

**Ключевые слова:**

финансовая система,  
финансовые рынки,  
системные риски, кризисы,  
системное регулирование

**Н. Н. Каурова**, к. э. н.,

доц. кафедры «Финансовый менеджмент»  
Финансового университета  
при Правительстве Российской Федерации,  
начальник отдела организации продвижения и продаж  
Управления корпоративных клиентов и малого бизнеса  
Сбербанка России  
(e-mail: [Kaurova.Natalia@gmail.com](mailto:Kaurova.Natalia@gmail.com))

# Макропруденциальное регулирование финансовых рынков

*Кардинальное изменение систем риск-менеджмента как на макро-, так и на микроуровне, а также моделей регулирования финансовых рынков — насущная необходимость, обусловленная изменениями в мировой финансовой системе. Существующие в настоящее время органы и стандарты управления рисками финансовой системы не в состоянии обеспечить контролируруемую волатильность финансового рынка и увеличить прозрачность риск-менеджмента.*

**Д**инамика событий последнего времени на мировых финансовых рынках заставляет пересмотреть базовые понятия и гипотезы системы управления финансовыми рисками в соответствии с формируемой современной парадигмой «фрактальных финансов»<sup>1</sup> и теории сложности<sup>2</sup>. Финансовые и экономические рынки демонстрируют свойства сложных систем, поведение элементов которых определяется условиями нелинейности, сильных обратных связей и эффектом масштаба.

Зародившийся в США в 2007–2008 гг. финансовый кризис предпосылками и каскадным сценарием распространения еще раз продемонстрировал возрастающий

---

*Предположения, высказанные в данной статье, являются личным мнением автора и не отражают точку зрения Финансового университета при Правительстве России и Сбербанка России.*

<sup>1</sup> См.: Hudson R., Mandelbrot B. B. *The Misbehavior of Markets: A Fractal View of Risk, Ruin & Reward*. — Kindle Book, 2006; Mandelbrot B. B. *The Fractal Geometry of Nature*. — New York: W. H. Freeman, 1983.

<sup>2</sup> См.: Sornette D., Stauffer D., Takayasu H. *Market fluctuations II: multiplicative and percolation models, size effects and predictions* / Cornell University Library (<http://arxiv.org/pdf/cond-mat/9909439>); Sornette D., Takayasu H., Zhou W.-X. *Finite-time singularity signature of hyperinflation* // *Physica A*, vol. 325. — 2003. — P. 492–506; Sornette D. *A Complex System View of why Stock Market Crash* // *New Thesis*, vol. 01 (1). — 2004. — P. 5–17.

системный характер открытого мирового финансового рынка, раскрыл имеющиеся недостатки в регулировании системного риска и финансовых институтов, что, в свою очередь, обусловило необходимость реформирования институциональных структур финансового регулирования и надзора.

Именно по причине роста глобализации кредитно-финансовой системы и усложнения связей между ее элементами относительно скромные первые потрясения в форме локального финансового кризиса субстандартной ипотеки в США, достаточно быстро распространившиеся по всей мировой финансовой сети, спровоцировали усугубление финансовых затруднений вплоть до наступления системного кризиса.

Подобный сценарий был бы невозможен без эволюционных процессов, произошедших за несколько последних десятилетий в мировой экономике и предшествовавших кризису. Возросли взаимосвязанность и взаимозависимость большинства крупных финансовых групп посредством сложной сети взаимных требований и обязательств, финансовых продуктов и схем, к примеру все более сложных форм секьюритизации, международной структуры собственности, инструментов хеджирования риска и участия в общих глобализованных рынках.

К тому же на фоне роста асимметричности информации в тесно связанной и непрозрачной системе, в первую очередь в части распределения кредитного риска, ее участникам стало трудно контролировать свои риски и отличать хорошие активы и хороших контрагентов от плохих. Это, в свою очередь, привело к необходимости накопления ликвидности в целях защиты от риска, что понижает ликвидность активов и стагнирует денежно-кредитный рынок. Все это в совокупности, на фоне краха одного из крупнейших инвестиционных банков США, только способствовало росту неопределенности, приведшему к серьезной утрате доверия в финансовой системе, и усугубило кризис во всей финансово-экономической сети.

Ведущие мировые державы, по сути, сами спровоцировали кризисную ситуацию, «заигравшись» в развитие финансовой глобализации и международной торговли как инструментов эффективного перераспределения богатства в интересах определенных групп финансовой plutократии и поощрения роста отдельных экономик, к примеру путем установления низкой премии за риск на финансовых рынках, политики процентных ставок и валютных курсов, большого количества финансовых инноваций на кредитных рынках, низкой стоимости капитала и высокой ликвидности финансового рынка<sup>3</sup> и пр.

Финансовая триада<sup>4</sup> (далее — триада) при достижении поставленных целей по стимулированию процессов накопления богатства и экономического роста ошибочно полагалась на возможность управления возникающими при этом рисками, вызванными монетизацией экономик и бесконечным расширением финансового сектора, в первую очередь за счет роста производных финансовых инструментов, путем их диверсификации. При этом не учитывалось, что уменьшение индивидуального риска

---

<sup>3</sup> Именно высокая ликвидность и возрастающий объем рынка в первую очередь способствовали распределению риска и более активному обмену им между участниками финансового рынка.

