

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

А. В. Киевич¹

канд. экон. наук, доцент кафедры финансов Санкт-Петербургского государственного университета экономики и финансов

МИРОВОЙ ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК: ЭВОЛЮЦИЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ

Конец 2009 г. принес первые позитивные оценки состояния мировой экономики, позволяющие надеяться на преодоление самого глубокого за последний период мирового финансового кризиса. Эксперты Международного валютного фонда, основываясь на том, что во второй половине 2009 г. экономический рост укрепился и распространился на страны с развитой экономикой, прогнозируют увеличение мирового объема производства в 2010 г. на 4% (Обзор Международного валютного фонда, 2010, с. 1). Хотя в большинстве стран с развитой экономикой ожидается сохранение медленных по историческим меркам темпов подъема, все же чрезвычайные меры государственной поддержки позволили предотвратить повторение Великой депрессии. Между тем в том же документе отмечается, что «государственная поддержка финансового сектора играет решающую роль в преодолении цикла негативной обратной связи между финансовым и реальным секторами. В то же время все еще мало признаков укрепления автономного (не обусловленного мерами политики) частного спроса, по крайней мере, в странах с развитой экономикой» (Обзор Международного валютного фонда, 2010, с. 3).

Тревожным фактом является также то, что большинство действий, которые были предприняты как на уровне отдельных государств, так и на международной арене, до сих пор носили только характер чрезвычайных мер, направленных на смягчение последствий кризиса. Серьезных структурных изменений в мировой экономике или регулировании мировых финансовых рынков пока не произошло, а значит, сохраняется потенциальная опасность нового спада. Таким образом, о полном преодолении кризиса пока говорить еще слишком рано. В связи с этим невозможно и понять всю полноту его последствий, а лишь дать приблизительные оценки.

Оливье Бланшард, сопоставив данные Международного валютного фонда и Международной федерации бирж (IMF Global Financial Stability Report; World Economic Outlook November 2008 update and estimates; World Federation of Exchanges), пришел к следующим количественным оценкам мирового финансового кризиса. Непосредственные потери по второсортным американским ипотечкам и связанным с ними ценным бумагам по состоянию на октябрь 2007 года составили приблизительно 250 млрд долл. Ожидаемые потери в мировом валовом продукте, вызванные кризисом, которые рассчитывались экспертами МВФ как отклонение от прогнозированного странового тренда каждого

¹ Эл. адрес: kievich_av@mail.ru



Рис. Сопоставление потерь по второсортным ипотечным ценным бумагам США и спровоцированного ими падения мирового валового продукта и снижения капитализации мирового фондового рынка, млрд долл. США

государства по состоянию на ноябрь 2008 г. в пересчете на период 2008—2015 гг., составят 4700 млрд долл. Это примерно в 20 раз больше, чем первоначальные потери от ипотечных бумаг в США. Однако еще более ощутимые потери понес мировой фондовый рынок. Снижение капитализации фондовых рынков с июля 2007 г. по ноябрь 2008 г. составило примерно 26 400 млрд долл., что в 100 раз превышает потери на ипотечном рынке — источнике кризиса (Blanchard, 2008, р. 2—3). Еще более впечатляющими эти цифры выглядят в графическом представлении (рис.).

Первый столбик (потери по ипотеке) едва заметен на графике по сравнению с потерями, которые понесут мировое производство и фондовые рынки. Необходимо заметить, что эти статистические данные во многом опираются на прогнозы и экспертные оценки, которые с течением времени, вероятно, будут изменяться. Однако пропорции потерь все же заставляют задуматься о том, как могли относительно небольшие убытки на ограниченном ипотечном рынке США спровоцировать столь значительный ущерб, волнами разошедшийся по всей мировой экономике?

В то же время, как отмечают исследователи из Организации экономического сотрудничества и развития (de Michelis, 2009, р. 23), относительно небольшие первоначальные потери хоть и являются незначительными с точки зрения мирового финансового рынка, да и даже рынка самих США, но они оказались достаточно велики по сравнению с капиталом вовлеченных финансовых институтов. Поэтому сложности, возникшие у финансовых компаний и банков, повлекли резкое ограничение кредитования компаний и частных лиц. Таким образом, еще одним важным вопросом является поиск причин столь значительной концентрации рисков, в том числе и по производным ценным бумагам, которые изначально задумывались как инструмент перераспределения тех самых кредитных рисков.

