

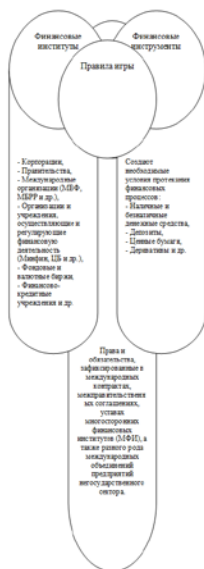
В тисках кризиса: мир на пути к новой финансовой архитектуре



Семен Фомин,

аналитик, старший научный сотрудник
группы инвестиционных решений
CLEVER Lab.

Несмотря на частое употребление словосочетания «мировая финансовая архитектура», четкое определение этого понятия встречается редко. Поэтому для того, чтобы обсуждать возможные изменения мировых финансов в условиях меняющейся экономики, необходимо сначала выявить связь между терминами «мировая финансовая система» и «мировая финансовая архитектура».



По мнению автора, если мировую финансовую систему мы можем определить как совокупность форм и методов образования, распределения и использования фондов денежных средств государств, международных финансовых институтов и копораций¹, то мировая финансовая архитектура – это совокупность элементов финансовой системы и того, как эти элементы взаимосвязаны. Такие элементы включают в себя: финансовые институты, финансовые инструменты, а также правила функционирования финансовых институтов. Все три элемента объединены целью достижения внутренней и внешней сбалансированности экономики, макроэкономической стабильности и устойчивого развития.

Эволюция финансовых инструментов как фактор несостоятельности современной финансовой архитектуры

Современная картина финансового кризиса выполнена палитрой цветов национальных флагов большинства стран, вовлеченных в глобальный торговый оборот. До недавнего времени либерализация рынков и снижение барьеров для движения капитала являли собой парадигму капитализма, курс для развивающихся экономик и вектор движения для инвесторов. Вместе с тем, доминировавшие на протяжении нескольких декад ослабление государственного регулирования, а также рентоориентированное поведение инвесторов на финансовых рынках привели к возникновению множественных системных сбоев:

- Вслед за провалом ипотечного рынка США, сначала американская, а вслед за ней и мировая финансовая система превратились в клубок «плохих долгов», в котором все нити слишком тесно связаны, чтобы попытаться разрубить узел;
- Спекулятивные финансовые инструменты проникли глубоко в финансовую отчетность компаний независимо от географии их деятельности;
- Количество производных финансовых инструментов в десятки раз превзошло количество активов в основе их обеспечения;

¹ Интернет энциклопедия «Википедия»

- Взаимные претензии контрагентов стали напоминать айсберг, с основанием в виде крупнейших финансовых институтов и даже государства, которые оказались не в состоянии в полной мере отвечать по обязательствам должников.

Стало очевидно, что современная финансовая архитектура дала трещину: вся цепь экономических, политических и социальных отношений, определявших текущий мировой порядок испытывает на себе груз благополучия и роста предыдущих лет, который достигался за счет злоупотребления кредитованием экономики. Экономисты и политики оказались не в состоянии своевременно отреагировать на перекосы в системе², хотя их предпосылки формировались годами и по крупицам создавали проблемы, ставшие причиной кризиса.

На протяжении нескольких десятилетий под влиянием растущего финансового сектора наблюдалось бурное развитие новых финансовых инструментов. Их стремительная эволюция – результат дерегулирования финансовой деятельности, которое сопровождалось увеличением числа финансовых институтов и свободным перемещением капитала. Однако, использование широкой палитры возможностей финансового рынка не было подкреплено пониманием природы и особенностей ее финансовых инструментов. Поэтому стоило системе дать сбой, как актуальными стали вопросы определения количества таких «токсичных активов», противоречие их фундаментальной и рыночной стоимости, а также гигантомания корпораций финансового сектора, которые в результате использования инструментов-мутантов оказались на грани банкротства³. В настоящий момент все эти противоречия начали проникать в большинство секторов экономики, хотя не так давно финансовая система являлась лишь производной первичного сектора.