<sup>4</sup> Под финансовой триадой в данном случае понимаются три ведущих мировых финансово-экономических центра: США, Великобритания и Евросоюз.

за счет его распространения по системе может привести к росту системного риска. Тем самым снижение риска для отдельных стран превратилось в увеличение коллективного риска всей финансовой системы, в конечном итоге повлияв на отдельные узлы и общую стабильность финансово-экономической системы в форме текущего мирового кризиса.

Помимо ошибочной концепции риск-менеджмента, возможно, еще одной главной ошибкой, послужившей причиной попустительского отношения многих стран к начавшемуся в США в 2007 г. локальному кризису субстандартной ипотеки, было ложное было предположение о том, что события, приводящие к катастрофическим потерям, являются особенными и, как следствие, редко происходящими. Действительно, резкие развороты рынка случались достаточно редко, но они имеют тенденцию к повторению, а в условиях метастабильности<sup>5</sup> системы могут быть вызваны незначительными эндогенными факторами и происходить достаточно часто.

Таким образом, кризис наглядно продемонстрировал, как относительно стабильная система может в любой момент оказаться метастабильной. Тем самым кризис поставил под угрозу управляемость мировой финансовой системы, которая основана на квазимонопольной модели триады, направленной на установление контроля за глобализацией финансового рынка как средством «оптимального распределения» капитала в пользу ведущих мировых держав.

Возросшая вследствие данной политики метастабильность системы в первую очередь не устраивает именно участников триады, заинтересованных в сохранении установленного финансового миропорядка. Неуправляемая метастабильность может в любой момент привести к ослаблению контроля за рынками капитала и к неспособности финансовой системы гарантировать «оптимальное распределение» капитала между странами. Более того, она может привести к фазовому переходу и полной трансформации системы, формы и законы функционирования которой в настоящее время достаточно сложно представить.

Таким образом, ведущие мировые экономики для сохранения своей квазимонопольной финансовой модели в настоящее время обосновывают необходимость эволюционных процессов в области финансового регулирования и контроля и активно предпринимают попытки по трансформации подходов к ним в комплексную макропруденциальную систему.

Действительно, в сложившихся условиях используемые экономические модели оказались несостоятельными в предсказании существенного разворота финансового рынка и управлении им. Данный кризис наглядно доказал неспособность классических моделей и инструментов, основанных на положениях о равновесности системы и рациональном поведении агентов, к прогнозированию и эффективному построению экономической политики для открытых сложных финансовых систем. Политики в текущем кризисе оказались обезоруженными и были вынуждены принимать оперативные управленческие решения, полагаясь на неофициальную информацию, а также

---

<sup>5</sup> *Метастабильность системы представляет собой сложную концепцию, которая описывает состояние хрупкого равновесия и обосновывает необходимость анализа взаимодействия между различными явлениями и элементами. В финансовых системах к таким явлениям можно отнести: стадное поведение, сложную сеть финансовых отношений между контрагентами, возникновение и распространение вирусности по сети от взаимосвязанных воздействий различных активов и агентов и пр.*

на собственную управленческую мудрость и персональные суждения о возможных сценариях развития ситуации.

Таким образом, нельзя оспаривать назревшую необходимость изменения философии и моделей риск-менеджмента в регулировании финансовых рынков. Однако в любом процессе трансформации важны истинные цели и средства их достижения. В процессе трансформации систем управления рынками очень важны активное участие и итоговая роль всех мировых экономик, дабы не допустить еще большей квазимонополизации финансовых рынков крупнейшими странами, а также обеспечить сохранение национальных интересов и экономической безопасности стран.

В частности, кризис и вызванная им турбулентность мировых рынков доказали, что необходимы:

- мониторинг темпов роста инновационных финансовых инструментов и новых типов финансовых посредников, приводящих к концентрации и трансформации рисков;
- реформа надзорных и регулирующих институтов и инструментов в связи с усиливающейся финансовой интеграцией;
- более гибкая, адаптивная, но при этом всеобъемлющая политика регулирования финансовых рынков, обусловленная усилением связи финансового сектора с реальным сектором экономики и домохозяйствами;
- кардинальный пересмотр политики и стандартов риск-менеджмента в финансово-экономической сфере, вызванный наблюдающейся повсеместно финансовой консолидацией и, как следствие, появлением все более крупных и сложных финансовых компаний, несущих в себе большие риски и вероятность, в случае их отказа, развития системных рисков.

До сих пор не решен ряд фундаментальных проблем, в частности отсутствует понимание того, что необходимо относить к системным рискам, до конца не изучены предпосылки их возникновения и законы распространения, инструменты управления и иммунизации систем, механизмы управления финансовыми системами в метастабильном состоянии. Тем не менее правительства крупнейших промышленных и развивающихся стран достаточно активно отреагировали на вызов текущего кризиса изменениями в национальной нормативно-правовой базе и планами по разработке новых моделей финансового регулирования и надзора.