На наш взгляд, одна из причин¹ состоит в отсутствии должного надзора, заранее продуманного комплекса мер по ограничению кризисных явлений на фи-

¹ Мы сознательно оставляем анализ непосредственных причин, приведших к краху на рынке американских ипотечных бумаг, и конкретных механизмов передачи кризиса на смежные рынки за рамками данного исследования. Наша статья посвящена прежде всего мерам государственного регулирования, направленным на недопущение подобных финансовых кризисов в будущем или, по крайней мере, снижение их вероятности и остроты.

нансовых рынках и адекватных мер государственного и международного регулирования деятельности участников финансового рынка. Анализу указанных аспектов функционирования мирового финансового рынка и посвящена данная статья.

В течение последних десятилетий в США господствовала идея о том, что, для того чтобы оставаться лидером в глобальном экономическом соревновании, США должны как можно больше простора оставлять для частной инициативы участников финансового рынка и как можно меньше их регулировать. Например, в 2004 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам США (Security Exchange Commission) значительно облегчила нормативы достаточности капитала и максимального размера заимствований для ведущих инвестиционных банков. Кроме этого она также разрешила им самостоятельно следить за степенью рискованности своих активов и использовать выбранные банками компьютерные модели оценки рисков (Lebaton, 2008). Инвестиционные компании не преминули этим воспользоваться, в частности в Bear Stearns на 1 долл. собственных средств приходилось 33 доллара заемных. Надзорные органы переоценили рациональность поведения финансовых компаний, надеясь, что те не станут рисковать необдуманно. Однако, как позднее признал Алан Гринспен (бывший председатель Федеральной резервной системы США с августа 1987 г. по январь 2006 г. и один из наиболее активных сторонников полной свободы рынка и невмешательства государства) во время слушаний в Конгрессе США, он переоценил «самокорректирующие силы свободного рынка» (Andrews, 2008).

Поскольку регулирующие органы не верили в возможность системного финансового кризиса, то, когда кризис все же разразился, не существовало заранее подготовленного плана действий. Заметим, что и среди экономистов нет единого мнения о том, что же является наилучшей политикой выхода из столь глубокого кризиса. Отчасти различия в точках зрения связаны с тем, что различают сами цели антикризисного регулирования.

Некоторые авторы предлагают сконцентрироваться на снижении правительственных расходов и кризисной нагрузки на фискальную систему государств. Другие исследователи рекомендуют в качестве основной задачи регулирования использовать снижение общих потерь экономики, а именно падения производства, и ускорение его реструктуризации. Третьи настаивают на необходимости уделять первоочередное внимание осуществлению долгосрочных структурных реформ экономики.

Естественно, что в реальной практике государственным органам управления приходится искать компромисс между этими целями. Отметим, что обширный опыт борьбы с предыдущими кризисами (в период с 1970 по 2007 г. в мире произошло 124 системных банковских кризиса (Larven, Valencia, 2008)), к сожалению, не помогает на практике. Происшедшие кризисы различались с точки зрения причин возникновения и масштабов воздействия на экономику, и ни один из них по силе не может сравниться с текущим мировым финансовым кризисом. Однако анализ методов преодоления этих кризисов необходим для формирования перспективных направлений регулирования мировой финансовой системы. В связи с особенностями каждого нового кризиса и пренебрежением уроками прошлого регулирующим органам отдельных стран приходится каждый раз начинать если и не с совсем чистого листа, то все же заново открывать для себя уже известные инструменты антикризисной политики. Поэтому необходимо, прежде всего, обобщить данные о доступных методах борьбы с финансовыми кризисами и обеспечения стабильного развития финансовой системы.

Проанализируем инструментарий органов финансового регулирования, используемый в борьбе с финансовыми кризисами. Все существующие инстру-

менты и нормы регулирования можно подразделить на две большие группы: те, которые используются на этапе сдерживания кризиса, и те, которые применяются позднее, на этапе полного преодоления последствий кризиса.

На этапе сдерживания финансовый кризис только еще разворачивается. Власти проводят краткосрочную политику, направленную на восстановление доверия населения и уменьшение воздействия бегства инвесторов и оттока депозитных вкладов на реальный сектор экономики.

На этапе преодоления кризиса наступает черед долгосрочных мер, направленных на оздоровление предприятий реального сектора, финансовых учреждений и рынков. При этом краткосрочные меры, предпринятые на первом этапе, могут постепенно перерастать в меры долгосрочного регулирования или, по крайней мере, определять палитру доступных инструментов долгосрочной финансовой политики.

