

ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ



DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-4-69-79

УДК 336.73(045)

JEL E44, G00, G01, G28

Теневой банкинг: регулятивная реформа и ее эффективность

В.М. Уоскин

Национальный исследовательский институт мировой экономики и международных отношений им. Е.М. Примакова РАН, Москва, Россия; Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, Москва, Россия

<https://orcid.org/0000-0001-9865-3357>

АННОТАЦИЯ

За последние три десятилетия в мировой экономике сформировался обширный комплекс небанковских финансовых учреждений, действующих вне пределов традиционного банкинга и принимающих активное участие в процессах кредитования субъектов экономического оборота. Деятельность этих учреждений, получивших название теневой банковской системы (ТБС), привела к повышению системных рисков и оказала негативное влияние на состояние мировой финансовой системы. Особенно наглядно это проявилось в период мирового финансового кризиса 2007–2009 гг. Предметом исследования в данной статье является комплекс регулятивных мероприятий, предпринятых международными и национальными органами финансового контроля после окончания финансового кризиса для снижения рисков, связанных с деятельностью ТБС, и для укрепления системы надзора и мониторинга. Конечной целью анализа является оценка эффективности мер по усилению контроля и ограничению рисков, примененных в ходе реформы надзорными органами стран Группы 20 в отношении предприятий традиционного и теневого секторов финансовой системы. Полученные результаты свидетельствуют о том, что реформа способствовала укреплению позиций традиционного банкинга и повышению его устойчивости к финансовым шокам. Однако в теневом секторе регулятивные мероприятия вопреки заявлениям инициаторов реформы не устранили системных рисков, присущих деятельности небанковских финансовых учреждений, и не привели к ограничению их растущей активности. Такое положение чревато подрывом стабильности мировой финансовой системы и наступлением нового кризисного спада.

Ключевые слова: теневая банковская система; реформа регулятивной политики; финансовая стабильность; системные риски; надзор и контроль

Для цитирования: Уоскин В.М. Теневой банкинг: регулятивная реформа и ее эффективность. *Финансы: теория и практика*. 2019;23(4):69-79. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-4-69-79

ORIGINAL PAPER

Shadow Banking: Regulatory Reform and Its Effectiveness

V.M. Usoskin

Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations, Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia; Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0001-9865-3357>

ABSTRACT

Over the past three decades, a large group of non-bank financial institutions has been formed in the world economy. These institutions fall outside the realm of traditional banking and take an active part in the lending processes of economic turnover entities. The activities of these institutions, called the shadow banking system (SBS), led to an increase in systemic risks and had a negative impact on the state of the global financial system. This was distinctly displayed during the global financial crisis of 2007–2009. The subject of this article is a series of measures taken by the international and national financial control bodies after the financial crisis to eliminate most risky aspects of shadow banking and to strengthen the system of financial oversight and monitoring. The final aim of the analysis is to evaluate effectiveness of the measures on strengthening control and limiting risks applied by the control bodies of the G-20 countries in the course of the reform to enterprises of the traditional and shadow sectors of the financial system. The results of the analysis show that the reform strengthened positions of traditional banks and improved their ability to resist financial shocks. As to the shadow banking sector, contrary to the statements of the initiators of the reform the regulative measures did not eliminate the systemic risks peculiar to nonbank financial institutions and did not stop their growing activities. This situation threatens the stability of the global financial system and a possibility of a new financial slump retains.

Keywords: shadow banking system; regulatory reform; financial stability; systemic risk; oversight and monitoring

For citation: Usoskin V.M. Shadow banking: Regulatory reform and its effectiveness. *Finance: Theory and Practice*. 2019;23(4):69-79. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-4-69-79

ВВЕДЕНИЕ

К теневой банковской системе (shadow banking system) в западной экономической литературе принято относить различные виды небанковских финансовых учреждений, которые участвуют в посреднических операциях по предоставлению кредита и других банковских услуг деловым предприятиям и населению, но не находятся под регулятивным контролем официальных надзорных органов и не пользуются финансовой поддержкой центрального банка в кризисных ситуациях. Важная их черта заключается в повышенном уровне принимаемого риска и чрезмерной зависимости от колебаний хозяйственной конъюнктуры. Это провоцирует и усиливает развитие кризисных процессов в финансовой сфере и экономике в целом [1–3].

