

## Речь

---

**Председатель Бен Ш. Бернанке**  
**На Совете по Международным Отношениям**  
**Вашингтон, округ Колумбия**  
**10 марта 2009г.**

### **Финансовая реформа, призванная решить проблему системных рисков**

Мир переживает самый худший финансовый кризис с 30-х годов прошлого века, кризис, приведший к резкому спаду мировой экономики. Фундаментальные причины его остаются предметом дискуссий. Однако невозможно отрицать, на мой взгляд, что кризис связан с глобальным дисбалансом в торговле и движении капиталов, которые начались во второй половине 1990-х годов. Говоря просто, эти дисбалансы отражали хронический недостаток сбережений по отношению к инвестициям в США и некоторых других индустриальных странах, в сочетании с чрезвычайно быстрым ростом уровня сбережений по отношению к инвестициям во многих развивающихся и переходных странах. Рост сбережений в развивающихся странах был вызван, в свою очередь, такими факторами, как быстрый экономический рост в сочетании (кроме Китая) с относительным снижением инвестиций; значительное увеличение валютных резервов ряда стран; существенное увеличение дохода экспортеров нефти и других сырьевых товаров. Как вода, стремящаяся к выравниванию уровня, так и сбережения пошли оттуда, где был их избыток, туда, где был их недостаток, с тем результатом, что США и несколько других развитых стран имели большой приток капитала в течение более 10 лет, причем в это же время сохранились низкие долгосрочные реальные процентные ставки.

Ответственность за глобальные дисбалансы несут совместно США и его торговые партнеры, и хотя эта тема постоянно поднималась на всех международных конференциях, мы вместе сделали недостаточно, чтобы уменьшить эти дисбалансы. Однако ответственность за эффективное использование притока капитала лежит в основном на принимающих странах, в частности и в особенности США. Детали всей истории сложны, но говоря в общем, системы риск-менеджмента как частного сектора, так и правительства США не смогли обеспечить разумного инвестирования приходящего капитала, что привело к мощному развороту в настроениях инвесторов и коллапсу кредитных рынков. В некотором смысле наш опыт похож на опыт развивающихся и переходных стран в конце 1990-х годов, чьи финансовые системы также оказались не готовы к разумному использованию притока капиталов. Когда это стало очевидным, инвесторы потеряли веру и случился кризис. Разница в том, что тот кризис был региональным, а текущий кризис стал глобальным.

В краткосрочной перспективе, правительства мира должны принимать энергичные и, где требуется, скоординированные меры для восстановления работы финансовых рынков и кредитных механизмов. Пока мы не стабилизируем финансовую систему, устойчивого экономического восстановления не добиться. В частности, важно сохранить непрерывную работу и жизнеспособность системообразующих финансовых институтов. По этому поводу ФРС, Минфин и другие надзорные органы уже высказывались в том смысле, что все необходимые меры будут приняты для того, чтобы наши банки имели достаточный капитал и достаточную ликвидность для работы даже в условиях такого жесткого кризиса. Более того, еще раз могу повторить, что правительство США поддержит системообразующие финансовые институты с тем, чтобы они могли непрерывно выполнять свои обязательства.

В то же время, пора подумать о реформировании финансовой архитектуры так, чтобы она смогла в будущем предотвратить подобный кризис. У нас должна быть стратегия, регулирующая финансовую систему как единое целое, а не отдельные ее компоненты. В частности, надежное и эффективное регулирование и надзор за банковскими институтами, хотя и необходимы для снижения системного риска, сами по себе недостаточны для этого.

Сегодня я бы хотел остановиться на четырех ключевых элементах такой стратегии. Во-первых, мы должны решить проблему финансовых институтов, слишком больших – или, возможно, слишком взаимосвязанных – для банкротства. Во-вторых, мы должны укрепить – я назову это финансовой инфраструктурой: системы, правила и стандарты, которые регулируют трейдинг, платежи, клиринг, и расчеты на финансовых рынках, чтобы убедиться, что финансовая система способна работать в условиях стресса. В-третьих, нам надо пересмотреть нормативные базу и правила бухгалтерского учета, чтобы удостовериться, что они не стимулируют излишнюю цикличность, т.е. не усиливают взлеты и падения финансовой системы и экономики. Наконец, надо изучить вопрос создания органа власти, у которого была бы исключительная задача мониторинга и разрешения системных рисков – не поможет ли его создание защитить систему от таких кризисов, как текущий. Я остановлюсь на принципах, которые должны лежать в основе реформы финансового регулирования, оставляя в стороне важные

вопросы о том, как можно переделать современную структуру, чтобы избежать «балканизации» и дублирования функций. Я также не буду специально останавливаться на международных аспектах, но считаю само собой разумеющимся, что глобальный характер финансовых институтов и рынков требует как можно более высокой координации на международном уровне.