Проанализируем инициативы новаторов в преобразовании макропруденциальных моделей управления<sup>6</sup> финансовыми системами: США, Великобритании и Евросоюза.

## **ПРЕОБРАЗОВАНИЯ В США**

Как следствие проводимой реформы финансового регулирования Президентом США 21 июля 2010 г. был подписан основополагающий закон Додда — Франка (The Dodd — Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act; далее — Закон). Он предполагает самое значительное изменение американской финансовой нормативно-правовой среды со времен Великой депрессии, влияющее на всю систему

---

<sup>6</sup> *Макропруденциальный подход к управлению дополняет классическую систему надзора за отдельными институтами контроля за системными рисками и различными издержками финансовой нестабильности в целом. Идеальная система макропруденциального управления должна обеспечивать возможность контролировать, оценивать и, если необходимо, оперативно воздействовать на системные риски внутри финансовой системы.*

регулирующих органов и затрагивающее практически все стороны индустрии финансовых услуг страны.

Закон не только достаточно радикален, но и всеобъемлющ: на 2300 страницах освещены все аспекты американского финансового рынка в самом широком понимании<sup>7</sup>. Он направлен на усиление регулирования отрасли финансовых услуг, предоставляя государственным органам США больше средств, полномочий и возможностей для получения информации с целью восстановления общественного доверия к финансовой системе, раннего выявления и предотвращения кризисов и пузырей. В частности, Закон предполагает изменение институциональной структуры регулирования, появление системы надзора и мониторинга системных рисков, усиление контроля за деятельностью системообразующих компаний и предоставление надзорным институтам ряда новых полномочий по санированию и ликвидации проблемных финансовых компаний, а также включение в систему регулирования небанковских финансовых учреждений и прочих структур, входящих в холдинг с данными компаниями.

Для реализации полномочий по мониторингу и устранению системных рисков создан новый Совет по надзору за финансовой стабильностью (The Financial Stability Oversight Council — FSOC), а также изменены полномочия Федеральной резервной системы. Основные задачи FSOC: определение системно важных институтов и пробелов в регулировании; сбор информации и мониторинг рынка финансовых услуг с целью выявления потенциальных рисков; разработка более жестких стандартов регулирования деятельности системообразующих банковских и небанковских финансовых учреждений и холдингов с размером активов, превышающим \$50 млрд; реструктуризация и ликвидация организаций, несущих в себе повышенные риски для всей финансовой системы<sup>8</sup>.

Только по прошествии некоторого времени можно будет однозначно судить об эффективности последних реформ в финансовом секторе США. Пока остается масса открытых вопросов: проявятся ли непредвиденные негативные последствия для нефинансовых компаний от большей регулятивной нагрузки, сохранят ли конкурентоспособность и объемы бизнеса американские компании по сравнению с иностранными конкурентами, не пострадает ли инновационная активность и не уменьшится ли доступность кредитов в связи с увеличением неопределенности и появлением дополнительных издержек на соблюдение новых норм, и пр.

Однако уже сейчас можно говорить о том, что реализация инициативы по выделению группы особых, системно значимых финансовых учреждений<sup>9</sup>, не только подлежащих особому контролю, но и имеющих возможность получения дополнительной государственной поддержки, предоставляет данным учреждениям дополнительные нерыночные конкурентные преимущества и стимулирует их к проведению более рискованной деятельности. А это, в свою очередь, увеличивает вероятность появления системных рисков и их стремительного распространения по всей мировой финансовой системе.

---

<sup>7</sup> Стоимость создания данного закона оценивается в \$19 млрд.

<sup>8</sup> См.: Public Law No. 111–203 — Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act / The U.S. Government Printing Office (GPO) (<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203>).

<sup>9</sup> Крупнейшие банки и их холдинги с размером консолидированных активов более \$50 млрд автоматически попадают в группу системно значимых. В настоящее время в данную группу входят 36 первых крупнейших банков по рейтингу консолидированных активов (<http://www.federalreserve.gov/default.htm>).

С учетом сложности, размера и взаимосвязанного глобального характера финансовых рынков Закон представляет собой огромную проблему как для регулирующих органов США, так и для мирового сообщества. Необходимость формализации и утверждения сотен законодательских инициатив в его развитие за короткий промежуток времени может существенным образом сказаться на качестве подзаконных актов. А это может привести к стагнации некоторых направлений бизнеса, в которых из-за действий/бездействия регуляторов рентабельность капитала становится отрицательной; к подавлению развития некоторых сегментов рынков капитала, а также инновационного процесса на финансовом рынке.

Нужно иметь в виду, что необходимо время на разработку и модернизацию значительного количества подзаконных актов, направленных на формализацию и оптимизацию положений Закона. Кроме того, уже сейчас имеются задержки во внедрении разработанных нормативных актов в практику работы регулирующих институтов, а также существенное количество исков на основные положения Закона и действия регуляторов в их исполнение. Поэтому нельзя положительно оценить эффективность данной законодательской инициативы в предотвращении или по крайней мере прогнозировании и минимизации возможных кризисов финансового рынка и констатировать полное соответствие поставленным целям даже в рамках национальных интересов США.