На саммите руководителей стран Группы 20 в ноябре 2010 г. была поставлена задача разработать новую стратегию оздоровления финансовой системы и снижения системных рисков, исходящих от учреждений теневого сектора. Реформа была сосредоточена на двух основных направлениях: создании интенсивной системы надзора за деятельностью теневого сектора и разработке мер по снижению рисков и противодействию угрозам стабильности в банковском и небанковском секторах финансовой системы.

В статье поставлена задача охарактеризовать нынешнее состояние, масштабы деятельности и риски теневого сектора, выявить суть основных регуляционных мер, предпринятых международными и национальными надзорными органами в отношении финансовых институтов традиционного и теневого секторов и оценить справедливость заявлений официальных властей о полном устранении к настоящему времени рисков ТБС, угрожающих стабильности мировой финансовой системы.

СТРУКТУРА, МАСШТАБЫ И РИСКИ ТБС

В академических исследованиях и официальных документах финансовых органов применяется особая классификация учреждений теневого банкинга и даются оценки величины контролируемых ими финансовых активов. Наибольшей популярностью пользуются расчеты учрежденного в 2009 г. по решению руководства стран Группы 20 *Совета по финансовой стабильности* (Financial Stability Board, далее — FSB). В обязанности этого органа входит «координация на международном уровне работы национальных финансовых властей и международных органов по установлению

стандартов с целью развития и осуществления эффективной регуляторной, надзорной и иной политики в финансовой сфере». Одной из важных задач является изучение процессов в теневой банковской системе в глобальном масштабе и разработка рекомендаций по ее контролю и регулированию с целью снижения системных рисков¹.

В материалах FSB дается оценка величины активов учреждений финансового сектора по двум страновым группам. Первая группа включает 29 юрисдикций (стран), которые на данный момент являются участниками FSB, а вторая — 21 страну из предыдущего списка плюс 8 стран еврозоны, представленных как одна юрисдикция (21 + EA)². Для стран еврозоны во втором наборе используются данные Европейского центрального банка³.

В аналитических целях в структуре ТБС выделяется несколько сегментов. Наиболее широкий сегмент по количеству включаемых в него учреждений — «Подлежащая мониторингу общность небанковских финансовых институтов» (Monitoring Universe of Non-Bank Financial Institutions, далее — MUNFI). Он охватывает все виды небанковских финансовых учреждений в наблюдаемых странах.

Другой, более узкий вариант группы небанковских финансовых учреждений, используемый в анализе FSB — «Прочие финансовые институты» (Other Financial Institutions, далее — OFIs). В него не включаются центральные банки, страховые компании, пенсионные фонды, публичные финансовые учреждения и другие институты, не принимающие непосредственного участия в процессах кредитного посредничества.

Наконец, самый узкий (и наиболее существенный для нашего исследования) показатель ТБС включает группу небанковских финансовых учреждений, участвующих в той или иной форме в процессах кредитования предприятий реального сектора и населения. Деятельность этого сегмента считается наиболее опасной («токсичной», как ее

¹ Financial Stability Board. Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Basel: 2011. URL: http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111027a.pdf (дата обращения: 15.02.2019).

² В состав обеих групп входит Российская Федерация. Центральный банк РФ принимает участие в мероприятиях по обеспечению финансовой стабильности и регулярно публикует квартальные отчеты о наличии системных рисков в российской банковской системе и некредитных финансовых организациях, а также о принимаемых мерах по минимизации и контролю за рисками.

³ Financial Stability Board. Global Shadow Banking Monitoring Report 2017. Basel; 2018. URL: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P050318-1.pdf> (дата обращения: 18.02.2019).

