистемный риск.

Макросистемный риск возникает, когда финансовая система становится подверженной агрегированному риску. Финансовая система становится уязвимой, когда под риском находятся все кредитно-финансовые учреждения, и в этом случае может начаться процесс снижения леведреджа, который вызовет уменьшение кредитования.

Микросистемный риск возникает, когда банкротство отдельного института оказывает воздействие на финансовую систему в целом. При асимметрии информации банкротство одного института может привести к потере доверия к устойчивым институтам. Макро- и микросистемные риски часто взаимосвязаны. Например, реализация агрегированного риска может увеличить микросистемный риск, повышая тем самым вероятность банкротства любых институтов.

В силу асимметрии информации на финансовых рынках нужна защита потребителей (инвесторов). Для этого могут потребоваться правила, регулирующие описание финансовых продуктов, или ограничения на перечень возможных инвестиций (например, для пенсионных фондов). На оптовых рынках эмитенты ценных бумаг обычно обладают информационными преимуществами по сравнению с их покупателями, а потому необходимо ввести нормы раскрытия информации. На розничных рынках из-за асимметрии информации о финансовом состоянии поставщика финансовых продуктов также требуется принятие мер защиты интересов потребителей.

Указанные цели – управление системным риском и необходимость защиты потребителей – взаимосвязаны и часто дополняют друг друга. Например, программы страхования депозитов полезны для защиты экономики от оттока средств из депозитных институтов и снижают системный риск. Различие между этими целями состоит в том, что цель защиты потребителей носит более общий характер, охватывает оптовые и розничные рынки, а цель управления системным риском – более узкий характер.

Защита потребителей и управление системным риском могут противоречить друг другу. Так, меры, предпринимаемые для защиты участников конкретного рынка (потребителей или участников), в ряде случаев могут иметь нежелательные последствия, увеличивая системный риск. Меры, которые нацелены на защиту вкладчиков, например, требование более высокого банковского капитала, могут снижать доступность кредита в экономике, особенно в трудные времена, когда банки сталкиваются с ограниченным финансированием. Инструменты регулирования финансового сектора могут быть сгруппированы в четыре категории:

1. Пруденциальное регулирование, традиционно включающее регулирование капитала и ликвидности. Возможно особое внимание к ослабленным институтам.

2. Инструменты разрешения проблем, в том числе предоставление кредитов ЦБ и схемы обязательного страхования депозитов и других розничных продуктов. Важным дополнением являются особые режимы разрешения проблем.

3. Надзор за платежными системами.

4. Регулирование ведения бизнеса, в частности с помощью мер коррекции информационной асимметрии на розничном и оптовых финансовых рынках.

Обычно пруденциальные инструменты не используются для снижения системного риска, но у них есть такой потенциал. Например, антициклический буфер капитала для финансовых посредников – это пример макропруденциального инструмента, который может дополнять монетарную политику, снижая макросистемный риск. Пруденциальное ре-

гулирование может быть использовано для формирования здоровых процедур клиринга и платежей, что также ограничивает микросистемный риск.

*Автор реферата – В.В. Кузнецова,  
доцент МГУ им. М.В. Ломоносова*

**Ма Гонань, МакКоли Р.Н.**

## **ЭВОЛЮЦИЯ РЕЖИМА ЖЭНЬМИНЬБИ И ЕЕ ПОСЛЕДСТВИЯ ДЛЯ ВАЛЮТНОЙ СТАБИЛЬНОСТИ В АЗИИ**

**Ma Guonan, McCauley R.N.**

**The evolving renminbi regime and implications for Asian currency stability. –  
Basel: BIS, 2010. – N 321. – Sept. – 22 p. – (BIS Working Papers. 2010. No 321) –  
Mode of access: [www.bis.org/publ/work321.pdf](http://www.bis.org/publ/work321.pdf)**

Доклад подготовлен членами Монетарного и экономического департамента Банка международных расчетов (БМР). Изложенные взгляды не являются официальной точкой зрения банка.

Китайские монетарные власти, как пишут авторы, описывают управление жэньминьби (жмб, китайский юань) после 2005 г. как привязанное не к доллару, а к корзине валют стран торговых партнеров. Проведенный анализ показывает, что в течение двух лет, с середины 2006 по середину 2008 гг., жмб постепенно укреплялся по отношению к валютам стран торговых партнеров Китая в рамках узкого коридора. В середине 2008 г. финансовый кризис прервал этот эксперимент. Опыт 2006-2008 гг. предполагает, что совместная политика постепенного номинального эффективного укрепления способствовала стабильности валют стран Восточной Азии по отношению друг к другу. Такая политика создает благоприятные условия для региональной валютной кооперации.