В связи с необходимостью быстрого принятия и проведения в жизнь решений на первом этапе регулирующие органы ограничены в выборе только тех методов воздействия на ситуацию, которые не предполагают формирования новых органов контроля, новых финансовых институтов или комплексных финансовых схем. Немедленно доступные меры включают в себя ограничения на выдачу банковских депозитов, временное разрешение банкам не соблюдать обязательные нормативы (такие как коэффициенты достаточности капитала), чрезвычайные меры по предоставлению ликвидности банкам, государственные гарантии вкладчикам.

Выбор конкретных инструментов зависит от того, что послужило непосредственной причиной кризиса: крах пузырей на рынке отдельных финансовых активов (в том числе на валютном рынке), макроэкономические диспропорции, потеря доверия инвесторов и вкладчиков, вызвавшая отток капиталов и депозитов, или же осознание регулируемыми органами неплатежеспособности отдельных финансовых институтов и финансовых систем государств.

Так, например, при резком снижении ресурсной базы банков правительство или центральный банк могут прибегнуть к предоставлению льготных кредитов на поддержку ликвидности, расширению государственных гарантий депозитных вкладов или же временному запрету на изъятие депозитов из банков, т. е. так называемым банковским каникулам. Эти меры направлены на то, чтобы выиграть время и восстановить доверие вкладчиков. Эффективность подобных мер зависит от того, сохранилось ли доверие к самому правительству.

В случае же неплатежеспособности отдельных финансовых институтов требуется совершенно другой набор мер, направленных на недопущение незаконного оттока оставшихся качественных активов, и включающий в себя введение внешнего управления, изменение структуры (слияние, поглощение) либо же контролируруемую государственными органами передачу этих активов под управление другой организации. Необходимым условием здесь является наличие у государственных органов заранее оформленных юридических полномочий, поскольку владельцы финансовых институтов зачастую предпочитают скрывать информацию об испытываемых финансовых трудностях. В результате к моменту вмешательства государственных органов управления ситуация может быть достаточно критической и времени на проработку и оформление решений остается совсем мало.

Наиболее сложным представляется случай, когда потрясения в финансовой системе страны вызваны комплексом внешних макроэкономических факторов. В подобной ситуации отдельные меры финансового регулирования будут недостаточными, они должны будут сопровождаться более глубокими изменениями макроэкономической политики.

Например, в США на этапе сдерживания текущего кризиса в дополнение к агрессивному снижению процентных ставок Федеральная резервная система США предприняла ряд беспрецедентных шагов по предоставлению дополнительной ликвидности. Начиная с декабря 2007 г. было введено несколько новых программ кредитования. В частности, два новых аукциона Term Auction Facility (TAF) и Term Securities Lending Facility (TSLF) были созданы специально для предоставления средств банкам, принимающим депозиты населения, и первичным дилерам на рынке ценных бумаг соответственно. Эти аукционы обладают несколькими преимуществами по сравнению с традиционным дисконтным окном. Во-первых, они более динамичны, ценовая информация переходит от одного аукциона к другому. Во-вторых, к этим аукционам прибегают и финансовые структуры, которые традиционно избегали пользоваться дисконтным окном, чтобы не ставить под удар свою репутацию платежеспособного участника рынка.

В дополнение к новым аукционам ФРС значительно расширила использование валютных свопов с рядом зарубежных центральных банков для удовлетворения потребностей в долларах на мировых рынках, а также ввела специальные инструменты для поддержки ликвидности на рынках коммерческих долговых бумаг и взаимных фондов инвестиций в инструменты денежного рынка.

Вопрос о результативности данных мер ФРС по поддержке межбанковского рынка остается открытым. В частности, спреды между стоимостью привлечения и размещения средств на кредитном рынке остались значительными, хотя введение каждого нового механизма поддержки ликвидности и ненадолго сужало их (de Michelis, 2009, p. 28). Отдельные эксперты не нашли доказательств, что аукционы TAF оказали какое-либо воздействие на срочное кредитование (Taylor, Williams, 2008), тогда как другие оспаривают этот вывод (McAndrews, Sarkar, Wnag, 2008). Оживленные дискуссии первоначально вызвало и решение допустить к аукционам первичных дилеров. Однако постепенно в целях поддержания ликвидности рынка и улучшения условий кредитования был расширен как круг организаций, допущенных к аукционам, так и перечень принимаемых в залог активов. Одновременно значительно возрос и сам объем кредитования. С 8 августа 2007 г. по 6 ноября 2008 г. активы Федеральной резервной системы США возросли с 869 млрд долл. до 2058 млрд долл. (de Michelis, 2009, p. 33).