Исторически роль финансовой инфраструктуры в экономике сводилась к обслуживанию реального сектора. К. Маркс писал о том, что природа ценообразования инвестиций строится на трех базисах: собственность, производство, финансы. Финансы должны быть измерителем богатства, которое создается производством. Но очень быстро финансовый сектор сменил роль сферы услуг, с характерным распределением капитала и рисков за разумное рыночное вознаграждение на высокоспекулятивные операции на рынке деривативов, позволяющие делать крупные ставки и хеджировать любые риски. Финансовые инструменты стали производить сами себя, причем их обращение оставалось вне поля какого-либо регулирования. Это привело к невозможности определения точного объема операций, совершаемых на данном рынке, а также размер обязательств, по которым в случае дефолта контрагента требуется отвечать.

Ситуация дефолта характерна и с еще одной позиции. Если в качестве базового актива для выпуска финансовых инструментов или в основе обеспечения по банковским кредитам лежат реальные активы, то в случае необходимости реализации обеспечения, они реализуются с дисконтом. Вследствии этого возникает эффект «смежного рынка», при котором цены на данные активы идут вниз вне зависимости от того, что их внутренняя стоимость остается неизменной. Именно вследствие отклонений рыночных цен от фундаментальной стоимости активов возникают ценовые «пузыри»: яркий пример – рынок жилья США, упавший в ценовом выражении под давлением дефолтов на рынке ипотечных облигаций. В глобальном же смысле точечные искажения фундаментальной

² По оценке МВФ на начало 2009 г. мировые потери от финансового кризиса составили 2.2 трлн. долл. США

³ В недавних комментариях ситуации вокруг возможного банкротства крупнейшей американской страховой компании AIG министр финансов США Тимоти Гейтнер констатировал, что государство намерено поддерживать компанию, так как ее банкротство может оказаться слишком негативным для рынка из-за размера и значимости компании в экономике США. Гейтнер также упомянул, что если бы вопрос о банкротстве инвестиционного банка Lehman Brothers стоял на повестке дня сегодня, возможно, государство бы приняло решение «спасти» компанию (банкротство Lehman Brothers произошло в 4 кв. 2008г. и привело к массовой панике на финансовых рынках).

стоимости на отдельных рынках приводят к эффекту шасштаба, который в условиях интеграции мировой экономики парализует всех участников рынка во всех его сегментах.

Необходимость создания новой финансовой архитектуры

Тесная взаимосвязь рынков представляет собой оборотную сторону глобализации мировых финансов, и до недавнего времени последствия для системы в случае форс-мажора никто не проектировал. В результате существующая финансовая архитектура нарушает фундаментальное правило любой конструкции – защита от распространения повреждений. Следовательно принятие неверных решений или избыточного риска отдельным игроком может вызвать цепную реакцию для остальных участников рынка. В случае с деривативами и обеспечением по выдаваемым кредитам, реализация активов для покрытия обязательств перед контрагентами повышает их финансовую безопасность в рамках отдельно взятого кластера, однако ставит под удар всех остальных владельцев подобных активов. Очевидно, что брать на себя риски, создаваемые участниками рынка деривативов противоречит интересам среднестатистических или крупных институциональных инвесторов, однако единственный способ избежать этих рисков – не приобретать активы в основе обеспечения финансовых инструментов. Эту проблему существующая финансовая система не разрешает.

Наверное самый актуальный вопрос – роль государства в период экономической нестабильности. Часто одной из основных причин кризиса считают недостаток государственного регулирования. Однако более весомой предпосылкой текущих дисбалансов в экономике стала скорее не количественная, а качественная составляющая участия государства в экономике. И говорить имеет смысл не о недостатке регулирования, а о неэффективности существующих механизмов регулирования. Усиление госрегулирования при неэффективности его инструментов не изменит ситуацию в лучшую сторону. Напротив, адекватные инструменты регулирования финансовых рынков могут оказать положительное воздействие на проблемные зоны экономической активности без избыточного регулирования правил игры. К таким зонам, требующим трансформации подходов к регулированию, в первую очередь, можно отнести: систему корпоративного управления; систему финансовой отчетности; систему оценки и управления рисками; учреждения и институты, которые осуществляют работу по переносу рисков⁴. В результате на смену этапу роста и экспансии финансовой системы может прийти этап финансового минимализма, характеризующийся общей примитивизацией финансовых институтов и финансовых инструментов.