часто называют) для состояния финансовой инфраструктуры из-за особенностей функционирования и методов привлечения ресурсов входящих в него учреждений. Кроме того, последние, в отличие от традиционных (депозитных) банков, не находятся под непосредственным контролем со стороны национальных надзорных органов [4–6].

Согласно расчетам аналитической службы FSB на конец 2016 г. финансовые активы всего мирового банкинга были оценены в 340 трлн долл. Из них активы *небанковских* учреждений, входящих в категорию MUNFI, составили 160 трлн долл., в OFIs — 99 трлн долл. и в состав «токсичных» ТБС — 45 трлн долл.⁴ Подавляющая часть активов учреждений теневого банкинга в версии OFIs приходится на США (33%), страны еврозоны (34%) и Великобританию (12%).

Что касается институционального состава узкого сегмента ТБС, то он связан с разделением теневых структур на ряд функциональных групп, способных по разным каналам распространять и усиливать негативное влияние системных рисков на конъюнктуру финансового сектора.

Первая группа — *учреждения коллективного инвестирования* (collective investment vehicles, далее — CIVs). Они играют важную роль в процессах финансового посредничества, аккумулируя свободные капиталы деловой сферы и сбережения индивидуальных клиентов и инвестируя их в долгосрочные государственные и корпоративные ценные бумаги. Этой сфере финансовой деятельности присуща повышенная степень риска, так как существует реальная опасность панического изъятия клиентами вложенных средств (в форме акций, паевых взносов и т.д.) при ухудшении финансовой конъюнктуры.

В группу CIVs входят различные виды инвестиционных фондов — взаимные фонды денежного рынка, фонды с фиксированным доходом, хедж-фонды, фонды по покупке недвижимости, смешанные фонды вложений в акции и облигации и ряд других. Это наиболее крупная группа, на нее приходится более 2/3 (72%, 32,4 трлн долл.) всех активов «токсичных» ТБС.

Во вторую группу включены многочисленные небанковские учреждения, предоставляющие кредиты различным группам населения и предприятиям производственного сектора. Опасность этих учреждений для финансовой стабильности

связана с их зависимостью от состояния рыночных источников краткосрочного финансирования, используемых для пополнения ресурсной базы. Любое серьезное ухудшение условий получения ликвидности на денежном рынке вызывает финансовый стресс и ведет к значительным денежным потерям и банкротствам этих институтов. Кроме того, неустойчивость учреждений данной группы обусловлена тем, что значительная часть их клиентуры имеет невысокие доходы и низкий кредитный рейтинг, что препятствует получению ими кредита у банков традиционного сектора.

Группа включает финансовые компании, фирмы, занятые выдачей ссуд на покупку автомобилей, финансированием жилой ипотеки и операциями по приобретению в кредит различного оборудования. На них приходится 8% активов «токсичных» ТБС на общую сумму в 2,7 трлн долл.

Третье место (10% активов, 3,4 трлн долл.) занимают небанковские учреждения, связанные с операциями *секьюритизации* финансовых активов и выпуском различных видов долговых обязательств, обеспеченных в основном ипотечными задатками. Секьюритизация — это сложный многоэтапный процесс, в котором активно участвуют теневые структуры различного типа (подробнее см. ниже).

В следующей группе (11% активов ТБС на сумму 3,8 трлн долл.) главное место занимают *брокерские и дилерские фирмы*, оперирующие на денежном и фондовом рынках и критически зависящие от доступности краткосрочных источников пополнения денежных ресурсов (в виде выпуска и размещения на рынке коммерческих бумаг, получения кредитов РЕПО и т.д.). Они снабжают клиентов ценными бумагами, служащими обеспечением кредитов, выступают посредниками в операциях купли-продажи акций, облигаций и деривативов.