#### **«Слишком большой, чтобы обанкротить» (Too Big to Fail – TBTF)**

Во время кризиса власти хотят предотвратить крах крупных финансовых фирм из-за рисков для экономики. Однако вера участников рынка в то, что та или иная организация является TBTF, имеет много нежелательных последствий. Например, она снижает дисциплину рынка, поощряет принятие на себя избыточных рисков со стороны такой фирмы. Она также стимулирует фирмы к искусственному росту, чтобы попасть в категорию непотопляемых. И это создает несправедливую среду для менее крупных фирм, которые не рассматриваются как пользующиеся негласной поддержкой государства. Более того, спасение TBTF-фирм может быть очень дорогим удовольствием, как мы недавно видели. Собственно говоря, текущий кризис высветил проблему TBTF как очень большую и сложную проблему.

Эффективный надзор за большими и сложными фирмами потребует ряда действий. Во-первых, власти должны более энергично (что мы уже делаем) устранять слабости основных финансовых институтов в плане достаточности капитала, управления ликвидностью, риск-менеджмента, которые были обнажены кризисом. В частности, власти должны настоять, чтобы финансовые институты, которые находятся в зоне их ответственности, были способны отслеживать и управлять рисками своевременно и в масштабе всей компании. В этом плане, ФРС изучает практику риск-менеджмента в системообразующих финансовых институтах, чтобы определить лучшие и передовые образцы такого управления, оценить деятельность компаний и потребовать ликвидации недостатков. Все фирмы, чье банкротство представляет особенно большой системный риск, должны наблюдаться особенно тщательно. В свете глобального характера деятельности таких компаний, должна быть налажена международная кооперация.

Во-вторых, следует создать законодательную и практическую базу для консолидированного надзора за системообразующими финансовыми институтами, организованными как холдинги, включая не только сами холдинговые компании, но и все их подразделения. Это позволит ликвидировать пробелы и предотвратит переток рисков из более регулируемых в менее регулируемые части холдинга.

В-третьих, необходимы стандартные инструменты разрешения кризисов в системообразующих финансовых институтах, включая компенсацию стоимости всей работы. Законодательство о банкротстве следует дополнить с учетом именно последствий для экономической системы, населения в целом. Модели разрешения таких кризисов существуют и применяются, например, в случаях с «Фанни Мэй» и «Фредди Мэк», включая создание «переходных» компаний, введение внешнего управления, постепенное закрытие позиций и пр., но требуют доработки и правил их применения (как, например, исключительный режим «системного риска» у Корпорации по Страхованию Банковских Депозитов).

#### **Укрепление финансовой инфраструктуры**

Первый элемент реформы, таким образом, касается системообразующих финансовых институтов, рассматриваемых по отдельности. Второй элемент фокусируется на взаимодействии между фирмами посредством того, что я называю финансовой инфраструктурой: институты, которые поддерживают процессы трейдинга, платежей, клиринга и расчетов. Здесь цель – не только сделать финансовую систему как целое способной лучше выдерживать будущие потрясения, но также уменьшить «моральный риск» и проблему TBTF за счет уменьшения набора обстоятельств, в которых системная дестабилизация может заставить правительство вмешаться. Я приведу примеры.