В настоящее время процесс реализации радикальных реформ, предусмотренных в Законе, сопровождается раздуванием бюрократической машины, основывается на спорных предпосылках о возможности стабилизации поведения финансовой системы посредством жесткого регулирования и является ложным ориентиром для развивающихся стран, стоящих перед необходимостью выбора и построения оптимальной системы макропруденциального регулирования.

## **АЛЬТЕРНАТИВНАЯ ПОЛИТИКА ВЕЛИКОБРИТАНИИ**

Не менее интересна для анализа более гибкая политика в отношении построения системы макропруденциального анализа и надзора. В Соединенном Королевстве (далее — Королевство) в настоящее время наблюдается наибольшая концентрация финансового риска в связи с международным характером и значительным размером национального рынка, на котором работает большое количество иностранных банков и финансовых институтов. Лондон — один из крупнейших центров по привлечению капитала со стороны правительств и мировых компаний на сырьевые рынки и рынки торговли облигациями, акциями и деривативами. На Лондонской фондовой бирже обращается наибольшее количество вторичных активов, прозрачность которых может быть существенно ниже, а риски, напротив, выше. На этой бирже торгуются акции компаний из более чем 110 стран мира, ее совокупная рыночная капитализация практически в два раза превышает показатели NYSE Euronext (США)<sup>10</sup>. Лондон также является крупнейшим центром глобального бизнеса внебиржевых производных инструментов с 46 % долей в мировом обороте, или \$600 трлн<sup>11</sup>, ведущим рынком биржевой

---

<sup>10</sup> См.: *London Stock Exchange, 2011.*

<sup>11</sup> См.: *Bank for International Settlements, апрель 2010.*

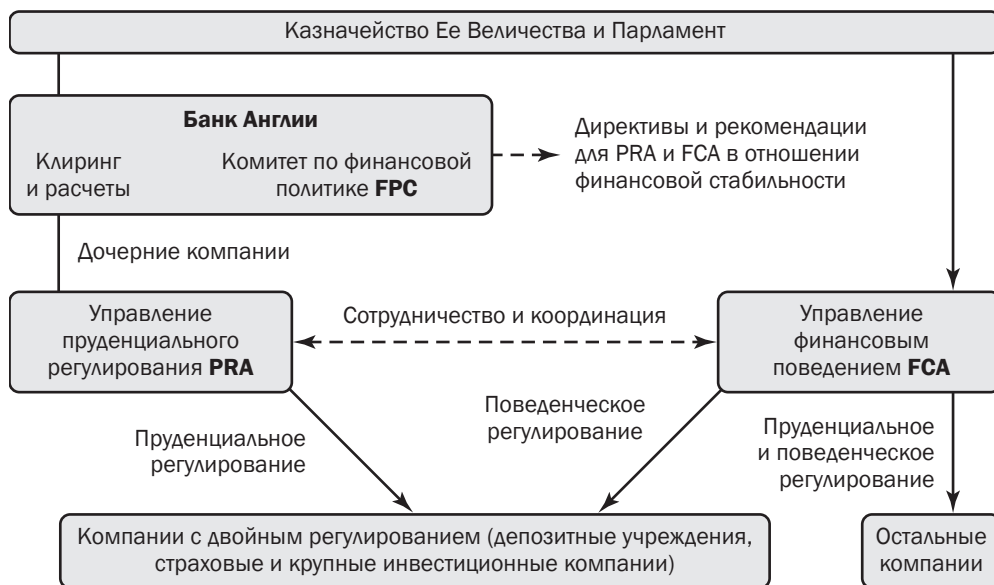
торговли металлами и энергоносителями и производными на них с долей 15 % от мировой биржевой торговли сырьевыми товарами<sup>12</sup>.

Таким образом, планируемая к реализации политика Королевства в области модернизации национальной системы регулирования финансового рынка становится весьма важной для всей мировой финансовой системы.

В июне 2010 г. правительство Королевства объявило о планах по переходу на новую архитектуру системы регулирования финансовых рынков. Новая архитектура влечет за собой трансформацию существующей системы в лице Управления по финансовым услугам (Financial Services Authority – FSA) в Управление финансовым поведением (Financial Conduct Authority – FCA), а также замену в конце 2012 г. трехсторонней системы регулирования – FSA, Банк Англии и Казначейство Ее Величества – новой структурой, состоящей из Комитета по финансовой политике (Financial Policy Committee – FPC), Управления пруденциального регулирования (Prudential Regulation Authority – PRA) и Управления защиты прав потребителей и рынка (Consumer Protection & Markets Authority – CPMA), являющегося дочерней структурой Банка Англии<sup>13</sup>.

На рисунке показана новая архитектура регулирования финансовых рынков, предложенная правительством Великобритании. Эффективной координации между различными модулями системы, имеющей ключевое значение для успеха новой модели, планируется достигнуть за счет сочетания традиционных формальных и более гибких новаторских механизмов.