В июне 2010 г. Народный банк Китая (НБК) объявил об отходе от «специальных мер» по привязке жмб к доллару. Последствия данной меры для международной валютной системы будут зависеть от соответствующего управления жмб против основных мировых валют. При простом курсе на удорожание жмб против доллара, долларовая зона будет оставаться примерно половиной глобальной экономики и долларовые инвестиции продолжат доминировать как часть портфеля огромных валютных резервов Китая. Но когда жмб управляется против корзины валют, зоны евро и иены выиграют, часть портфеля валютных резервов Китая будет диверсифицирована через изменение весов валют в корзине, включая увеличение долей региональных валют типа корейской воны.

Глобальные последствия изменений в управлении режимом жмб анализируются авторами доклада вне контекста глобального финансового кризиса. Аналитики не признают официальную характеристику режима валютного курса жмб как гибкого.

Китайские власти говорят о режиме управления обменным курсом по отношению к корзине валют. В июле 2005 г. Народный банк Китая (НБК) объявил, что жмб не будет больше привязан к доллару, что валюта будет управляться «с учетом корзины валют». В мае 2008 г. Доклад о монетарной политике НБК (2008) и Доклад о платежном балансе за 2007 г. Государственного управления по валютному обмену (2008) подтвердили данное положение. В данных документах отмечалось, что, хотя жмб существенно укрепился за период 2005-2008 гг. против доллара, его эффективный курс, измеренный как эффективные веса БМР, более стабилен. Глава НБК доказывает, что более плюралистичная международная валютная система должна опираться на более чем одну национальную валюту и более чем на одну корзину валют.

Экономисты вне Китая не поддерживают подход управления жмб на основе корзины валют ни в принципе, ни на практике. Учитывая относительно закрытый характер ки-



тайской экономики, одни западные эксперты полагают, что на данной стадии Китай вынужден выбирать между управляемым обменным курсом и установлением внутренних процентных ставок. Учитывая, что Китай контролирует капитальные операции, такой выбор до сих пор не сделан.

Другие специалисты доказывают, что Китай уже перешел к управлению жмб по отношению к корзине валют. Их исследования выявили, что веса региональных валют в китайской корзине валют пока малы и гибкость курса жмб лишь потенциально может возрасти.

Анализ подтверждает, что в 2006-2008 гг. курсом жмб Китай управлял против корзины валют (по БМР, эффективный курс жмб), в которой вес доллара был только около 1/6. Анализ показал, что в период с июня 2006 по май 2008 гг. курс жмб соответствовал колебаниям доллара против евро и иены, но частота колебаний жмб была меньше.

Графический анализ эффективного курса жмб показал, что в рассматриваемый период его эволюция соответствовала пониманию рыночными участниками сингапурской системы обменного курса. В частности, курс жмб полз вверх против валют его торговых партнеров умеренным темпом (2% в год) и в рамках узкого коридора ( $\pm 2\%$ ). Графический анализ был дополнен моделью корректировки ошибок. Ежедневные колебания эффективного курса жмб определялись движениями эффективного обменного курса доллара, а также разрывом между соответствующим центром коридора жмб и вчерашним эффективным курсом жмб. Параметры разрыва значимы, но оценки предполагают, что движение идет к центру ползущего коридора. Альтернативная гипотеза предполагает, что жмб управляется по отношению к СДР, но она получила меньшее подтверждение. При анализе последствий управления курсом жмб для азиатской валютной стабильности выяснилось, что сфера валютной стабильности в Восточной Азии достаточно широкая.

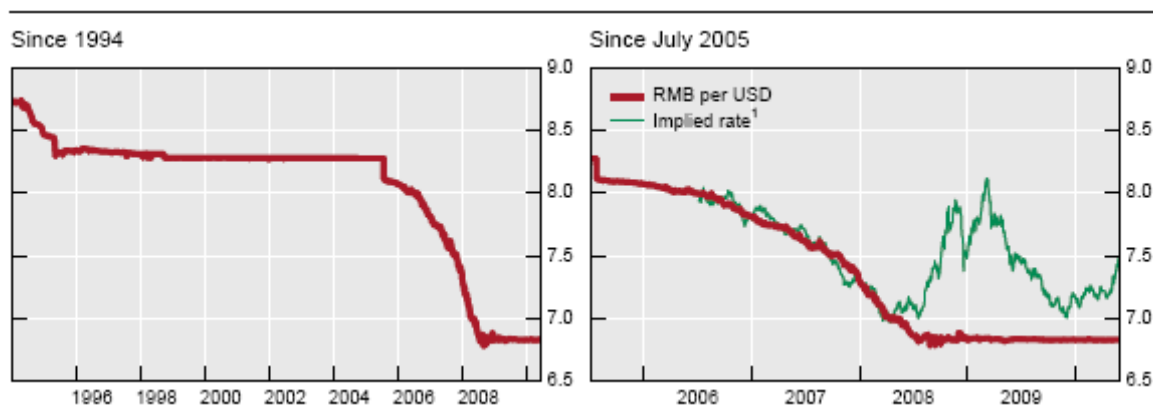
*Анализ курса жмб.* Учитывая, что китайские власти используют корзину валют, оценивалась связь между жмб и валютами основных торговых партнеров Китая: долларом, иеной, евро и корейской воной. Данные о ежедневных, недельных и месячных колебаниях позволяют судить о том, насколько управление на основе валютной корзины становится очевидным со временем, учитывая ограниченные дневные колебания жмб против доллара.