Несмотря на важность оперативных и жестких мер по борьбе с негативными тенденциями в экономике, крайне важной задачей остается укрепление института частной собственности. Необходимо избежать ситуации, когда деятельность государства ставит под сомнение ответственность рыночных игроков за принимаемые ими решения⁵.

⁴ Материалы круглого стола на тему «Будущая мировая финансовая архитектура и место в ней России». Организатор: «Центр развития фондового рынка». 26 января 2009 г.

⁵ Государственное регулирование – не панацея. Компании должны ощущать ответственность за результаты своих финансовых решений. Мы оказались в ситуации, когда гигантомания служит защитой от процедуры банкротства (недавний пример крупнейшего страховщика AIG). Осознавая свою защищенность компании начинают чувствовать и безнаказанность. Так, получив крупный пакет господдержки, компания AIG использовала значительную часть средств на выплату бонусов топ менеджменту. Очевидно, что ни о какой корпоративной или социальной ответственности речи не шло. Но так быть не должно. «Ответственность – это та цена, которую мы платим за власть», - Уинстон Черчилль.

Существенным вопросом остается проблематика вознаграждений в финансовом секторе. Необходимо повысить ответственность менеджмента публичных компаний перед своими акционерами, жестко регламентировать подбор руководителей финансовых организаций критериями профессиональной компетенции и опытом управления рисками. Системы оплаты труда должны стимулировать оценку рисков и ориентировать на достижение стабильных положительных результатов.

Еще одним из проявлений кризиса являются противоречия в валютной системе, заложенные в долларе США, являющимся одновременно национальной валютой США и мировой резервной валютой. Сегодня очевидно, что в качестве мировой валюты неэффективно использовать национальную валюту любого государства мира, - требуется создание валюты, которая получит наднациональный, межгосударственный статус.

Какой же должна быть новая мировая финансовая архитектура? Как оптимальным образом совместить в ней глобальную конкуренцию с развитием системы глобального регулирования?

Некоторые принципы формирования новой финансовой архитектуры

То как изменятся мировые финансы после кризиса зависит от степени трансформации элементов финансовой системы, в том числе:

- Изменений глобального финансового рынка и его основных сегментов;
- Принципов финансового регулирования;
- Роли в будущей мировой финансовой архитектуре отдельных стран и международных институтов?

Указанные факторы, в свою очередь находятся в зависимости от глубины и тяжести последствий кризиса для экономической конъюнктуры. Сегодня можно выделить два сценария развития событий⁶:

- Экономический кризис может иметь разрушительные последствия для существующих институтов, которые сменяются принципиально новыми институтами посткризисного мира;
- Экономический кризис будет урегулирован посредством существующих институтов, которые, в так же в ближайшее время, претерпят существенную модернизацию для того, чтобы отвечать реалиям посткризисного мира.

В обоих случаях новая международная архитектура финансовых отношений должна строиться на принципах⁷:

- Совместимости деятельности и гармоничности стандартов национальных и международных институтов регулирования;
- Демократичности и равномерной ответственности за принятие решений;
- Эффективности на основе легитимности механизмов международной координации;
- Прозрачности деятельности всех участников;
- Справедливого распределения рисков.

⁶ Были озвучены в докладах круглого стола на тему «Будущая мировая финансовая архитектура и место в ней России». 26 января 2009 г.

⁷ Предложения РФ к саммиту с участием глав государств и правительств 20 ведущих экономических держав мира в Лондоне 2 апреля 2009 г.

Роль России в создании современной финансовой архитектуры

С развитием негативных событий на рынках как развитых, так и развивающихся стран стало очевидно возросшая степень участия в мировой экономике новых игроков. Их ниша до сих пор была ограничена исторически сложившимися особенностями мирового порядка, однако многие из них устарели и не соответствуют требованиям современного мира. Расширение круга стран, участвующих в разработке нового ландшафта мировых финансов является необходимым условием выработки адекватных и действенных мер борьбы с экономическим кризисом. Активное участие в этих процессах принимает и Российская Федерация.