Начиная с сентября 2005г., Федеральный Резервный Банк Нью-Йорка проводил большую работу среди государственного и частного сектора по усовершенствованию системы клиринга и расчетных механизмов по кредитным дефолтным свопам (КДС) и внебиржевым деривативам. В результате точность и своевременность торговой информации значительно выросла. Однако инфраструктура управления этими деривативами до сих пор не так прозрачна, как для других, более зрелых инструментов. Федеральный Резервный Банк Нью-Йорка, совместно с американскими и зарубежными регулирующими органами, будет продолжать работу по созданию все более жестких стандартов для участников рынка. Чтобы снизить кредитные риски контрагента, власти также поощряют развитие или создание хорошо управляемых и поднадзорных центральных клиринговых контрагентов для внебиржевых сделок. Только на прошлой неделе мы одобрили заявку на членство в ФРС от ICE Trust, трастовой компании, которая собирается работать в качестве центрального контрагента и клиринговой палаты для сделок по КДС.

ФРС и другие органы надзора также работают над укреплением устойчивости рынка трехсторонних соглашений обратного выкупа (репо), на котором первичные дилеры и другие крупные банки и брокеры-

дилеры берут очень большие объемы обеспеченного финансирования у паевых фондов денежного рынка и других краткосрочных, не расположенных к риску источников финансирования. В течение некоторого времени участники рынка работали над разработкой чрезвычайного плана на случай потери доверия к одному из двух клиринговых банков, которые участвуют в расчетах по трехсторонним репо. Недавний опыт показывает, что нужны дополнительные меры для укрепления устойчивости этих рынков, особенно в ситуации, когда крупные заемщики находятся в остром кризисе. Программа Кредитования Первичных Дилеров ФРС, запущенная вслед за крахом банка Bear Stearns и еще более расширенная после банкротства Lehman Brothers, стабилизировала этот критически важный рынок, и удалось отчасти сохранить доверие рынка. Однако эта программа была принята в экстренных условиях для решения нестандартных и экстренных задач. Нужны более постоянные, стационарные программы. Например, можно было бы рассмотреть издержки и выгоды от централизованной системы клиринга для этого рынка тоже, учитывая уровень генерируемых рисков и жизненно важную роль рынка как для дилеров, так и для инвесторов.

С более широкой точки зрения, как функциональная работоспособность ключевых платежных и расчетных систем, так и из способности держать под контролем риски контрагентов и рынка как в нормальных, так и в кризисных условиях являются критическими для стабильности финансовой системы в широком смысле. В настоящее время ФРС опирается на набор полномочий, в основном вытекающих из нашей основной функции банковского надзора, а также на увещания участников рынка, когда она пытается обеспечить наличие важных контрольных процедур и процедур риск-менеджмента в платежно-расчетных системах. В то же время многие центральные банки мира имеют законодательно обеспеченные права по надзору за такими системами. С учетом того, насколько важны платежные и расчетные системы для финансовой стабильности, есть все основания предоставить наконец ФРС законные права по контролю и надзору за этими системообразующими функциями.

Другой вопрос, требующий внимания – потенциальная хрупкость сектора паевых фондов денежного рынка. Прошлой осенью, в результате убытков по коммерческим бумагам Lehman Brothers, крупный паевой фонд «пробил бакс» – то есть оказался не в состоянии поддерживать чистую стоимость активов на уровне 1 доллара за акцию. В последующие несколько дней инвесторы в панике изъяли более 250 млрд. долларов из ведущих паевых фондов денежного рынка. Масштаб оттока снизился только после того, как Минфин объявил о программе гарантий для инвесторов в паевые фонды, а ФРС утвердил новую программу кредитования для поддержки ликвидности на рынке обеспеченных активами коммерческих бумаг.

В свете важности паевых фондов денежного рынка – и, в частности, критической роли, которую они играют на рынке коммерческих бумаг, являясь важнейшим источником финансирования для многих компаний – властям надо задуматься, как повысить устойчивость этих фондов против резкого оттока средств. Одним из подходов может быть введение более строгих ограничений на тот круг инструментов, в которые паевые фонды могут инвестировать; возможно, требовать вложения средств в бумаги с более коротким сроком до погашения, чтобы увеличить ликвидность. Другим подходом может стать разработка ограниченной системы страхования для фондов, которые ставят целью сохранять стабильной чистую стоимость активов. С точки зрения любого из этих подходов, а также любых иных, важно рассмотреть последствия не только для самой индустрии паевых фондов денежного рынка, но и для распределения ликвидности и рисков по финансовой системе в целом.