Выбор периодов является ключевым для анализа.

Первый период начинается с введения евро в январе 1999 г. и заканчивается в июле 2005 г. 2-процентной ревальвацией жмб. Власти Китая объявляют о переходе к управляемому плаванию. В этот период действовала прямая привязка к доллару (см. график 1).

График 1

### Курс жэньминьби к доллару



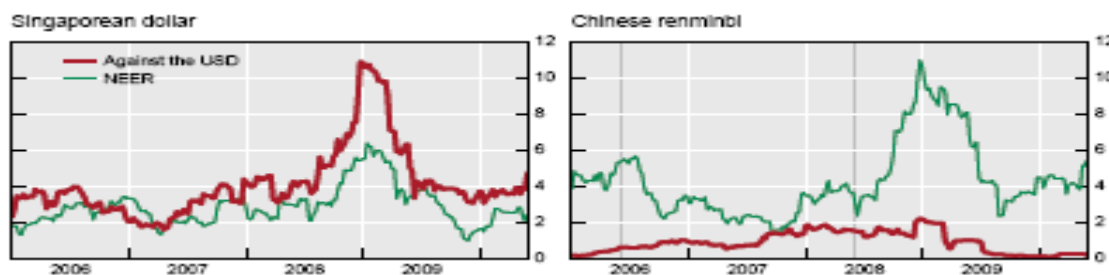
1 Implied rate – курс измерен по отношению к линейному тренду номинального эффективного обменного курса жэньминьби.

Второй период – последующие 11 месяцев, которые были переходной фазой к управляемому плаванию по отношению к корзине валют.

Третий период – с июня 2006 г. по май 2008 г. Он характеризуется крайне низкой волатильностью эффективного курса жмб и более высокой двусторонней волатильностью против доллара (см. график 2).

График 2

**Волатильность двустороннего и номинального  
эффективного обменного курса**  
(На примере жэньминьби и сингапурского доллара)



Это предполагает, что «отнесение к корзине валют» становится более операционным в этот период. Наконец, в середине 2008 г., в разгар наихудшего глобального финансового кризиса со времени образования КНР, курс жмб возвращается к чему-то очень близкому к привязке к доллару. Глава НБК Чжоу определяет возврат к привязке курса жмб к доллару во время глобального финансового кризиса как «особую меру». Учитывая глобальные неопределенности, тесная связь с долларом могла быть рекомендована как простой долгосрочный якорь для ожиданий.

С середины 2008 г. эффективная стабильность жмб требовала, чтобы жмб значительно упал против доллара (см. график 1, правая часть). В середине 2008 г. корейская вона резко подешевела. Соответствующими были ожидания относительно соотношения жмб/долл. Но это вызвало бы крупный отток капитала, сократило китайские резервы и усилило турбулентность на рынке. Отдельно следует учитывать последствия такой меры для платежного баланса.

Четвертый период с середины 2008 г. по настоящее время, когда НБК объявил об увеличении гибкости обменного курса в июне 2010 года.

Естественно, что участники рынка концентрируют внимание на ежедневных колебаниях жмб против доллара, которые были очень ограниченными даже после июня 2006 г., когда были разрешены большие дневные отклонения, чем в предыдущий период. Если взять дневные колебания гонконгского доллара, как пример привязанного обменного курса, и дневные колебания австралийского доллара или японской иены как пример плавающего обменного курса, то жмб скорее будет привязан к гонконгскому доллару, колеблясь в пределах  $\pm 0,25\%$  против доллара в течение любого торгового дня. Регрессивный анализ по периодам ежедневных недельных и месячных изменений жмб может быть связан с аналогичными колебаниями трех основных валют.

В течение первого периода, 1999-2005, не было взаимосвязанных колебаний между жмб и долларом, с одной стороны, и евро/доллар, иена/доллар или вона/доллар, с другой стороны. Во всех случаях очевидно, что действовал простой режим привязки к доллару в тот период.

В период с июля 2005 г. по май 2006 г. изменения курса жмб следовали колебаниям корейской воны. Последний период демонстрирует что-то среднее между жесткой привязкой первого периода и режимом периода июля 2005 г. – мая 2006 года.

В течение третьего периода (июнь 2006 – май 2008) режим жмб отличался от тех, что применялись в другие периоды. Во-первых, наблюдалось значительное сходство коле-

баний жмб с динамикой евро, иены и воны. Во-вторых, прослеживается тенденция к укреплению жмб против корзины валют. Так, по оценкам специалистов, номинальный эффективный курс жмб укреплялся на 2% в год против СДР, в то время как в странах региона национальные валюты укреплялись сильнее – примерно на 5% в год. В-третьих, колебания курса жмб было сходно с динамикой курсов основных валют против доллара по их дневной частоте.