Одной из ключевых идей для трансформации мировой финансовой архитектуры Россия считает, наличие стабильной, предсказуемой и функционирующей по заранее известным правилам международной валютно-финансовой системы, в основе которой лежит поддержание макроэкономической и финансовой дисциплины ведущими мировыми экономиками. Поддержание такой дисциплины до сих пор оставалось нерешенной задачей как для суверенных государств, так и для ведущих компаний, оперирующих на глобальных рынках.

В числе других направлений реформирования мировой финансовой системы можно выделить следующие:

1. Повышение легитимности и результативности международных институтов регулирования в целях обеспечения совместности и совместимости экономических стратегий отдельных государств. На смену однополярному устройству мировой экономики должна прийти система, основанная на взаимодействии нескольких крупных центров. Но чтобы новый многополярный мир не стал непредсказуемым, необходимо укреплять систему глобальных регуляторов, основанных на международном праве и системе многосторонних соглашений. Следовательно важно переосмыслить роль ведущих международных организаций и институтов.
2. Укрепление устойчивости мировой финансовой системы путем развития диверсифицированной системы резервных валют и финансовых центров. Принципиально важна большая открытость в проведении кредитно-денежной политики стран-эмитентов резервных валют. Эти страны должны принять на себя обязательства руководствоваться международными правилами макроэкономической и финансовой дисциплины.
3. Формирование современной системы управления рисками, адекватной степени развития финансовых технологий. Участники рынка должны иметь возможности для адекватной оценки своих контрагентов, новых нерегулируемых рынков и финансовых инструментов, для чего необходим постоянный мониторинг ситуации и укрепление наднационального и национального регулирования и надзора за финансовым сектором.
4. Формирование системы стимулов к рациональному поведению участников финансовых рынков, основанному на сбалансированной оценке рисков и оценке получаемых возможностей.

Элементы дизайна новой архитектуры

Таким образом, для преодоления глобальной турбулентности на первый план выходит создание более гибкой и устойчивой финансовой системы. Текущий кризис дает четкий сигнал об опасности дальнейшего развития системы в заданном ранее направлении, о необходимости принятия мер для снятия назревших противоречий. Радикальные

изменения должны произойти практически во всех сегментах финансового рынка – валютном, банковском, кредитном, фондовом и др. В качестве мер по противодействию последствиям финансового кризиса можно выделить:

1. Серьезные изъяны выявлены в деятельности международных финансовых организаций. Так, реформирования требует Международный валютный фонд, на базе которого имеет смысл создать глобальный финансовый регулятор. Необходимо также создание новой международной организации, регулирующей движение капитала в глобальной экономике, в том числе деятельность оффшорных центров, принципы трансграничных слияний и поглощений и др. Более тесной должна стать координация денежно-кредитной политики между Центральными банками ведущих стран мира по выработке единых подходов к установлению уровня ставки рефинансирования, кредитной, курсовой и антиинфляционной политике. Кроме того, для ликвидации последствий финансового кризиса требуется тесная координация деятельности ведущих стран мира на уровне бизнес сообществ и средств массовой информации.

2. Не менее важно пересмотреть требования к качеству финансовой информации, на которой базируется рынок при принятии решений. Банкротство известных коммерческих и инвестиционных банков в период финансового кризиса поставило под сомнение эффективность и объективность деятельности многих мировых рейтинговых агентств, призванных официально подтверждать финансовую состоятельность и надежность, как финансовых институтов, так и суверенных государств. Очевидно, эти организации также требуют реформирования, в том числе за счет усиления ответственности за результаты их деятельности. К данной проблеме можно выделить два подхода: первый состоит в создании регулирования деятельности рейтинговых агентств, а также перемещении бремени оплаты услуг по оценке надежности с эмитентов на покупателей ценных бумаг; второй подход сводится к необходимости развития конкуренции на рынке услуг рейтинговых агентств за счет создания новых игроков, что усилит конкуренцию на рынке.