Операции брокеров и дилеров тесно связаны с деятельностью депозитных банков, причем некоторые крупные фирмы по торговле ценными бумагами после кризиса 2007–2009 гг. были непосредственно включены в состав банковских холдингов. Такое переплетение функций усиливает системные риски, так как создает благоприятные условия для быстрого распространения в финансовой системе трудностей, возникающих в теневой сфере. Именно такой процесс «заражения» привел к быстрому развертыванию и углублению мирового кризиса 2007–2009 гг.

Остальная часть активов ТБС приходится на относительно мелкие группы небанковских

⁴ Financial Stability Board. Global Shadow Banking Monitoring Report 2017. Basel; 2018. p. 8. URL: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P050318-1.pdf> (дата обращения: 18.02.2019).

структур, например фирмы, предоставляющие гарантии по кредитам и сделкам с деривативами.

Следует особо подчеркнуть, что деятельность учреждений теневого банковского сектора имеет двойственную природу. С одной стороны, небанковские финансовые институты способствуют повышению эффективности процессов финансового посредничества, вовлекая в активный хозяйственный оборот дополнительные денежные средства и удовлетворяя потребности в финансовых услугах многочисленных субъектов рынка, которые не могут их получить на обычных условиях. «Небанковское финансирование представляет собой важную альтернативу банковскому финансированию и помогает поддерживать активность в реальном секторе экономики. Для многих компаний и домашних хозяйств оно является также источником диверсификации кредитов и создает здоровую конкурентную среду для банков»⁵.

В последнюю четверть века одним из потенциальных источников угроз стабильности стало использование теневыми структурами новейших финансовых технологий в борьбе за место в сложившейся системе финансовых отношений.

Вместе с тем, как уже отмечалось, теневые структуры служат источником повышенного риска, который через сложную систему связей способен распространяться на другие сектора финансовой системы и провоцировать развитие острых кризисных спадов.

В последнюю четверть века одним из потенциальных источников угроз стабильности стало использование теневыми структурами новейших финансовых технологий в борьбе за место в сложившейся системе финансовых отношений. Примером могут служить операции по секьюритизации финансовых активов, получившие в предкризисные годы большое распространение в США и ряде европейских стран и связанные, в значительной мере, с бумом ипотечного

кредитования в этих странах. Традиционные банки использовали эти операции как оружие в конкурентной борьбе для снижения издержек и повышения операционных доходов. Но секьюритизация не могла бы достигнуть таких масштабов без активного участия в этих операциях теневых финансовых институтов.

Следует более подробно остановиться на особенностях подобных операций и на роли теневых учреждений в их реализации. В начале секьюритизационной цепочки находится коммерческий банк, который стремится использовать часть своего портфеля неликвидных активов в качестве обеспечения для выпуска на рынок новых долговых обязательств⁶. Для этого формируется пакет (пул) долговых активов (как правило, ипотечных закладных), который передается специально созданной посреднической структуре (special purpose vehicles, далее — SPV). Последняя при участии других учреждений теневого сектора (финансовых компаний, хедж-фондов и других учреждений SIVs, брокеров-дилеров рынка ценных бумаг) выпускает новые обязательства и реализует их среди инвесторов в разных странах мира. Средства от продажи этих бумаг инвесторам позволяют банку-эмитенту пополнить запас ликвидности и использовать ее для текущих нужд.

Повышенный риск операций по секьюритизации активов для инвесторов тщательно маскируется, благодаря большому количеству участников операции (как банков, так и небанковских финансовых учреждений), сложности их связей и малой информативности процедур. Важную роль играют также высокие рейтинги, которые не всегда обоснованно присваивались новым бумагам крупными кредитными агентствами. Все это позволяло создать у потенциальных инвесторов представление о надежности и высокой ликвидности приобретаемых бумаг.

Дополнительным фактором ухудшения качества структурированных бумаг в предкризисные годы явилась практика включения банками-эмитентами в состав секьюритизационных пулов низкосортных закладных (subprime mortgages) из-за нехватки качественных ипотечных обязательств⁷.