Власти Китая формально ограничивали допустимые дневные двусторонние колебания курса жмб  $\pm 0,3\%$  с середины 2006 г. и  $\pm 0,5\%$  с середины 2007 г. Но на практике они были значительно ниже. Как доллар укреплялся или слабел против основных валют, так же менялся номинальный эффективный курс жмб. Но со временем это становилось менее явным. Такая особенность управления жмб не была характерна для управления сингапурским долларом. Результат – волатильность эффективного обменного курса сингапурского доллара была значительно ниже, чем двусторонняя волатильность жмб против доллара, даже в рамках одного дня (график 2).

*Последствия для стабильности обменных курсов азиатских валют.* Политика управления жмб демонстрирует эволюционный подход к стабильности обменных курсов валют стран-членов АСЕАН. Принятие обычной внешней привязки к доллару или обычной валютной корзине было достаточным условием для стабильности обменных курсов валют Восточной Азии. Но в период с середины 2006 по середину 2008 гг., как показывает эмпирический анализ, такая политика уже не была необходимой. Увеличение внутри региональной стабильности обменных курсов, было обусловлено тем, что валюты стран региона управлялись против их собственных валютных корзин, веса валют в которых определялись с учетом специфики их внешней торговли.

Восточноазиатский долларовой стандарт важен для стабильности обменных курсов в рамках Азии, но ее ценой выступает дестабилизация их эффективных обменных курсов. Стабильный обменный курс между малазийским ринггитом и жмб в период между сентябрем 1998 г. и июлем 2005 г. служит иллюстрацией такого типа стабильности. Но такой долларовой маршрут стабильности восточноазиатских обменных курсов дестабилизирует номинальный эффективный обменный курс национальных валют. Спад иены с середины 1990-х годов привел к потерям внешней конкурентоспособности японской продукции в других странах Азии. А это привело к азиатскому финансовому кризису. Привязка к доллару также привела к дефляции и инфляции в рамках долларовой цикла. Когда доллар рос с середины 1995 г. по 2002 г., эффективный курс жмб укрепился более чем на 40%. Китай также столкнулся со снижением потребительских цен к концу периода роста доллара. Вслед за падением доллара в странах региона ускорились темпы инфляции.

Большая группа экспертов утверждает, что привязка обменных курсов национальных валют к общей валютной корзине стабилизирует номинальный эффективный обменный курс стран-участниц и придает стабильность обменным курсам азиатских валют. Но для реализации подобной рекомендации на практике требуются сложные политические переговоры.

Это ставит сложные теоретические и практические вопросы. Должна ли корзина включать «внешние» валюты, такие как доллар, евро, иена, или она должна состоять из «внутренних» валют? Если в состав корзины будут входить внутренние валюты, то должна ли она состоять из валют, образующих акю (Asian Currency Unit) по аналогии с экю в Европе? Например, в корзину сингапурского доллара включены и внешние, и внутренние валюты, что образует стабильность сингапурской монетарной политики (или по расчетам БМР эффективного обменного курса).

Расчеты других специалистов, наоборот, доказывают, что для валютной стабильности при таргетировании валютного курса стране предпочтительнее следовать привязке обменного курса к собственной, а не общей, валютной корзине. Подобная корзина может

быть составлена как из «внешних», так и «внутренних» валют, веса которых страна будет определять самостоятельно.

Расчеты на основе данных о динамике обменных курсов за период с середины 2006 г. по середину 2008 г. показывают, что стабильность обменных курсов внутри Азии могла возрасти, если бы каждая страна управляла обменным курсом своей валюты по отношению к валютной корзине, в которой вес каждой валюты определялся индивидуально. Это позволяет заключить, что внешнее валютное сотрудничество в регионе может быть построено на подобной основе.

Когда жэньминьби, ринггит и сингапурский доллар управлялись на основе корзины валют, веса которых каждая страна устанавливала сама, обменные курсы их валют по отношению друг к другу стабилизировались.

Стабильность возрастала в силу схожести их корзин. В принципе, конечно же, есть различия. Малайзия и Сингапур – крупные торговые партнеры, поэтому в корзинах и ринггита и сингапурского доллара веса данных валют больше, чем в корзине жмб. Но на практике веса не столь уж и различны между жмб, и скажем, ринггитом. В корзине жмб вес корейской воны больше, а у ринггита – большой вес имеют валюты стран – торговых партнеров Малайзии по АСЕАН.

В результате в период с середины 2006 г. по середину 2008 г. кросс-курс жмб / ринггит колебался в очень узком коридоре. Аналогичные заключения применимы и к сингапурскому доллару. Но в указанный период не политики Пекина, Куала-лумпура или Сингапура управляли кросс-курсами. Скорее, политики, управляя собственными валютами против составленных ими корзин валют, тем самым добивались стабильных кросс-курсов.