### Новая архитектура регулирования финансовых рынков Великобритании



Источник: The Financial Conduct Authority. Approach to Regulation (<http://www.fsa.gov.uk/fca>).

<sup>12</sup> См.: TheCityUK (<http://www.thecityuk.com/media/216938/commodities%20trading%202011.pdf>).

<sup>13</sup> См.: The Financial Conduct Authority. Approach to Regulation / The Financial Services Authority (FSA) (<http://www.fsa.gov.uk/fca>).

При этом меняется и парадигма управления — она трансформируется с учетом последних научных достижений в области поведенческих финансов. В подтверждение данного факта можно привести высказывание М. Коул, Временного управляющего директора FSA, которая считает, что «соблюдение норм поведения, в частности индивидуального поведения, имеет основополагающее значение для эффективного регулирования»<sup>14</sup>.

Обязанности вновь создаваемых органов будут очень широкими. Так, планируется, что стратегическими целями FCA будут защита финансовой системы Великобритании и повышение доверия к ней. Еще три оперативные цели — обеспечение надлежащей степени защиты потребителей, повышение эффективности рынка финансовых услуг, а также сохранение целостности национальной финансовой системы.

Для реализации заявленных целей FCA будет отвечать за регулирование поведения агентов на розничных и оптовых рынках, за контроль торговой инфраструктуры, которая поддерживает эти рынки, а также за пруденциальное регулирование фирм, не попадающих под контроль PRA. В количественном выражении FCA будет регулировать поведение 27 000 фирм<sup>15</sup>, которые работают в банковском и инвестиционном бизнесе, осуществляют деятельность на рынке ценных бумаг и страховом рынке. Оно также будет нести ответственность за пруденциальный надзор еще около 24 500 холдинговых структур данных фирм. Тем самым FCA отведена центральная роль в пруденциальном регулировании деятельности не только домохозяйств, корпоративного сектора и сектора финансовых услуг, но и экономики Великобритании в целом.

ФРС будет нести ответственность за стабильность финансовой системы страны в целом, а также выявлять системные риски, принимать решения о применении макропруденциальных инструментов и направлять рекомендации другим органам власти в целях снижения дисбалансов. При этом в качестве потенциальных макропруденциальных инструментов рассматриваются все те же базельские антициклические требования к капиталу, дифференцированные веса риска, залоговые требования, управление количественными параметрами резервов под кредитные требования и пр.<sup>16</sup>

Деятельность PRA будет направлена на эффективную координацию микро- и макропруденциального регулирования.

С одной стороны, интересны масштаб и новаторский взгляд на регулирование финансовых рынков, учитывающий значительную роль экзогенных факторов и тем самым микропруденциального регулирования, планы по строительству инструментов диагностики на базе принципов поведенческой экономики и т. п. С другой — вызывает сомнения рентабельность инвестиций в столь значительные трансформации и их эффективность в краткосрочном масштабе. Может быть, данные изменения действительно

---

<sup>14</sup> Margaret Cole, *Interim Managing Director, Conduct Business Unit FSA. Financial Conduct Authority gives UK a chance to bolster regulation* // *The Telegraph*. — 2011. — 23 February.

<sup>15</sup> См.: *The Financial Conduct Authority. Approach to Regulation* / *The Financial Services Authority (FSA)* (<http://www.fsa.gov.uk/fca>).

<sup>16</sup> См.: *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems. Basel Committee on Banking Supervision (2010)* / *Bank for International Settlements (BIS)* (<http://bis.org/publ/bcbs107.htm>).



являются следствием желания кардинально изменить систему управления финансовыми рынками, но вызывает опасения тот факт, что правительство Великобритании может «заиграться» в трансформации и инновации в финансовом регулировании в ущерб текущему контролю рисков.

Пока инновации страны в сфере финансового регулирования тоже представляют собой увеличение бюрократического аппарата в атмосфере боязни потерять кажущуюся управляемость мировой финансовой системы и свою роль в ней и при невозможности достигнуть желаемых целей без создания еще большей регулятивной надстройки.

### РЕФОРМА В ЕВРОСОЮЗЕ

Европейским парламентом 22 сентября 2010 г. также же было одобрено проведение реформы финансовой системы Евросоюза (ЕС), в рамках которой был принят ряд законодательных инициатив, направленных на обеспечение ее устойчивости и стабильности за счет совершенствования архитектуры и институциональной структуры регулирования финансовых рынков, устранения проблемы фрагментированного индивидуального анализа рисков на национальном уровне, а также развития системы раннего обнаружения и предупреждения системных рисков.

Необходимость повышения потенциала работы европейских и национальных органов власти для обеспечения стабильности финансовой системы обусловила появление новой функции в политике — расширения макропруденциального надзора на всю финансовую систему. В целях ее реализации 16 декабря 2010 г. вступил в силу закон о создании нового независимого органа — Европейского совета системных рисков (European Systemic Risk Board — ESRB), ответственного за макропруденциальный надзор<sup>17</sup>. Деятельность данного института в соответствии с Положением о ESRB должна способствовать предотвращению или смягчению последствий системных рисков для финансовой стабильности ЕС. ESRB должен также способствовать бесперебойному функционированию внутреннего рынка и тем самым обеспечить устойчивый вклад финансового сектора в экономический рост. Скорее всего, деятельность ESRB не будет ограничена макропруденциальным надзором за деятельностью банков, а распространится на все типы организаций и рынков.

