

Кто измерит системный риск?

КРЕЙНДЕЛЬ В.М., СТ. АНАЛИТИК ИФИ, 31 июля 2009 г.

Мировой кризис потряс основы глобальной финансовой системы. Большинство наблюдателей согласно, что одна из основных причин разрушительных событий – реализация накопленного системного риска (прежде всего в развитых экономиках). Разобщенные регуляторы "не увидели леса за деревьями", "проглядев" наступление кризиса, несмотря на весь гигантский объем обрабатываемой информации о финансовых рынках. К примеру, МВФ оценивает произошедшее так: "Раздробленность системы надзора усугубляла неспособность распознать нарастающую уязвимость и усиливающиеся взаимосвязи". Естественной реакцией властей по всему миру стала подготовка реформ, направленных на то, чтобы контролировать этот вид риска.

Согласно одному из определений,¹ у системного риска два проявления: а) неожиданные сбои на финансовом рынке (в т.ч. масштабные банкротства); б) доминирование на финансовом рынке избыточно крупных игроков, которое может приводить к хрупкости и слабой адаптивности системы в целом. Эти два вида риска взаимосвязаны, т.к. именно крупные компании (в т.ч. финансовые) зачастую неявно подпадают под критерий *too big to fail* (банкротство такой организации может угрожать всей финансовой системе).

Существуют два вида регулирования, направленного на снижение системного риска: это традиционный подход (микропруденциальный банковский надзор, обеспечение прозрачности деятельности финансовых организаций), а также новый вид регулирования – макропруденциальный (*macroprudential*). Этим термином принято обозначать оценку риска для всей системы в целом, которая отнюдь не сводится к суммированию индивидуального риска. Главный инструмент макропруденциального надзора – система оценки индикаторов финансовой стабильности (чувствительность к риску, финансовый рычаг, показатели ликвидности, различные характеристики рынка сбережений и т.д.). Потенциально она должна стать эффективным механизмом оценки вероятности сбоев на финансовом рынке, возникновения кризисов.

Однако ни одной работающей системы оценки глобального системного риска пока не было построено. Ближайшими аналогами можно считать расчеты для отдельных стран на основе макроэкономических стресс-тестов в рамках Программы оценки финансового сектора (FSAP²), которую проводят МВФ и ВБ вместе с национальными денежными регуляторами. Другими направлениями работы в этой области являются создание опережающих систем кризисных индикаторов (в основном макроэкономических) и оценок по модели VaR (*value-at-risk*) для

¹ Schapiro (2009)

² <http://www.imf.org/external/NP/fsap/fsap.asp>

финансового сектора в целом. По большей части все это остается лишь теоретическими разработками, и потенциальный регулятор в своей попытке выявить системный риск без работающих моделей будет похож на астронома, ищущего новую звезду лишь с несколькими чертежами и деталями телескопа. До последнего времени дискуссия о необходимости введения макропруденциального регулирования велась в таких структурах как МВФ и Банк международных расчетов (БМР), однако их доводы о необходимости разработки и апробации соответствующих моделей не были вовремя услышаны.

После начала кризиса ситуация поменялась. В последнее время о необходимости введения макропруденциального надзора за мировой финансовой системой регулярно заявляют руководители центробанков различных стран³, политики⁴ и видные экономисты⁵. Во многих странах развернулось широкое обсуждение этих предложений. В целом в центре дискуссии находится вопрос о том, какому именно госоргану необходимо доверить миссию предупреждения проявлений системного риска.

В США идет активный поиск организационных и политических решений. Администрация Б. Обамы в середине июня обнародовала свои предложения усилить полномочия ФРС по регулированию финансовых рисков, фактически намереваясь создать *мегарегулятор*, который будет предписывать те или иные действия "рядовым" регулирующим органам. Полномочия ФРС будут контролироваться надзорным советом по риску. Нужно отметить, что предоставление полномочий по системному надзору центробанку – не единственный выход (хотя глава Минфина США Т. Гайтнер уже поспешил заявить об обратном). Есть предложения создать совершенно новый регулятор или консультативный совет (комиссию) с участием основных представителей уже существующих регуляторов, но с большими полномочиями, чем это предусмотрено планом Б. Обамы. Тем не менее руководители Федерального резерва последовательно подтверждают, что видят именно себя в роли главных борцов за финансовую стабильность. В начале июля президент федерального банка Нью-Йорка У. Дадли оптимистично заявил, что ФРС найдет возможность "обнаруживать и сдувать пузыри" на рынках активов, расширив арсенал применяемых инструментов кредитно-денежной политики. Впрочем, трудно поверить, что именно недостаток информации или полномочий мешал ФРС делать это раньше. Скорее дело в недостаточной решимости руководства.