Опыт данного периода позволяет по-новому оценить возможности регионального валютного сотрудничества. До глобального финансового кризиса эксперты полагали, что оно возможно только между основными экономиками стран-членов АСЕАН.

Стабильность кросс-курсов азиатских валют может быть обусловлена схожестью проводимой ими валютной политики, а не целенаправленными действиями единого руководящего центра (например, Азиатского банка развития). В этом случае жмб не нужно быть «региональной валютой-якорем», что было характерно для немецкой марки в период до введения евро.

В целом, в регионе не нужна внешняя координация, чтобы обменные курсы валют стран Восточной Азии стали менее волатильными. Каждая страна, ориентируясь на эффективный курс собственной валюты, может способствовать достаточной стабильности кросс-курсов региональных валют, как демонстрируют данные периода с середины 2006 г. по середину 2008 г. Но указанная тенденция была прервана глобальным финансовым кризисом. В результате кризиса Китай вернулся к двусторонней долларовой стабильности, Малайзия позволила своей валюте ослабнуть, только Сингапур продолжил поддерживать эффективную стабильность своей валюты.

Китай уже накопил опыт управления обменным курсом жмб иным образом, чем привязка к доллару, и готов с середины 2010 г. вернуться к управляемому плаванию по отношению к корзине валют. Это также поможет Китаю продолжить усилия по номинированию своих иностранных активов в жмб. Указанный опыт открывает эволюционный путь к стабильности курсов региональных валют и валютному сотрудничеству в Восточной Азии.

*Автор реферата – В.В. Кузнецова,  
доцент МГУ им. М.В. Ломоносова*

## **РЕФОРМА ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ США: МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНЫЙ ПОДХОД,**

## МОНИТОРИНГ СИСТЕМНОГО РИСКА И СОДЕЙСТВИЕ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

Бен Шалом Бернанке, руководитель Федеральной резервной системы США, в представленном обзоре работ анализирует приоритеты реформирования финансовой системы страны после недавнего кризиса в рамках закона Додда-Франка о защите потребителей (Dodd-Frank Wall Street reform and consumer protection act), принятого в июле 2010 года.

### Основные положения закона Додда-Франка

Недавний финансовый кризис обнаружил наличие слабых мест в финансовой системе США и устаревшие методы ее регулирования. Закон Додда-Франка был принят с целью ликвидации выявленных недостатков. Любые законодательные реформы, нацеленные на ликвидацию причин возникновения трудностей, таят в себе риск недостаточного внимания к другим возможным проблемам. К чести авторов закона Додда-Франка надо сказать, что они попытались снизить такой риск и предусмотрели меры, которые должны позволить финансовой системе США со временем адаптироваться к новому финансовому окружению.

Центральным элементом закона является требование о макропруденциальном подходе к финансовому надзору, которым должны руководствоваться Федеральная резервная система (ФРС) и другие уполномоченные ведомства. Такой подход предполагает, что помимо осуществления традиционного надзора за деятельностью отдельных компаний и рынков и их регулирования должны учитываться угрозы стабильности финансовой системе в целом. Создание Совета по надзору за финансовой стабильностью (Financial stability oversight council, FSOC), в состав которого входят представители федеральных регулирующих ведомств, нацелен на координацию государственных усилий по выявлению и преодолению системных рисков.

Признание важности использования макропруденциального подхода в национальной системе финансового надзора является главной инновацией в понимании процессов финансового регулирования. Этот подход весьма эффективен и полезен, но его осуществление связано с возникновением существенных концептуальных проблем и практических трудностей. Чтобы понять их суть, следует рассмотреть сначала основы макропруденциального подхода к финансовому надзору.

Цель макропруденциального надзора и регулирования, в конечном счете, состоит в уменьшении опасности резких колебаний финансовой системы, которые могут нанести серьезный ущерб экономике в целом. Традиционный микропруденциальный подход концентрируется главным образом на вопросах обеспечения безопасности и прозрачности работы отдельных учреждений, рынков и инфраструктур. Макропруденциальный подход подразумевает гораздо более высокие требования к собираемой информации и ее более сложный анализ. В целом такой подход может применяться по отношению к двум типам рисков. Первый тип касается некоторых аспектов структуры финансовой системы (таких, как недостаточный охват регулированием или развитие теневого банковского бизнеса); второй касается рисков, которые изменяются со временем, по мере эволюции финансовых и экономических условий (речь идет, например, о наращивании леввериджа в периоды высокой конъюнктуры, что впоследствии чревато системной дестабилизацией).

Важно осознавать, что макропруденциальный подход не исключает потребность в микропруденциальном регулировании, которое позволяет решить многочисленные вопросы в рамках обеспечения финансовой стабильности, в том числе за счет защиты депозитов, выявления фактов отмывания денег и других форм финансовых преступлений, предотвращения незаконной дискриминации и злоупотреблений в области кредитования. Без опоры

на микропруденциальное регулирование невозможно выстроить эффективную макропруденциальную политику.