На первом этапе сдерживания финансового кризиса быстрота принятия решения зачастую превалирует над его сбалансированностью. По образному выражению немецкого экономиста Ганса Блюэля, утопающего не спасают, давая ему уроки плавания (Bleuel, 2009, p. 18). В случае отсутствия предварительно отлаженной системы мониторинга и заранее определенных границ финансовой поддержки центральные банки могут предоставлять крупные кредиты заведомо неликвидным финансовым структурам, медлить с реструктуризацией банков и выдавать излишние государственные гарантии, тяжелой ношей ложащиеся на бюджет.

На втором этапе в целях полного преодоления кризиса неотложные мероприятия уступают свое место долгосрочным мерам, направленным на восстановление нормально функционирующей финансовой системы и оздоровление балансов банков и их клиентов. К данному моменту кризис обычно уже вызвал неплатежеспособность многих финансовых структур, часть из которых оказалась под внешним управлением. В связи с чем на первый план выходят следующие вопросы: проблема организационной перестройки финансовых и нефинансовых компаний, проведение переговоров между кредиторами и заемщиками, проведение процедур банкротства, восстановление способности финансовой системы управлять потоками частных капиталов.

Наиболее часто используемыми инструментами государственной политики на данном этапе являются субсидируемые государством кредиты, списание дол-

гов, организация компании по управлению просроченной задолженностью под эгидой регулирующих органов, продажа финансовых институтов новым (в том числе иностранным) инвесторам, а также мероприятия по рекапитализации банковской системы. Государство при этом может сохранить юридический или фактический контроль над финансовыми структурами до завершения процедуры их оздоровления. Подобные мероприятия требуют использования огромных финансовых ресурсов государства.

Отметим, что существует значительное количество эмпирических исследований (La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer, 2002; Barth, Capiro, Levine, 2006), доказывающих, что владение государством значительными банковскими активами ассоциируется с замедленным развитием финансового сектора, более низкой продуктивностью. Чем ниже уровень развития страны и слабее защита прав собственников, тем более явно проступают эти негативные последствия. Виной тому может быть высокая политизированность принимаемых хозяйственных решений. Для преодоления этих недостатков имеет смысл постепенно двигаться к приватизации финансовых учреждений по завершении процесса их оздоровления.

Таким образом, в арсенале регулирующих органов существует достаточно инструментов для того, чтобы остановить распространение кризиса или хотя бы смягчить его воздействие на мировую финансовую систему. Почему же тогда регулирующие органы не воспользовались ими вовремя, т. е. не предотвратили само появление кризиса или не погасили его в зародыше? На наш взгляд, причина медлительности и нерешительности состоит в неадекватности структуры органов государственного управления потребностям современного финансового рынка. Прежде всего, это относится к стране-источнику кризиса, т. е. к США.

Кроме этого, важно обратить внимание на то, что накануне кризиса на финансовом рынке проявились две важные тенденции. Во-первых, активность постепенно смещалась от наиболее регулируемых участников рынка, таких как банки, к наименее регулируемым видам финансовых посредников, таких как инвестиционные компании и хеджевые фонды, от традиционных финансовых продуктов и услуг к более дешевым альтернативным продуктам, использующим секьюритизацию на рынке капиталов. Во-вторых, различные участники финансового рынка стали способны достигать схожих результатов в управлении финансовыми рисками вне зависимости от традиционной категории бизнеса, к которой они принадлежат.

Традиционная модель финансового регулирования в США этих тенденций не учитывала. Например, по мнению Charles Whitehead, финансовые рынки стали более гибкими, таким же гибким должен стать и ответ регуляторов (Whitehead, 2010). Регуляторы должны концентрироваться на основных вопросах, которые призвано решать регулирование, т. е. стабильности рынка и рискованности позиций, невзирая на фиксированные категории, посредников, бизнес-модели или функции.

Рассмотрим различные организационные модели системы органов финансового регулирования.