Во исполнение указанной миссии на ESRB возложены обязанности по сбору и анализу информации с целью выявления и приоритизации системных рисков с точки зрения их влияния на финансовую систему, по выдаче рекомендаций и предупреждений о значительных системных рисках и мониторингу их исполнения, разработке программ мероприятий для устранения таких рисков.

В макропруденциальной системе регулирования ESRB должен обеспечивать выявление, оценку и снижение уязвимости, которые возникают из взаимосвязи элементов

---

<sup>17</sup> *European Parliament legislative resolution of 22 September 2010 on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on Community macro prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board (COM(2009)0499 — C7-0166/2009 — 2009/0140(COD))* (<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2010-0335+0+DOC+XML+V0//EN&language=EN#BKMD-14>).

финансовой сети (между финансовыми институтами и рынками), а также от макроэкономических и структурных изменений, в т. ч. финансовых инноваций. Данное утверждение подтверждается позицией возглавившего в настоящее время ESRB президента Европейского центрального банка (ЕЦБ) Ж.-К. Трише, высказанной на европейском банковском конгрессе<sup>18</sup>: работа ESRB будет строиться на принципиально иной, нежели в США, модели. Она будет основана на так называемом мягком праве, т. е. основные инструменты, используемые ESRB в случае выявления значительных рисков в финансовой системе, — это предупреждения и рекомендации.

Несмотря на отсутствие у ESRB соответствующих полномочий и вертикали управления действующими органами власти, благодаря возможности быстрой адаптации и четкой настройки под динамично изменяющиеся условия финансовой системы модель ЕС должна быть более эффективной и гибкой по сравнению с моделью, реализуемой в США, и направлена на увеличение регулирования рынка, а не на повышение его эффективности.

Спорным моментом видится дальнейшее построение взаимодействия ESRB с иными регулирующими органами и используемыми ими инструментами, являющимися, по сути, прототипом консервативной модели финансового регулирования (увеличение требований к капиталу, использование антициклического буфера капитала и пр.). Кроме того, непонятна иерархическая роль ESRB, состоящая, как следует из выступления вице-президента ЕЦБ В. Констанцио на Европейском финансовом форуме 2010 г., в «определении общесистемной позиции, которая будет дополнять микропруденциальный надзор, целью которого является оценка устойчивости отдельных финансовых институтов»<sup>19</sup>. Напротив, исходя из концепции макропруденциального регулирования, ESRB должен играть определяющую роль в формировании стандартов микропруденциального надзора и исправлении перекосов и асимметрий микропруденциальной институциональной политики. В противном случае диссонанс макро- и микрополитики и соответствующих инструментов может помешать действенной реализации задач ESRB.

Основными задачами ESRB в борьбе с наращиванием риска в финансовой системе и в эффективной реализации на микроуровне политики, основанной на «мягком праве», должны быть изменение и адаптация используемых микропруденциальных инструментов и принципов работы регулирующих органов, в первую очередь Базельского комитета и, соответственно, базельских стандартов, и их калибровка с макропруденциальными стандартами.

В отсутствие конкретных результатов функционирования создаваемых систем регулирования можно отметить положительный момент, принципиальным образом отличающий политики ЕЦБ и Банка Англии от принятой в США. Он заключается в попытке

---

<sup>18</sup> См.: Trichet J.-C. *European Systemic Risk Board. The European Banking Congress, Frankfurt am Main, 19 November 2010.*

<sup>19</sup> *Introductory remarks by Vítor Constâncio, Vice-President of the ECB, at the Eurofi Financial Forum 2010, plenary Session on «Implementing the de Larosière Agenda», Brussels, 29 September 2010 ([http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100929\\_1.en.html](http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100929_1.en.html)).*

перехода от модели жесткого регулирования к примату тонкой макропруденциальной настройки с учетом основ поведенческой экономики.

В то же время нельзя не заметить, что действия ЕЦБ и Банка Англии вышли далеко за рамки монетарной политики. Их ответственность расширена и заключается не только в надзоре за деятельностью коммерческих банков, но и в обеспечении стабильности финансовой системы, что, в свою очередь, требует новых макропруденциальных политик. Отсутствие апробированной модели и инструментов работы, а также четких правил усложняет работу регулирующих органов и влечет за собой новые риски.

Таким образом, открытых вопросов больше, чем ответов и апробированных результатов. Учитывая достаточно большие инвестиции и затраты, необходимые для внедрения новых моделей, а также синхронизацию законодательства и работы регулирующих органов разных стран, возникает вопрос не только об эффективности деятельности данных институтов, но и об отклике рынка на вводимые инновации и соответствии результата регулирования заявленным целям.