Ключевой урок финансового кризиса состоит в том, что использование только микропруденциального подхода не позволяет своевременно обнаружить важные системные риски. Допустим, на основе микропруденциальной оценки установлен факт чрезмерного расширения определенным финансовым учреждением практики оказания услуг по розничному краткосрочному кредитованию. Выявление данного факта диктует необходимость применения микропруденциальных мер в отношении данного финансового учреждения. Но такая информация не дает возможности оценить последствия этого явления для финансовой системы целом, поскольку неизвестно, как и насколько широко используют краткосрочное кредитование другие учреждения, на какой фазе цикла находится рынок краткосрочного кредитования, насколько он уязвим, какими будут последствия избыточного кредитования для экономики в целом и т.д. Анализ рисков в системной перспективе, а не в перспективе развития отдельной компании, является элементом макропруденциального надзора и регулирования. И выводы из такого анализа носят далеко идущий и структурный характер (при микропруденциальном подходе это лишь требования к некоторым компаниям изменить кредитную политику).

Основной элемент макропруденциального надзора – система мониторинга угроз для финансовой стабильности. Проводить мониторинг финансовой системы США, выявлять угрозы ее стабильности и поддерживать рыночную дисциплину, а также обеспечивать другие условия, которые снижают чрезмерное принятие рисков участниками финансовых рынков, в соответствии с законом Додда-Франка поручено FSOC. Совет состоит из десяти членов с правом решающего голоса и пять не голосующих членов, выступающих в качестве консультантов. Б. Бернанке входит в число членов совета, имеющих право голоса.

Представительство различных регулирующих ведомств в FSOC позволяет ограничить тенденцию к чрезмерному сосредоточению на отдельных финансовых учреждениях и рынках, рассматривать риски во всех их взаимосвязях и, как следствие, облегчить координацию действий регулирующих ведомств и обмен информации между ними, дает возможность выявить недостатки системы регулирования в целом. За первый год своего существования это ведомство изучило ограничения, которые тормозят работу фондового рынка, проанализировало инвестиции в хедж-фонды, процессы концентрации в финансовом секторе, а также динамику угроз финансовой стабильности, последствия регулирования системного риска и т.д. FSOC начал проводить регулярный мониторинг угроз финансовой стабильности и подготовил инаугурационный годовой доклад.

В соответствии с законом Додда-Франка в составе федерального министерства финансов было создано управление финансовых исследований (Office of Financial Research), отвечающее за качество информации и финансовых данных, которые используются при принятии политических решений. FSOC может определять направления проводимых данной структурой исследований так, чтобы регуляторы получали более полное представление о ситуации и системных рисках.

Кстати, США не единственная юрисдикция, где в последнее время была создана институциональная структура для проведения макропруденциальной политики. В декабре 2010 года Евросоюз учредил Европейский совет по системным рискам (European systemic risk board), отвечающий за макропруденциальный надзор над финансовой системой ЕС. Совет работает в тесном сотрудничестве с тремя вновь созданными общеевропейскими надзорными структурами, обеспечивающими координацию пруденциального регулирования на рынках ценных бумаг, банковских услуг и страхования стран-членов Евросоюза (European securities and markets agency – ESMA; European banking agency – EBA; European insurance and occupational pensions authority – EIOPA).

В Великобритании правительство планирует полностью передать микропруденциальное регулирование в ведение Банка Англии, а для проведения макропруденциальной

политики, в том числе для выявления и мониторинга системных рисков и принятия мер борьбы с ними, создать новый Комитет финансовой политики (Financial policy committee).

Конечно, выявление угроз финансовой стабильности должно подкрепляться соответствующими рецептами их преодоления. Полномочия FSOC в этом плане представляются относительно ограниченными. По-видимому, самая важная функция FSOC состоит в определении небанковских финансовых учреждений и инструментов финансовых рынков, которые имеют системное значение, а потому должны подвергаться дополнительному регулированию и надзору со стороны ФРС и других регуляторов, включая Комиссию по срочной фьючерсной торговле сырьевыми товарами и Комиссию по ценным бумагам и фондовым биржам. Чтобы выполнить данную функцию, FSOC должен разработать критерии, позволяющие выявить учреждения, нарушение работы которых создает существенные угрозы финансовой стабильности.

Координация и кооперация регуляторов под эгидой FSOC должно позволить не только улучшить управление системными рисками, но и сократить дублирование, уменьшить противоречия и повысить эффективность в принятии решений. В более общем плане, благодаря оценке альтернативных подходов к снижению системных рисков регуляторы должны избегать подавления оправданного принятия участниками рынков на себя рисков и разумных финансовых инноваций в тех случаях, когда они важны для повышения производительности, экономического роста и расширения занятости.