Традиционно вплоть до середины 1990-х гг. в подавляющем большинстве стран государственное воздействие на финансовые рынки, а через них и экономику в целом, осуществлялось через центральный банк, министерство финансов, казначейство и различные специализированные агентства и саморегулирующиеся организации. Отдельное лицензирование и режим функционирования были установлены для банков, страховых компаний и участников рынка ценных бумаг, а центральные банки обычно принимали на себя роль регулятора коммерческих банков.

Однако постепенно многие страны начали ощущать потребность в централизации режима регулирования и снижении роли центрального банка в пруденциальном надзоре над финансовыми институтами. Норвегия стала первой страной, которая внедрила систему единого регулятора, но она недолго оставалась в одиночестве. По данным исследования, проведенного Всемирным банком в 2003 г., около 29% стран мира ввели систему единого регулятора и еще около 30% консолидировали системы таким образом, что один орган осуществлял надзор над как минимум двумя типами финансовых операторов.

Таким образом, на смену традиционной организационной модели со множеством разрозненных регулирующих органов пришла модель с единым консолидированным регулятором, модель «двух вершин», а также их многочисленные разновидности, или «гибридные» модели, которые, учитывая страновые особенности, все же пытаются использовать преимущества централизации финансового регулирования.

Рассмотрим основные характеристики, преимущества и недостатки указанных новых моделей. Сразу оговоримся, что реальные системы регулирования финансовых рынков в различных странах могут иметь существенные различия, даже если они с точки зрения классификации принадлежат к одному типу.

Модель единого интегрированного регулятора характеризуется двумя основными чертами:

- интегрированный регулятор включает в себя надзор над рынком ценных бумаг, операциями взаимных и пенсионных фондов, страховых компаний и коммерческих банков;

- центральный банк, проводящий монетарную политику страны и осуществляющий функции поддержания финансовой стабильности (кредитор в последней инстанции и надзор над платежными системами), остается не зависимым от интегрированного органа регулятора.

Модель единого регулятора обладает рядом преимуществ по сравнению с традиционной моделью. В частности,

- уменьшение числа регулирующих органов снижает потребность в координации усилий и обмене информацией между ними, что на практике не всегда удавалось достичь, особенно в странах с высокой степенью вовлеченности государственных чиновников в политические процессы;

- в некоторых странах модель единого регулятора была введена в ответ на усиление тенденции образования финансовых конгломератов, включающих в себя традиционный банковский бизнес, инвестиционный банковский бизнес, управление активами и страхование. В этом случае преимуществом модели единого финансового регулятора является то, что все финансовые компании, включая конгломераты, должны поддерживать контакты только с одним регулирующим органом. Это снижает издержки компании на приведение своей деятельности в соответствие с действующими нормами;

- единый регулятор сочетает в себе полномочия по решению двух важных задач — пруденциального надзора и регулирования финансовой деятельности в интересах защиты прав потребителей;

- введение единого регулятора и применение им единых норм и правил уравнивает правила игры для всех участников финансового рынка.

С точки зрения управления системными рисками, введение единого регулятора препятствует осуществлению регулятивного арбитража между секторами финансового рынка и предотвращает концентрацию рискованных позиций в наименее регулируемых секторах. Напомним, что бесконтрольный рост рискованных позиций у наименее регулируемых финансовых операторов в США как следствие активной торговли на рынке производных финансовых инстру-

ментов явился одной из предпосылок зарождения финансового кризиса в этой стране. Однако не все исследователи считают уравнивание правил игры на всех секторах финансового рынка правильным направлением деятельности. Некоторые, наоборот, поднимают вопрос о необходимости возврата к разграничению отдельных видов деятельности, например коммерческого и инвестиционного банковского бизнеса, или, по крайней мере, введения усиленного контроля над деятельностью тех участников рынка, которые несут большую потенциальную угрозу для функционирования финансового рынка.

К потенциальным недостаткам модели единого регулятора можно отнести:

- в западных странах регулирование деятельности финансовых операторов в интересах защиты прав потребителей привлекает наибольшее внимание общественности и может приносить большие политические выгоды. Поэтому существует риск, что единый регулятор может уделять защите прав потребителей относительно большее внимание в ущерб пруденциальному надзору;

- внедрение единого регулятора происходило без учета целей макропруденциального регулирования. В результате макрорегулирование и пруденциальный надзор над отдельными институтами осуществляются различными органами, ни один из которых не несет полной ответственности за успешность их сотрудничества в этой области;

- надзор над системно значимыми платежно-расчетными системами осуществляется центральным банком, а надзор над финансовыми агентами — пользователями этих систем осуществляется единым регулятором. В результате рычаги воздействия центрального банка ограничены. В то же время кризис ярко продемонстрировал опасности, связанные с недостаточной прозрачностью механизмов клиринга на внебиржевых (неорганизованных) рынках, а также клиринга операций в иностранных валютах;

- создание нового работоспособного органа финансового регулирования представляет собой сложный и длительный процесс. Иногда сложно сохранить обученный персонал и передать наработанный опыт при ликвидации многочисленных разрозненных регуляторов.