### **Процикличность системы регулирования**

Кажется очевидным, что политика регулирования и надзорные стандарты сами по себе не должны подвергать финансовый институт неоправданному давлению или ограничивать кредитную активность во времена экономических кризисов. Однако есть данные, что требования к капиталу, правила бухучета, прочие требования сделали финансовый сектор экономики чрезвычайно проциклическим: они стимулируют финансовый институт ослаблять контроль и облегчать доступ к кредитам во времена бумов и заставляют ограничивать кредит во времена спадов больше, чем это оправдано кредитоспособностью заемщиков, тем самым усугубляя циклические колебания.

Например, имеются требования, чтобы коэффициенты достаточности банковского капитала соответствовали или превосходили фиксированные минимальные стандарты; тогда регулирующие органы считают банк надежным. Так как банки с трудом находят капитал в периоды экономических спадов или финансового стресса, наилучшим средством соответствовать требованиям для них в такие периоды является ограничение выдачи новых кредитов, причем в большей степени, чем это оправдано обстоятельствами. Нам следует пересмотреть стандарты, чтобы они смотрели на перспективу, и чтобы капитал выполнял свою роль буфера – накапливаемого в хорошие времена и используемого в плохие времена, естественно, в разумных пределах. Проверяющим следует находить баланс между необходимой осторожностью и преимуществами сохранения прибыльных кредитных отношений, когда они проверяют политику банка в области кредитования.

Все возрастающие требования раскрытия информации и прозрачности – положительное явление. Однако определить подходящую методику оценки неликвидных или нестандартных активов иногда очень трудно, мягко говоря. Точно так же, существует значительная неопределенность относительно необходимого уровня резервов для покрытия убытков в связи с невозвращенными кредитами в течение цикла. В результате, полезным было бы дальнейшее изучение, и возможно, пересмотр стандартов, действующих в отношении оценки и резервирования под убытки; возможно, удастся модифицировать правила учета так, чтобы снизить их проциклический эффект, но без ущерба для раскрытия информации и транспарентности. На самом деле работа в этом направлении уже идет.

Еще один источник процикличности – система финансирования страхования вкладов. Признавая это, Федеральная Корпорация по Страхованию Вкладов недавно объявила о планах продления с пяти лет до семи периода, за который она восстановит фонд страхования депозитов до минимально требуемого уровня. Этот план, если он будет исполнен, поможет снизить издержки банков в то время, когда капитал и выдача кредитов уже испытывают серьезные трудности. Властям следует рассмотреть дополнительные меры снижения возможных проциклических последствий затрат на страхование вкладов, сохраняя тем не менее более высокие премии для банков с более высокими рисками. Одним из вариантов может быть повышение уровня, до которого может расти соответствующий коэффициент резервирования в благоприятных экономических условиях, с тем, чтобы при ухудшении ситуации и повышении страховых выплат в наличии был более существенный буфер.

### **Орган по контролю системного риска**

Действия, которые я описал выше, должны снизить накопление рисков в финансовой системе и улучшить устойчивость финансовой системы к кризисам и шокам. Однако финансовую стабильность можно укрепить еще лучше, применив отчетливо макропруденциальный подход к финансовому регулированию и контролю в США. Макропруденциальная политика основное внимание уделяет рискам финансовой системы в целом. Такие риски могут быть мультисекторальными, затрагивать многие фирмы и рынки, или могут быть сконцентрированы в нескольких ключевых участках системы. Макропруденциальный подход мог бы дополнить и усилить существующую структуру регулирования и надзора, в которой основное внимание уделяется надежности отдельных институтов и рынков.

Как лучше встроить макропруденциальный элемент в систему регулирования и надзора? Одним из способов может тот, при котором Конгресс уполномочит/создаст какой-либо государственный орган для отслеживания, оценки, и по мере необходимости принятия мер в отношении системных рисков. В частности, в функции этого органа может входить (1) мониторинг крупных или быстро растущих рисков (напр., субстандартные ипотечные закладные) по всему спектру фирм и рынков, а не на уровне отдельных компаний; (2) оценка потенциала ущербности в практике риск-менеджмента, увеличения финансового леввериджа в среднем по системе, или изменений финансовых рынков и продуктов, которые могут вести к увеличению системных рисков; (3) анализ возможных взаимодействий между финансовыми фирмами или фирмами и рынками, напр., общей подверженности рискам со стороны одних и тех же крупных и взаимосвязанных фирм; а также (4) выявление потенциальных пробелов регулирования, включая пробелы в защите потребителей и инвесторов, которые несут риски для системы в целом. Две естественные области наблюдений – стабильность системообразующих финансовых институтов и системообразующих аспектов финансовой инфраструктуры, которые я описал выше.