Закон Додда-Франка, кроме учреждения новых регулирующих структур, обязал ФРС и других регуляторов применять макропруденциальный подход. Такой мандат внес изменения в полномочия и сферу ответственности ведущих регуляторов. Так, помимо членства в FSOC, ФРС отныне отвечает за надзор над сберегательными холдингами (thrift holding companies), небанковскими финансовыми учреждениями, некоторыми платежными, клиринговыми и расчетными структурами (в соответствии с указаниями FSOC). ФРС также поручено заниматься в координации с другими регуляторами разработкой более жестких пруденциальных стандартов для всех крупных банков и небанковских учреждений, которые FSOC признал системно значимыми.

Основное внимание финансовой реформы сосредоточилось на рисках, создаваемых крупными, системно значимыми финансовыми учреждениями (получивших название «слишком крупный, чтобы обанкротиться») и на снижении угрозы финансовой стабильности, исходящей со стороны таких учреждений. В соответствии с указанным законом ФРС должен разработать более жесткие пруденциальные стандарты для крупных банковских и небанковских финансовых учреждений, составление списка которых возложено на FSOC. Такие стандарты призваны определять размеры рискованного капитала, левириджа, требований ликвидности, кредитных ограничений, а также примерную систему мер по преодолению финансовых проблем в случае их возникновения. Новые стандарты должны быть введены в начале 2012 г.

ФРС при этом совершенствует свою организационную структуру, чтобы быть в состоянии эффективно исполнять свои новые полномочия, опираясь на предшествующий опыт. В частности, создана многодисциплинарная рабочая группа по надзору за крупными финансовыми учреждениями (Large institution supervision coordinating committee, LISCC). Для совершенствования мониторинга финансовой системы и координации работы в области финансовой стабильности при совете управляющих ФРС создано Управление изучения и проведения политики финансовой стабильности (Office of financial stability policy and research).

Помимо действий, направленных на выполнение требований закона Додда-Франка, ФРС расширяет сотрудничество с регулируемыми органами и центральными банками других стран, в частности, в области разработки и внедрения жестких пруденциальных норм в отношении банковских учреждений, работающих на зарубежных рынках. Благода-

ря такому сотрудничеству осенью 2010 г. была достигнута договоренность по основным элементам нового соглашения Базель-3, касающимся «глобально активных банков».

### **Клиринговые палаты и финансовая стабильность**

Клиринговые (расчетные) палаты сравнительно неплохо пережили финансовый кризис, несмотря на серьезные потрясения. Закон Додда-Франка, тем не менее, уделяет им особое внимание, так как стабильная текущая деятельность и информационная прозрачность клиринговых палат играет важную роль в обеспечении финансовой стабильности.

Статья 8 закона Додда-Франка, посвященная некоторым пруденциальным вопросам, связанным с клирингом и расчетами, содержит положения, направленные на поддержание и улучшение прозрачности, устойчивости и финансовой прочности клиринговых палат. Закон вносит изменения в систему регулирования и надзор над данным сегментом финансовой системы. Используя макропруденциальный подход, регуляторы должны добиться лучшего понимания комплексных взаимосвязей как между клиринговыми палатами, так и между ними и другими финансовыми учреждениями.

Клиринговые палаты существуют уже давно, обслуживая разнообразные сделки и выполняя ряд базовых функций. В частности, благодаря централизации и стандартизации специфических финансовых транзакций они сокращают издержки и операционные риски клиринга и расчетов между многочисленными рыночными игроками. Во многих случаях они действуют как гарант транзакций, помогая снизить кредитный риск и риск ликвидности. Обратная сторона централизации клиринга и расчетов в клиринговых палатах – это концентрация значительного финансового и операционного риска в небольшом числе учреждений, что потенциально несет в себе угрозу серьезных системных последствий.

Банкротство крупной клиринговой палаты или утрата ею доверия создает огромную неопределенность относительно статуса инициированных транзакций и, впоследствии, финансовых позиций участников клиринговой палаты и ее клиентов. В силу этого сильная система управления риском в таких учреждениях и эффективный надзор над ними очень важны.

Чтобы оценить вклад клиринговых палат в обеспечение финансовой стабильности, рассмотрим экономику этого сектора в исторической ретроспективе. Первая крупная клиринговая палата New York Clearing House была создана в США в 1853 г. коммерческими банками Нью-Йорка для клиринга и расчетов по чекам. Она сразу же улучшила ситуацию с расчетами по чекам за счет сокращения времени, затрачиваемого на соответствующие операции, экономии ресурсов, в том числе финансовых и кадровых. К концу XIX в. клиринговые палаты распространились по всей стране. Крупные сегменты финансовой системы оказались в зависимости от эффективности и целостности ежедневных расчетов, производимых клиринговыми палатами. По мере развития этих учреждений их роль постепенно вышла за пределы чисто операционных функций. В период непосредственно перед созданием ФРС, ассоциации клиринговых палат, добиваясь повышения доверия к банкам, выполняли квази-правительственные функции надзора (например, проводили оценку финансового положения своих членов, если появлялись слухи о возникших у них трудностях), а также время от времени брали на себя функцию кредитора в последней инстанции для отдельных своих членов.