3. В связи со значительной перекапитализацией мировой экономики под давлением спекулятивных сделок целесообразна разработка системы мер по защите фондового рынка от масштабных спекуляций. Необходимо найти механизмы, которые не допускали бы разрастание фондовых «пузырей» до критических размеров, разрушающих нормальное функционирование мирового рынка капиталов. Одной из первичных задач является пересмотр основополагающих принципов и соглашений в направлении ужесточения нормативно-правовой базы регулирования и надзора за деятельностью банковских институтов во всех странах мира.

4. Мировой финансовый кризис снова сделал актуальным спор между «кейнсианством» и «монетаризмом» о роли государства в регулировании экономических процессов. Однако исключительно усилиями государства восстановить макроэкономическое равновесие в краткосрочном периоде и добиться устойчивого развития в пост-кризисный период, вероятно, не удастся. Устойчивость любой системы определяется наличием в ней механизмов саморегуляции, которые требуется создать как на микро-, так и на макро-уровнях.

Говоря о микро-уровне, речь может идти о саморегулируемых организациях – экономических агентах, которые осуществляют регулирование определенных рынков и сфер бизнеса без вмешательства государства. Саморегулирование на микро-уровне - это наложение хозяйствующим субъектом на себя определенных ограничений без какого-либо внешнего принуждения к этому. Наряду с саморегулирующими организациями на эффективным инструментом поддержания устойчивости в корпоративной сфере может

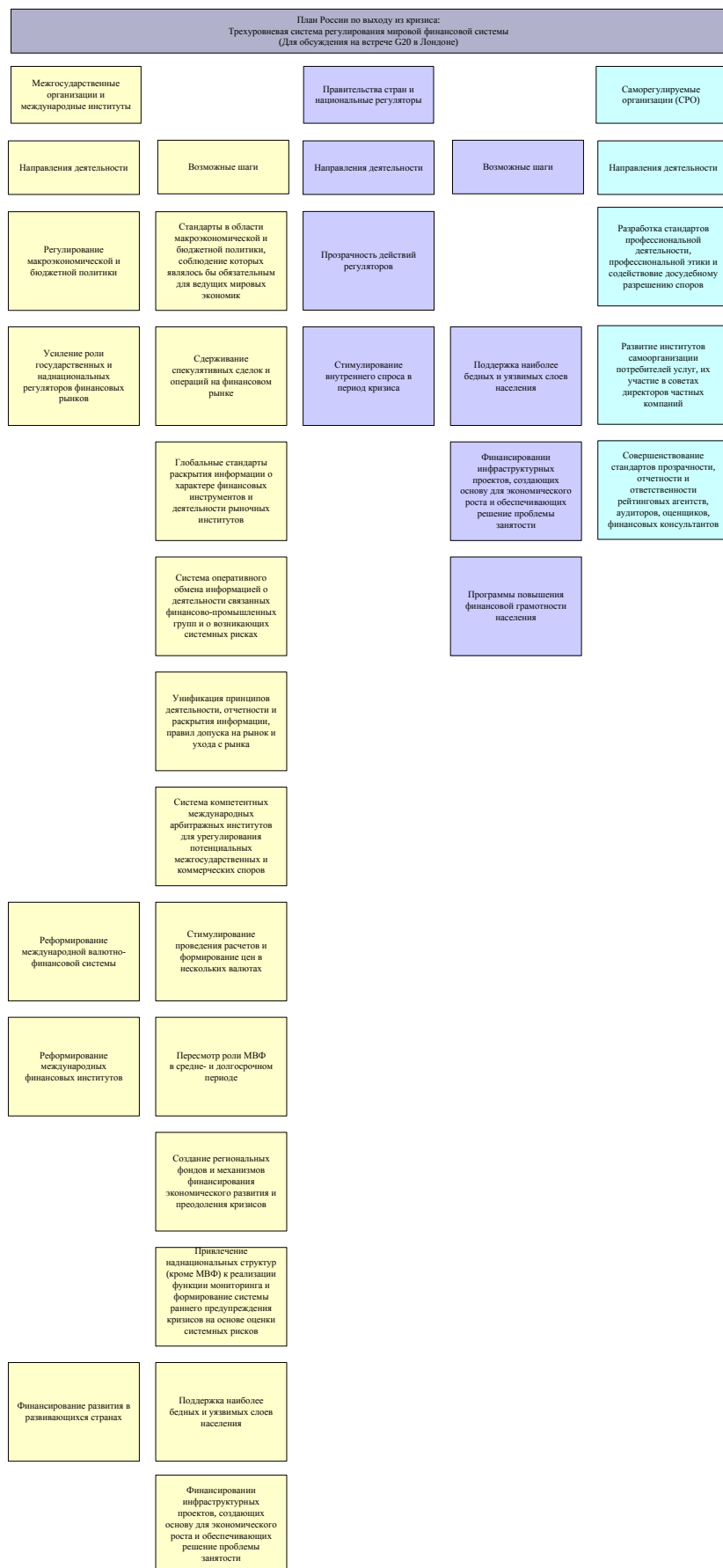
стать система сбалансированных показателей, которую следует более широко внедрять в практику управления компаниями.