⁶ Такие вторичные обязательства, обеспеченные финансовыми активами, получили название структурированных ценных бумаг (structured securities).

⁷ В конце 2006 г. в США в составе гигантского накопленного долга по ипотеке, оцениваемого в 6,5 трлн долл., низкосортные бумаги составляли около 1 трлн долл., причем значительная их часть была использована при выпуске структурированных обязательств.

⁵ Financial Stability Board. Global Shadow Banking Monitoring Report 2017. Basel; 2018. URL: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P050318-1.pdf> (дата обращения: 18.02.2019).

С началом кризиса 2007–2009 гг. доверие к операциям секьюритизации резко снизилось, что привело к падению рыночной стоимости выпущенных бумаг и к крупным денежным потерям банков, страховых компаний, инвестиционных фондов и рядовых инвесторов, имевших пакеты этих бумаг. Причины финансовой катастрофы и негативная роль в ее развитии теневого сектора стали предметом широкого обсуждения в финансовых кругах и научном мире. Были выявлены масштабы нанесенного ущерба и степень подрыва устоев традиционного банковского сектора. Возникла необходимость оценки потенциальных рисков теневых структур и разработки срочных мер для исправления сложившейся ситуации.

Роль главного аналитического и координационного центра по разработке политики и мер для снижения системных рисков в мировой финансовой системе была поручена Совету по финансовой стабильности. Важный вклад в изучение проблем теневого банкинга и реализацию защитных мероприятий внесли международные организации по разработке финансовых стандартов⁸. В итоге были сформулированы рекомендации и приняты законодательные акты, направленные на ограничение рисков и формирование разветвленной системы наблюдения и контроля на международном и национальном уровнях.

ИЗМЕНЕНИЯ В СИСТЕМЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ ТЕНЕВОГО БАНКИНГА

На саммите руководителей стран Группы 20 в ноябре 2010 г. в Сеуле была поставлена задача разработки общей стратегии оздоровления финансовой системы и снижения рисков теневого сектора. Работа была сосредоточена на двух направлениях. Во-первых, речь шла о создании *системы интенсивного надзора* за деятельностью теневых структур, которая должна обеспечить проведение постоянного наблюдения за процессами в сфере ТБС и выявление источников возникающих там системных рисков. Во-вторых, было необходимо разработать *политику противодействия* угрозам в банковском и небанковском секторах финансовой системы.

⁸ В их число входят Базельский комитет по банковскому надзору (BCBS), Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO), Международная ассоциация страховщиков-супервайзеров (IAIS), Комитет по глобальной финансовой системе (CGFS) и ряд других.

В рамках второго направления особое внимание уделялось мерам по снижению взаимодействия банков с теневыми структурами, уменьшению «несостыковки» сроков и ликвидности в балансах небанковских учреждений, а также предоставлению большей информации о деятельности теневых структур, особенно в сфере секьюритизации финансовых активов.

Важным шагом в разработке эффективной системы надзора было введение Советом по финансовой стабильности начиная с 2011 г. ежегодного глобального мониторинга, где на основе статистических данных стран-участниц определяются основные тренды, масштабы операций и риски в системе теневого банкинга. Последний по времени (седьмой) отчет, опубликованный в мае 2018 г., обобщает результаты наблюдений за 2016 г. по 29 юрисдикциям, на которые приходится 80% мирового ВВП⁹.

Следующий шаг в совершенствовании системы наблюдений был сделан в 2013 г., когда на саммите стран Группы 20 в Санкт-Петербурге была принята программа усиления надзора и регулирования теневого банковского сектора¹⁰. Программа предназначалась для высших финансовых органов стран-участниц и предусматривала проведение регулярного анализа состояния учреждений ТБС, а также разработку методов снижения системных рисков, связанных с участием небанковских структур в процессах кредитного посредничества. Кроме того, была поставлена задача налаживания более тесного обмена информацией между странами-участницами через аппарат FSB для обеспечения единства подходов при проведении мероприятий реформы.