Поскольку система единого регулятора, как мы только что видели, не лишена недостатков, некоторые страны предпочли альтернативную модель, сохраняющую преимущества интегрированного подхода, но пытающуюся преодолеть его отдельные недостатки. Так появилась организационная модель «двух вершин» (twin-peaks model). Как следует из названия, в данной модели выделяются два основных регулирующих органа:

- регулятор системного риска занимается пруденциальным регулированием всех потенциально системно значимых финансовых институтов и платежно-расчетных систем. Эти функции обычно закреплены за центральным банком;

- регулятор деятельности на финансовом рынке (business conduct regulator) надзирает над всеми видами финансовых услуг (банковскими, страховыми, инвестиционными) как на оптовых рынках (регулирование бирж), так и на розничных.

На практике существует несколько разновидностей данной системы. В частности, по-разному может решаться вопрос о том, кто будет регулировать меньшие по размеру страховые компании, не имеющие системной значимости, но важные с точки зрения защиты потребителей. Например, Нидерланды в 2002 г. внедрили данный подход, передав указанные полномочия Центральному банку, тогда как Болгария и Южная Африка предпочли оставить регулирование страховых компаний вне центрального банка.

Основным элементом модели «двух вершин», отличающим ее от модели единого регулятора, является наличие у центрального банка полномочий пруден-

циального надзора. С этой точки зрения созданные во многих странах системы регулирования можно назвать разновидностями модели «двух вершин», например во Франции, Италии, Португалии, Испании, даже если в них и не существует единого органа бизнес-регулирования.

Преимуществами использования модели «двух вершин» являются:

- каждый регулирующий орган концентрируется на единой цели (управлении системным риском или защите потребителей и инвесторов), что снижает риск конкуренции целей внутри самого управляющего органа;
- проведение монетарной политики и макропруденциальный надзор сконцентрированы в руках центрального банка, поэтому они естественным образом дополняют борьбу с финансовыми диспропорциями;
- снижена необходимость координации усилий различных регуляторов, а потому устранены и дополнительные сложности, связанные с несовершенством обмена информацией при надзоре над системно значимыми финансовыми институтами. Повышается оперативность реагирования регулирующих органов, что особенно важно в кризисные периоды;
- потенциально существует возможность снижения системных рисков в связи с комбинацией пруденциального надзора и надзора над платежно-расчетными системами в рамках центрального банка;
- используются существующие у центрального банка естественные стимулы к качественному пруденциальному надзору над финансовыми институтами.

Под естественными стимулами к осуществлению качественного пруденциального надзора над финансовыми институтами мы имеем в виду то, что центральный банк непосредственно заинтересован в стабильном функционировании финансовых учреждений, так как банкротства и финансовые кризисы разрушают его репутацию и истощают финансовые ресурсы.

В частности, выступая в качестве кредитора в последней инстанции, центральные банки предоставляют кредиты банкам, из которых наблюдается отток средств и которые не способны привлечь ресурсы на межбанковском рынке. В случае должного осуществления пруденциального надзора центральные банки способны оперативно разобраться в том, насколько сложная ситуация у того или иного конкретного финансового оператора, и определить необходимый и достаточный уровень кредитования. В случае если у центрального банка нет требуемой достоверной информации, то он может быть вовлечен в затратный процесс кредитования финансовых институтов, которые уже невозможно спасти при помощи одних кредитов и в отношении которых изначально необходимо было выбрать другие методы помощи.