Аналогично, на макро-уровне саморегулирование может осуществляться усилиями институтов и организаций, цель которых поддержание равновесия вокруг заданных макроэкономических, финансовых, социальных и экологических параметров и индикаторов развития. К таким показателям можно отнести: темпы роста ВВП; уровень инфляции; размер дефицита государственного бюджета; размер государственного долга; пределы колебания курса национальной валюты; объем золотовалютных резервов; уровень монетизации экономики и др. Приведенные выше показатели можно назвать – системой сбалансированных социально-экономических показателей устойчивого развития. Всякое отклонение от показателей устойчивости должно служить толчком к мобилизации механизмов, обеспечивающих восстановление утраченного равновесия.

Завершением такой системы могли бы стать механизмы саморегуляции на глобальном уровне, реализуемые со стороны Международного валютного фонда, Мирового банка, Всемирно торговой организации, ОПЕК и др. Такая модель саморегулирования должна значительно повысить устойчивость глобальной экономики. В числе других преимуществ саморегулирующейся модели экономического развития постоянный мониторинг заданных макроэкономических и финансовых параметров – в случае необходимости осуществляется их корректировка. Помимо этого, наличие механизмов саморегуляции смогут повысить адаптивную эффективность экономики, ее способность противодействовать кризисам минимизировать риски, эффективно приспосабливаться к изменениям.

Очевидно, что закладка фундамента новой архитектуры мировых финансов потребует времени. В независимости от длительности экономического спада, как последствия смены цикла развития экономики, понадобится длительный период, чтобы преодолеть возникший кризис доверия коммерческих организаций и широких слоев населения к традиционным финансовым институтам. Это время, когда инициатива на местах будет с опаской и отставанием реагировать на меры государственного регулирования и новые правила игры, и, одновременно, это время, когда у выжившего после шторма бизнеса появятся возможности для создания новых конкурентных преимуществ. Для России, смена парадигмы мирового финансового развития – шанс, чтобы перейти от спекулятивных финансовых инноваций к фундаментальным технологическим инновациям, отделить последствия пагубного роста перегретых западным капиталом рынков от ключевых целей развития экономики, которые даже в условиях неопределенности не должны оказаться вне поля зрения государства.

Приложение. План России по выходу из кризиса: Трехуровневая система регулирования мировой финансовой системы (для обсуждения на встрече глав государств и правительств G20 в Лондоне 2 апреля 2008 г.)



Статья подготовлена на основе следующих материалов:

1. В. Д. Андрианов. Новая архитектура глобальной финансовой системы. Декабрь 2008г. // www.viperson.ru;
2. К. Болдуин. Трещина в архитектуре финансовой системы. Октябрь 2008г. // Гарвардская школа бизнеса;
3. Д. Бартон. Новая финансовая архитектура. 4 кв. 2008г. // МакКинзи Квотерли.
4. В. Мау. Мир после кризиса: Что получим на выходе? 16.02.2009 // Ведомости №27 (2297)
5. С. Сторчак. Мир после кризиса: Система vs. Архитектура. 20.02.2009 // Ведомости №31 (2301)