³ Landau (2009), Redrado (2009), Tumpel-Gugerell (2009)

⁴ Британские консерваторы активно взяли на вооружение "макропруденциальную" риторику ("U.K. Regulator Defends Its Role")

⁵ Blinder (2009)

Создать регулятор в принципе не сложно, а вот создать работающую систему надзора намного сложнее. Отметим лишь несколько критических моментов, связанных с научной базой регулирования:

- теория финансов слабо интегрирована с макроэкономикой⁶. Есть некоторое количество научных разработок высокой степени абстракции, но нет никаких готовых рецептов, как проводить политику предотвращения кризисов; насколько денежная политика должна учитывать существование пузырей и т.д.;
- методы оценки системного риска, эмпирические подходы к идентификации факторов кризиса несовершенны и с теоретической, и с практической точки зрения. Предыдущая попытка уменьшить системный риск в финансовом секторе (Базель-2) привела скорее к росту системного риска и увеличению процикличности деятельности финансовой системы⁷;
- экономические исследования хронически не успевают за развитием финансовых инноваций⁸; и в понимании новых инструментов и трендов регулятор будет все время оставаться позади инновационных лидеров – наиболее передовых финансовых учреждений. А ведь именно финансовые инновации во многом сделали финансовую систему более хрупкой⁹ и оказались если не причиной, то главным механизмом кризиса 2008-2009 гг.

Таким образом, остается усомниться, что в ближайшие годы задача разработки методов выявления и нейтрализации системного риска может быть решена. При этом не так уж и важно, какой именно орган будет проводить эту политику.

Альтернативой созданию новых регулирующих органов может стать формирование институциональной среды, в которой государству формально и неформально в любых условиях запрещено "спасать" финансовые учреждения независимо от их размера. Не рассчитывая на помощь государства, финансовые организации, вероятно, просто не смогут достигнуть того размера, когда их банкротство будет угрожать системе в целом. Это небезупречная политика: создать такую среду чрезвычайно сложно, и даже самые жесткие правила могут быть отменены теми же политиками, кто их установит. Возможно, мировая финансовая система, построенная на принципе отказа от возможности какой бы то ни было экстренной финансовой поддержки государства, будет развиваться медленнее и будет менее мощной и эффективной, чем существовавшая до 2008 г., но она наверняка окажется более безопасной в долгосрочном периоде.

⁶ De Grauwe (2009)

⁷ Danielsson et al. (2001)

⁸ Frame, White (2004)

⁹ Rajan (2005)

Литература:

1. МВФ "Первые уроки кризиса" 6/02/2009
2. Blinder, Alan. An Early-Warning System, Run by the Fed. The New York Times, July 26, 2009
3. Danielsson, J., P. Embrechts, C. Goodhart, C. Keating, F. Muennich, O. Renault, H. S. Shin (May 2001). *An Academic Response to Basel II*. Financial markets Group Special Report 130
4. De Grauwe, P. Economics is in crisis: it is time for a profound revamp. The Financial Times July 21 2009
5. Dudley W. C., Federal Reserve Bank of New York President and Chief Executive Officer. July 3, 2009. Remarks at the Eighth Annual BIS Conference, Basel, Switzerland.
6. Frame, W.S., L.J. White. Empirical Studies of Financial Innovation: Lots of Talk, Little Action? Journal of Economic Literature Vol. XLII (March 2004).
7. Landau J.-P. (Deputy Governor of the Banque de France). Remarks at the joint conference on The Future of Financial Regulation; Banque de France and Toulouse School of Economics (TSE). Paris, January 28th, 2009
8. Rajan, R., 2005. Has financial development made the world riskier? Paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole.
9. Redrado M. (Governor of the Central Bank of Argentina). Speech at Bank Indonesia's 7th Annual International Seminar Global financial tsunami: what can we do?, Bali, 13 June 2009
10. Schapiro M.L. (Chairman U.S. Securities and Exchange Commission) Testimony concerning regulation of systemic risk before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs of the United States Senate.
11. Tumpel-Gugerell G. (Member of the Executive Board of the European Central Bank), Speech at the Saint Petersburg International Economic Forum, Saint Petersburg, 6 June 2009
12. U.K. Regulator Defends Its Role. The Wall Street Journal July 21, 2009