Как показал текущий кризис, так или иначе центральные банки вовлекаются в процесс реорганизации или спасения отдельных системообразующих финансовых институтов, у которых наблюдается кризис ликвидности. В первую очередь речь идет об организациях, принимающих депозиты от населения (например, Northern Rock в Великобритании), но могут включаться и другие финансовые институты, чье банкротство может нарушить нормальное функционирование финансовых рынков (например, Bear Stearns и AIG в США). Во всех этих случаях центральные банки предоставляли финансовую помощь до тех пор, пока не было найдено более долгосрочное решение. В некоторых ситуациях центральные банки вынуждены были не только предоставлять кредитную поддержку, но даже временно контролировать обанкротившиеся финансовые институты, как, например, ФРС США управляла AIG. То есть чем больше времени занимает поиск окончательного решения проблемы (частного инвестора, государственной поддержки или национализации), тем дольше центральный банк вынужден финансово поддерживать проблемные финансовые институты. Каче-

ственный пруденциальный надзор значительно упрощает этот процесс для центрального банка.

К слабостям системы «двух вершин», по мнению автора, можно отнести:

- контроль над системными рисками финансовой системы и защита прав потребителей и инвесторов разделены между различными регуляторами, поэтому в отдельных случаях может возникать конфликт интересов и необходимости государственных органов координировать усилия. Хотя такая потребность в координации и значительно меньше, чем в традиционной системе регулирования;

- системно-значимые финансовые институты, которые подвергаются одновременно и пруденциальному надзору и надзору над правилами ведения бизнеса, стоят перед необходимостью взаимодействовать с двумя регулирующими органами одновременно.

Выбор оптимальной организационной структуры органов управления зависит от особенностей каждой страны. Невозможно дать исчерпывающий перечень всех факторов, которые необходимо принимать во внимание, но основными из них, по мнению автора, являются:

- уровень развития финансовой системы страны и прогнозируемые направления ее развития;

- распределение активов финансового сектора по видам деятельности (банковская, страховая, инвестиционная);

- наличие или отсутствие крупных финансовых институтов, полностью или частично принадлежащих государству и пользующихся различными формами государственной поддержки;

- распространенность крупных многопрофильных финансовых структур, конгломератов;

- структура клиентской базы крупнейших финансовых институтов (широкие слои населения, немногочисленные крупные компании, многочисленные компании мелкого и среднего бизнеса, финансовые структуры, отечественные или преимущественно иностранные).

Различное сочетание этих и других факторов приводит к появлению многочисленных разновидностей организационных структур, или гибридных моделей. Например, в Нидерландах финансовая система состоит из нескольких крупных комплексных финансовых институтов, деятельность которых выходит за традиционные функциональные рамки, сочетая в себе банковские и страховые услуги. Поэтому имеет смысл передать центральному банку полномочия по осуществлению пруденциального надзора над всеми банками и страховыми компаниями. В странах же, где существует большое количество мелких банков и страховых компаний, подобное объединение пруденциального надзора в рамках центрального банка может, наоборот, ухудшить его качество.

В странах, в которых помимо крупных системообразующих финансовых институтов существует и большое число мелких банковских институтов (как, например, в США, Германии или Японии), может быть не вполне рационально передавать центральному банку полномочия по пруденциальному надзору над всеми финансовыми институтами. Иногда имеет смысл создание второго органа пруденциального надзора, такого как Федеральная корпорация по страхованию депозитов в США (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC), который будет заниматься надзором над большим числом мелких финансовых институтов, в силу своего размера не представляющих значительного системного риска и не заслуживающих повышенного внимания со стороны центрального банка. Это высвобождает ресурсы центрального банка для надзора над более крупными институтами в целях поддержания системной финансовой стабильности. Цент-

ральный банк при этом может сохранить обязанности по созданию системы пруденциального надзора в целом.

Однако, как отмечают эксперты Международного валютного фонда (Nier, 2009, p. 46), сложность данного подхода состоит в размытости самого понятия «системно значимого финансового института». Не существует четкого критерия определения тех финансовых структур, которые представляют опасность с точки зрения системного риска и, соответственно, требуют повышенного внимания со стороны регулирующих органов.

Итак, мы проанализировали основные тенденции последних лет в области регулирования деятельности на финансовых рынках. Мировой финансовый кризис, который еще пока полностью не преодолен, явился доминирующим фактором в этот период времени. При всем драматизме его последствий для мировой экономики кризис произвел отрезвляющее воздействие как на участников финансового рынка, так и на его регуляторов.

Кризис выявил неподготовленность органов финансового регулирования и контроля. Чрезвычайно сложно осторожно разрабатывать взвешенную политику по преодолению кризиса в разгар самого кризиса. Представляется, что избежать этих ошибок можно, только если решения по кризисному менеджменту принимаются вне самого кризиса и регулярно публикуются в виде целевых ориентиров по преодолению кризиса.