Включение макропруденциального подхода к регулированию несет в себе определенные проблемы. Самая фундаментальная – это то, что осуществление такой всеобъемлющей программы риск-менеджмента потребует больших полномочий для сбора рыночной и институциональной информации, значительной аналитической подготовленности, способности обрабатывать большие объемы несвязанной между собой информации, и опыта надзорной работы.

Другие проблемы – определение границ полномочий, которые нужны такому органу контроля системного риска. С одной стороны, кажется ясным, что любой новый орган должен опираться на информацию, оценки, надзорные программы существующих органов в возможно большей степени. Такой подход снижает затраты и для частного сектора, и для госсектора, и позволяет новому органу использовать опыт и знания других ведомств. С другой стороны, ввиду того, что цель такого органа более широкая, простого использования существующих структур будет недостаточно.

Например, орган по системному риску должен будет получить широкие полномочия для получения информации – через сбор данных и отчетности, а когда необходимо – путем проверок на месте, от банков и небанковских финансовых институтов, которые сейчас могут и не подпадать под требования сдачи отчетности надзорным органам. Орган по системному риску также должен иметь определенные полномочия принимать меры по устранению выявленных системных рисков в координации с другими органами или самостоятельно. Роль органа по системному риску в установлении стандартов по

капиталу, ликвидности и риск-менеджменту также подлежит изучению и определению, с учетом, что такие стандарты должны иметь как микропруденциальное, так и макропруденциальное воздействие на финансовую систему.

Важные решения будут связаны с нахождением надлежащего места для нового органа в структуре правительства. Несколько существующих ведомств имеют данные и опыт для такой задачи, так что имеется выбор из нескольких вариантов. Между тем, для обеспечения надлежащего контроля и подотчетности такого органа, следует четко прописать полномочия и ответственность.

Некоторые комментаторы предлагают возложить вышеописанные функции контроля за системным риском на ФРС; другие выражали беспокойство, что такие задачи перегрузят центральный банк. Степень, в которой новые полномочия могли бы быть хорошим дополнением к возможностям ФРС, зависит во многом от того, как Конгресс определит роль, полномочия и сферу ответственности такого органа, а также от того, как необходимые ресурсы и опыт будут сочетаться с главными задачами ФРС.

Мне кажется, по этим вопросам рано принимать окончательные решения. Мы много обсуждали эти вопросы в ФРС, и их важность требует тщательного анализа со стороны законодателей и других властей. В качестве практического ответа, все же эффективное выявление и решение вопросов снижения системного риска потребует в той или иной степени участия ФРС, если даже и не в роли ведущей силы. В качестве центрального банка США, ФРС давно является центральной фигурой во всех правительственных мероприятиях в кризисные времена. ФРС даже основана была Конгрессом в 1913 во многом для противодействия повторяющимся финансовым паникам. ФРС играет ключевую роль также и потому, что он является кредитором последней инстанции, а эта функция исторически одна из важнейших в финансовый кризисы. Кроме того, ФРС обладает богатым опытом, полученным из широкого диапазона его видов деятельности, включая его роль «зонтичного» надзорного органа для банков и банковских холдинговых компаний и его активный мониторинг рынков капитала при проведении монетарной политики и обеспечении финансовой стабильности.

### **Заключение**

В ходе продолжающегося финансового кризиса, правительства стран быстро создали ряд программ по поддержке функционирования финансовых рынков и стимулированию кредитования бизнеса и домохозяйств. Однако эти необходимые краткосрочные меры должны сопровождаться новыми действиями по ограничению системного риска.

Финансовые кризисы наблюдались буквально сотни лет, будут они возникать и в будущем. Даже осуществив все шаги, о которых я сегодня говорил, было бы нереалистично ожидать их полного исчезновения, особенно в условиях динамичной и инновационной финансовой системы. Однако такие шаги внесут вклад в снижение частоты и разрушительности кризисов, в создание лучше функционирующей национальной и глобальной экономики.

---