Более детальный анализ инициатив триады в настоящее время, в связи с отсутствием рабочих документов по глобальным финансовым рынкам, затруднителен. Поэтому однозначно судить об эффективности созданных структур и соответствии их деятельности заявленным целям пока преждевременно. При этом настораживает возможность построения новой системы макропруденциального регулирования, основанной на не до конца сформированных и не апробированных принципах и моделях.

В крупнейших странах созданы или создаются соответствующие службы по макропруденциальному контролю в отсутствие:

- единого понимания и формализованного определения того, что является системным риском, т. е. объекта управления;
- понимания причин его возникновения и трансформации в системные риски, а также инструментов раннего выявления и эффективного управления;
- моделей мониторинга и управления системно значимыми институтами при возрастающей роли крупных финансовых транснациональных фирм в мировой экономике;
- осознания необходимости апробированных динамических прогнозных моделей нелинейного взаимодействия агентов на микроскопическом уровне и их возможного влияния на макроскопические свойства систем.

Все это сопровождается ростом теневой банковской системы, высокой степенью концентрации риска между большим количеством тесно связанных агентов в динамично развивающейся и трансформирующейся финансовой системе. Таким образом, нельзя однозначно утверждать, что текущая реформа системы регулирования финансовых рынков сможет в будущем снизить частоту и тяжесть кризисов.

Уже сейчас понятно: ни одним регулятором не учитывается тот факт, что ужесточение системы регулирования приведет к обратному эффекту — к еще большему увеличению рисков финансовых учреждений, искажению инвестиционных возможностей и рыночных условий, а более системный характер регулирования и используемых инструментов — к увеличению хрупкости всего рынка за счет большей концентрации и однородности рисков.

Кроме того, существенная асимметрия в подходах к построению систем риск-менеджмента и регулирования на финансовых рынках также может привести к еще большей неуправляемой волатильности рынков и, учитывая роль экономик рассматриваемых стран в мировой финансовой системе, к новым кризисным проявлениям. До наступления кризиса ведущие мировые державы в целях сохранения и эффективного функционирования своей квазимонополистической модели проводили пусть весьма рискованную, но однонаправленную политику. Анализ новых инициатив свидетельствует, что вероятность реализации в будущем разнонаправленной, основанной на принципиально различных подходах политики регулирования финансовых рынков высока. А это непременно скажется на устойчивости и прогностичности уже и так весьма нестабильного, функционирующего как сложная открытая система мирового финансового рынка. Подобная политика развитых стран формирует еще большую угрозу для всей мировой финансовой системы, может привести к более частым и тяжелым системным кризисам и даже к войнам.

### **РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВОГО РЫНКА В РОССИИ**

В условиях реализации крупнейшими мировыми державами политики регулирования, направленной не столько на стабилизацию мировых финансовых рынков, сколько на усиление их квазимонополистической роли, в интересах национальной безопасности России необходимо проводить политику, направленную на кардинальное изменение ее роли и ее финансово-экономических инструментов и институтов на мировом рынке. Пока воздействие внешних шоков на российскую экономику нивелируется не наличием успешной политики национальной безопасности, а все еще неполной включенностью страны в мировую финансовую систему, незначительными размерами финансовых рынков и пр.

Таким образом, России для обеспечения экономической безопасности и стабильного роста национальной финансово-экономической системы, на фоне интеграции российской экономики в мировую финансовую систему и вступления в ВТО, необходимо обратить особое внимание на создание институциональной структуры финансового регулирования и надзора и систем риск-менеджмента. Необходимо осуществлять мониторинг и выявлять на ранней стадии потенциальные угрозы возникновения и распространения системных рисков, основные «триггеры» и каналы заражения, а также вырабатывать устойчивость национальной финансово-экономической системы к инфекциям эндогенного и экзогенного характера, все чаще возникающим во все более метастабильной среде, и эффективно управлять ею. В противном случае мы можем быть обречены на роль источника пополнения ресурсов крупнейших стран для формирования их модели перераспределения богатства с целью достижения всемирного господства на финансовых рынках.

В России только в 2011 г., скорее во исполнение подписанной Президентом России Д. Медведевым 12 ноября 2010 г. декларации саммита «Группы двадцати», нежели исходя из понимания необходимости, продиктованной экономической ситуацией, началась реализация инициативы по построению системы макропруденциального

регулирования в лице вновь созданного Департамента финансовой стабильности в Банке России<sup>20</sup>.

Однако институциональная составляющая не является основополагающей в организации эффективной системы управления системными рисками на макропруденциальном уровне. В отсутствие соответствующей модели и инструментов ее операционализации на микроуровне мы рискуем остановиться на формальном подходе к реализации политики макропруденциального анализа и контроля, что, в свою очередь, чревато существенными макроэкономическими дисбалансами, непосредственно влияющими на экономическую безопасность страны.