Одним из недостатков финансового регулирования было почти повсеместное отсутствие заранее определенного специального режима реорганизации финансовых учреждений.

Более того, то, каким способом преодолен предшествующий кризис, определяет частоту и глубину последующих финансовых кризисов, поскольку напрямую воздействует на рыночную дисциплину. По нашему мнению, открытость решений регулирующих органов относительно оценки системных рисков наиболее крупных финансовых институтов может отчасти снять вопросы, связанные с установлением более жестких пруденциальных норм (как установленные в Швейцарии более жесткие нормативы достаточности капитала в отношении двух банков — USB и Credit Suisse) и повышенного внимания к отдельным финансовым институтам.

Что касается организационной структуры финансового регулирования, то не существует универсальных рекомендаций, подходящих для всех стран. Общая тенденция к централизации и унификации регулирования и надзора на практике адаптируется к конкретным условиям отдельных государств. Эволюция органов регулирования и изменение их полномочий — это непрекращающийся процесс.

Для стран, стоящих перед необходимостью внесения существенных изменений в структуру финансового регулирования, хочется отметить, что радикальная реформа регулирования финансовой системы не всегда является предпочтительным вариантом. Иногда слишком активные разрушительные действия могут привести к потере накопленного опыта управления и его преемственности. Поэтому в некоторых случаях вместо этого возможно постепенное изменение структуры органов регулирования, устраняющие отдельные недостатки, например проясняющие полномочия каждого регулирующего органа и там, где это необходимо, улучшающие сотрудничество между ними. Подчеркнем, что если какому-либо одному органу предоставлены широкие полномочия по финансовому регулированию и влиянию на отдельные финансовые институты, то эти полномочия должны быть дополнены твердыми механизмами, обеспечивающими прозрачность и высокую степень подотчетности самого регулирующего органа.

Источники

Обзор Международного Валютного Фонда. Подъем, обусловленный мерами политики, происходит с различной скоростью // Перспективы развития мировой экономики. 2010. 26 янв. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/weo/2010/update/01/pdf/0110r.pdf>.

Andrews E. L. Greenspan concedes error on regulation // New York Times. 2008. Oct. 24. B1, B6.

Barth J. R., Capiro G., Levine R. Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern // New York. Cambridge University Press., 2006.

Blanchard O. J., The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies // MIT Department of Economics. Working Paper N 09-01. 2008. 29 Dec. P. 2—3. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://ssrn.com/abstract=1324280>.

Bleuel H. H. The German Banking System and the Global Financial Crisis: Causes, Developments and Policy Responses. 2009. Feb. 28. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://ssrn.com/abstract=1365813>

De Michelis A. Overcoming the Financial Crisis // OECD Economics Department Working Papers. OECD publishing. 2009. N 669. P. 23—28.

Larven L. A., Valencia F. V., Systemic Banking Crises: A New Database // IMF Working Papers N 08/224. 2008. Sept. P. 1—78. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://ssrn.com/abstract=1278435>

Lebaton S. Agency's '04 rule let banks pile up new debt and risk // New York Times. 2008. Oct. 3. A1, A23.

La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A. Government Ownership of Commercial Banks // The Journal of Finance. 2002. N 57 (1). P. 265—301.

McAndrews J., Sarkar A., Wnag Z. The Effect of the Term Auction Facility on the London Inter-bank Offered Rate // Current Issues in Economics and Finance. Federal Reserve Bank of New York. 2008.

Nier E. Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis // IMF Working Papers N 09/70. 2009. April. P. 1—64. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://ssrn.com/abstract=1378882>

Pellerin S. R., Walter J. R., Wescott P. E. The Consolidation of Financial Market Regulation: Pros, Cons, and Implications for the United States // The Federal Reserve Bank of Richmond. Working Paper N 09-8. 2009. May. P. 24—38. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.richmondfed.org/publications/research/working_papers/2009/wp_09-8.cfm.

Taylor J., Williams J. A. Black Swan in the Money Market // Working Paper Series. N 2008-04. Federal Reserve Bank of San Francisco. 2008. April.

Whitehead C. K. Reframing Financial Regulation // Boston University Law Review. 2010. Vol. 90. N 1. Cornell Legal Studies Research Paper N 09—026. P. 4. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://ssrn.com/abstract=1447424>.