В 2015 г. была введена практика периодических проверок (*peer review*) для оценки успешности мер по усилению контроля за деятельностью теневых структур. Это способствовало активизации обмена информацией и выявлению рисков.

Все перечисленные меры позволили организовать разветвленную систему контроля за тенденциями развития теневого сектора и подготовили условия для принятия конкретных действий по ограничению негативного влияния ТБС на финансовую стабильность.

⁹ Financial Stability Board. Global Shadow Banking Monitoring Report 2017. Basel; 2018. URL: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P050318-1.pdf> (дата обращения: 18.02.2019).

¹⁰ Financial Stability Board. Policy Framework for Strengthening, Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities. Basel; 2013. URL: http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130829c.pdf (дата обращения: 15.02.2019).

В рамках второго направления регулятивной политики основное внимание было уделено разработке мер по ослаблению связей традиционных банков с теневыми структурами. В предкризисные годы банки-спонсоры активно сотрудничали с различными небанковскими институтами и предоставляли им возможность использовать свои денежные ресурсы для проведения операций. В конечном счете это открывало теневым структурам доступ к официальным источникам финансирования (например, к дисконтному окну центрального банка), которыми они не имеют права пользоваться согласно действующему банковскому законодательству.

Кроме того, банки часто практиковали включение активов теневых организаций, участвующих в операциях секьюритизации в свою бухгалтерскую отчетность под видом собственных забалансовых счетов. В результате банк получал выгоду, применяя низкие показатели риска при расчете коэффициентов достаточности собственного капитала в соответствии с правилами Базельского комитета по банковскому надзору.

Чтобы ограничить эту практику, в странах-участницах по инициативе FSB были изменены правила бухгалтерского учета. Так, Совет по бухгалтерским стандартам США предписал банкам, спонсирующим теневые учреждения, выделять их активы в своем балансе отдельной строкой и создавать под них покрытие за счет собственного капитала по более высоким нормативам. Другой пример: комиссия по банковскому регулированию Китая запретила банкам использовать траст-компании для проведения кредитных операций под видом управления имуществом. В результате этих мер подобная практика существенно сократилась, однако ее место заняли новые формы контактов китайских банков с ТБС.

В работе по ограничению связей банков с теневыми структурами существенную роль сыграли действия Базельского комитета по банковскому надзору. В 2009 г. в Соглашении Базель 2 (принятом в 2004 г.) были повышены требования к капиталу банков в отношении ликвидных средств, используемых в операциях по секьюритизации активов¹¹. В принятом позднее Соглашении Базель 3 (2010 г.) требования к капиталу банков были вновь повышены. Кроме того, был введен

(с начала 2015 г.) коэффициент краткосрочной ликвидности (Liquidity Coverage Ratio) для создания в банках дополнительного запаса денежных средств на случай массового снятия клиентами средств со счетов. Величина коэффициента должна достигнуть максимальных значений к 2019 г.

В дальнейшем правила Базеля 3 подверглись новым дополнениям и уточнениям. Были введены регулятивные требования к капиталу банков по операциям инвестирования средств в акции инвестиционных фондов (с января 2017 г.); требования маржи по операциям с деривативами (сентябрь 2016 г.), новые нормативы ликвидности (с января 2019 г.), минимальный стандарт норматива чистого стабильного фондирования (с января 2018 г.) и ряд других¹².

Как показывает анализ, меры FSB и других международных и национальных надзорных органов, направленные на укрепление позиций традиционных банков и повышение их сопротивляемости влиянию теневого банкинга, были в целом успешными. Однако наблюдаемый в последние годы быстрый рост активов и операций инвестиционных фондов, брокеров и дилеров по ценным бумагам, а также появление новых форм сотрудничества теневых учреждений с банками тормозит развитие этой тенденции. Аналитики FSB вынуждены признать, что в настоящее время банковские связи с теневым бизнесом не только не сократились, но даже находятся на более высоком уровне, чем в предкризисные годы¹³.