Помимо этого, несмотря на то, что Банком России еще не сформированы цели и задачи вновь созданного подразделения, не разработаны подходы взаимодействия и соответствующий инструментарий, уже сейчас можно отметить следующие существенные перекосы, свидетельствующие о формальном подходе к реализации данной задачи:

- Наблюдается концентрация политики макро- и микрорегулирования в рамках одного института — Банка России.
- Цели деятельности и полномочия Банка России, в соответствии с Законом от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)», и вытекающие из него функции<sup>21</sup> намного уже, нежели должны быть у органа, наделенного полномочиями по эффективной реализации макропруденциальной политики.
- Учитывая, что контролем за деятельностью небанковских финансовых компаний и юридических лиц в России занимаются иные государственные органы, в частности Минфин России и Федеральная служба по финансовым рынкам, непонятен в рамках действующего правового поля механизм взаимодействия данных институтов в целях проведения макропруденциальной политики.
- Существующая политика риск-менеджмента Банка России также базируется на ошибочных предпосылках о возможности диверсификации рисков и не настроена на мониторинг и управление системными рисками даже в рамках банковской системы.

Подобная политика Правительства и Банка России вызывает сомнения в понимании ими истинной роли и значения происходящих изменений в регулировании мировой финансовой системы и возможных угроз для национальной безопасности страны. Будем надеяться, что запоздавший «старт» России в области реализации макропруденциальной политики и управления системными рисками позволит проанализировать стратегии ведущих мировых держав и построить эффективную национальную систему финансово-экономической безопасности исходя из теорий сложности, системной динамики и самоорганизованной критичности.

---

<sup>20</sup> Банк России еще в 2003 г. в рамках программы TISIS совместно с ЕЦБ провел обучение своих сотрудников основам макропруденциального анализа и стресс-тестирования, но подобный институт так и не был создан до саммита G-20.

<sup>21</sup> В соответствии со ст. 3 указанного Закона выделяются три цели деятельности Банка России: защита и обеспечение устойчивости рубля, развитие и укрепление банковской системы России, а также обеспечение эффективного и бесперебойного функционирования платежной системы.

Следующий вопрос, требующий дополнительного исследования, — определение оптимального инструментария и индикативной системы для реализации задач макропруденциальной политики, его достаточности и адекватности сложившимся на мировых финансовых рынках условиям. Без создания индикативного инструмента, отвечающего требованиям национальной безопасности и макропруденциальной политики, институциональная система России работать не сможет.

### **Библиография**

1. A new approach to financial regulation: building a stronger system. The Financial Secretary to the Treasury by Command of Her Majesty (2011) [Электронный ресурс] / HM Treasury. — Режим доступа: [http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult\\_newfinancial\\_regulation170211.pdf](http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult_newfinancial_regulation170211.pdf).
2. Allen, F., Gale, D. Financial Contagion // Journal of Political Economy. — 2001. — 108 (1). — P. 1–33.
3. Allen, F., Gale, D. Systemic risk and regulation // NBER. Risks of Financial Institutions / M. Carey, R. Stulz eds. — 2005.
4. Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework. Basel Committee on Banking Supervision (2004) [Электронный ресурс] / Bank for International Settlements (BIS). — Режим доступа: <http://bis.org/publ/bcbs107.htm>.
5. Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems. Basel Committee on Banking Supervision (2010) [Электронный ресурс] / Bank for International Settlements (BIS). — Режим доступа: <http://bis.org/publ/bcbs189.htm>.
6. Co-Pierre, G. Basel III and Systemic Risk Regulation — What Way Forward? // Working Papers on Global Financial Markets No. 17, Universities Jena and Halle. — Germany, 2011.
7. Da Cruz, J. P., Lind, P. G. The dynamics of financial stability [Электронный ресурс] / Cornell University Library. — Режим доступа: <http://arxiv.org/abs/1103.0717>.
8. European Parliament legislative resolution of 22 September 2010 on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on Community macro prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board (COM(2009)0499 — C7-0166/2009 — 2009/0140(COD)) [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2010-0335+0+DOC+XML+V0//EN&language=EN#BKMD-14>.
9. Garratt, R. J., Lavan, M., Svirydzenka, K. Mapping systemic risk in the international banking network // Bank of England, Working Paper No. 413. — 2011. — March.
10. Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations. Report to G20 Finance Ministers and Governors. International Monetary Fund, Bank for International Settlements, Financial Stability Board (2009) [Электронный ресурс] / Bank for International Settlements (BIS). — Режим доступа: <http://www.bis.org/publ/othp07.pdf>.
11. International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. Basel Committee on Banking Supervision (1998) [Электронный ресурс] / Bank for International Settlements (BIS). — Режим доступа: <http://bis.org/publ/bcbs04a.htm>.
12. Maymin, P., Maymin, Z. Any Regulation of Risk Increases Risk [Электронный ресурс] / Social Science Research Network. — Режим доступа: <http://ssrn.com/abstract=1587043>.
13. Public Law No. 111-203 — Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act [Электронный ресурс] / The U.S Government Printing Office (GPO). — Режим доступа: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203>.
14. The Financial Conduct Authority. Approach to Regulation [Электронный ресурс] / The Financial Services Authority (FSA). — Режим доступа: <http://www.fsa.gov.uk/fca>.
15. The Seoul Summit Document. Technical Report. The G20 Seoul Summit 2010.
16. Trichet, J.-C. European Systemic Risk Board. The European Banking Congress, Frankfurt am Main, 19 November 2010.