Развитие рынков ценных бумаг и деривативов потребовало создания соответствующих структур для клиринга и расчетов. Первые шаги в этом направлении были предприняты Нью-Йоркской фондовой биржей в 1892 г., когда она организовала клиринговую палату для ограниченной группы брокерских сделок. После Первой мировой войны под давлением роста объемов торгов и связанных с ними издержек Нью-Йоркская фондовая биржа создала в 1920 г. Акционерную клиринговую корпорацию (Stock Clearing Corpora-



tion). Эта новая структура позволила сократить количество чеков, необходимых для расчетов, более чем на 90%, а объем затрат на расчеты – на 70% и более.

Так продолжалось до конца 1960-х годов, когда резко увеличился объем торгов и неисполненных финансовых документов по сделкам (счетов, подтверждений и инструкций по доставке) и возник печально известный «кризис обработки финансовой документации», вызвавший сокращение времени торгов и закрытие биржи по пятницам в течение шести месяцев. Для финансовых учреждений и участников рынка этот кризис не только создал определенные операционные проблемы, но и увеличил финансовые риски, с которыми столкнулись многие компании. Это, в свою очередь, выдвинуло на первый план вопрос об организации надзора, чтобы оценить, в какой степени отдельные компании способны контролировать и проводить мониторинг своих фондовых авуаров, а также управлять своими финансовыми позициями.

Под давлением Конгресса и регуляторов с середины 1970-х годов в финансовом секторе стали создаваться центральные депозитарии ценных бумаг и клиринговые организации, именуемые центральными контрагентами (central counterparties, CCPs), призванные ограничить оборот бумажных сертификатов, поддержать многосторонние взаимозачеты, сократить дорасчетный риск, проводить расчеты с использованием электронных технологий.

Определенные изменения претерпели и расчеты на рынке государственных ценных бумаг. Так, в 1986 г. власти и участники фондового рынка создали центрального контрагента для внебиржевых правительственных ценных бумаг. Сейчас эта организация является частью Fixed Income Clearing Corporation, дочерней компании Depository Trust & Clearing Corporation.

По мере развития клиринговых организаций их устойчивость, то есть способность управлять ликвидностью и обеспечивать целостность транзакций в стрессовых условиях, неоднократно проверялась в периоды финансовых шоков и кризисов, в частности, во время паники 1907 г., краха фондового рынка 1987 г. и недавнего финансового кризиса. Анализ этих исторических эпизодов показывает, что, хотя клиринговые организации весьма успешно выживали в тяжелые времена, кризисы выявляли их потенциальные уязвимые места и необходимость реформ, которые обычно впоследствии проводились.

Достижения клиринговых организаций отражают хорошо организованное планирование и прозрачность их институциональной структуры, а также в некоторой степени удачу в случае, когда кризис обнаруживал их слабости. Понятно, что нельзя надеяться только на удачу, и при обнаружении слабых мест следует их ликвидировать.

Недавний закон о финансовой реформе Додда-Франка затрагивает будущую структуру и роль клиринговых организаций двояким образом. Во-первых, он направлен на повышение устойчивости этих важных финансовых институтов по отношению к финансовым шокам. Во-вторых, способствует более широкому использованию клиринговых палат для противостояния слабостям, которые свойственны другим сегментам финансовой системы. Конечно, растущая опора на клиринговые палаты в преодолении проблем других сегментов финансовой системы повышает необходимость укрепления безопасности самих этих организаций. Соответствующие положения содержатся в статье 8 закона Додда-Франка. Одно из положений предусматривает дополнительные полномочия регуляторов США в области установления усиленных и согласованных стандартов риск-менеджмента для ведущих обслуживающих учреждений финансовой системы. Другие положения поддерживают более интенсивный надзор над клиринговыми палатами (включая ежегодные обследования) со стороны регуляторов. Как и в других ведущих странах Запада, в США закон Додда-Франка дает право системно значимым клиринговым организациям обращаться для расчетов в центральный банк (ФРС) и получить услуги по платежам. Они также имеют доступ к получению в ФРС чрезвычайного кредита, если исчерпаны ресурсы частного сектора.

**Литература:**

1. Bernanke B. Clearinghouses, Financial Stability, and Financial Reform. – Mode of access: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20110404.a.htm>
2. Bernanke B. Dodd-Frank implementation: Monitoring systemic risk and promoting financial stability. – Mode of access: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20110512.a.htm>
3. Bernanke B. Implementing a macroprudential approach to supervision and regulation. – Mode of access: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20110505.a.htm>

*Автор обзора – Г.В. Семяко,  
канд. экон. наук, ИНИОН РАН*