Еще один комплекс регулятивных мер был связан с проблемами чрезмерного уровня леввериджа и несоответствия ликвидности и сроков погашения обязательств (liquidity and maturity mismatching) в балансах теневых структур. Высокий левверидж свидетельствует об избыточном использовании небанковскими финансовыми учреждениями кредитных источников фондирования. Дисбаланс сроков и ликвидности служит дополнительным фактором, повышающим их уязвимость в условиях финансовых стрессов. Он способствует возникновению массовых «набегов» клиентов с целью досрочного изъятия средств

¹¹ Basel Committee on Banking Supervision. Proposed enhancements to the Basel II framework. Consultative document. Basel: 2009. URL: <https://www.bis.org/publ/bcbs150> (дата обращения: 15.02.2019).

¹² Basel Committee on Banking Supervision. Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools. Basel: 2013. URL: <https://www.bis.org/publ/bcbs238.pdf> (дата обращения: 15.02.2019).

¹³ Financial Stability Board. Assessment of shadow banking activities, risks and the adequacy of post-crisis policy tools to address financial stability concerns. Basel; 2017. URL: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P300617-1.pdf> (дата обращения: 18.02.2019).

и вынуждает инвестиционные фонды и другие теневые учреждения продавать активы по сниженным ценам. В конечном счете подобные катаклизмы на денежном рынке ведут к подрыву общей устойчивости финансовой системы.

Деятельность FSB в этой области можно разделить на три группы: 1) меры по укреплению позиций фондов денежного рынка (ММФ), особенно подверженных периодическим «набегам» вкладчиков; 2) изменение структурных и других аспектов деятельности операторов рынка ценных бумаг; 3) повышение прозрачности и надежности операций по секьюритизации финансовых активов.

Начнем с реформирования ММФ. В октябре 2011 г. FSB опубликовал ряд рекомендаций по ограничению возможности выкупа акций клиентами ММФ. Позднее Международная организация комитетов по ценным бумагам (IOSCO) с учетом этих рекомендаций разработала новые правила деятельности ММФ. В частности, там предусматривалась желательность реорганизации части фондов путем перевода их в другую категорию с ограниченными возможностями выкупа акций их держателями¹⁴. Кроме того, были введены новые стандарты качества активов денежных фондов. В США, где сосредоточена большая часть мировых активов ММФ, Комиссия по ценным бумагам утвердила эти изменения. В ряде стран ЕС (Франция, Люксембург, Ирландия) были приняты меры по снижению спонсорской поддержки фондов банками и ограничено право немедленного предъявления клиентами акций к выкупу.

Для упорядочения работы посредников на рынке ценных бумаг в 2013 г. были опубликованы рекомендации FSB по снижению рисков при финансировании операций с ценными бумагами¹⁵. Они касались вопросов организации многосторонних зачетов при купле-продаже бумаг, денежной оценки бумаг, используемых как обеспечение по кредитным сделкам и ряда

¹⁴ Речь идет о переводе ММФ из категории CNAV (constant net asset value) в категорию VNAV (variable net asset value). Для ММФ типа VNAV сроки предъявления держателями акций к выкупу и размер комиссии за эту операцию меняются в зависимости от еженедельных изменений средней стоимости активов (ценных бумаг в портфеле фонда), по которым наступает срок погашения. Для фондов CNAV такое условие отсутствует, стоимость акций постоянна и не зависит от стоимости активов, а выкуп акций производится немедленно после их предъявления.

¹⁵ Financial Stability Board. Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos. Basel; 2013. URL: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130829b.pdf (дата обращения: 15.02.2019).

других процедур. Особое внимание было уделено операциям РЕПО¹⁶, которые часто используются операторами рынка ценных бумаг как источник краткосрочного фондирования. Наибольший риск связан с трехсторонними РЕПО (tri-party repos), где помимо кредитора и заемщика участвует также клиринговый банк, выполняющий ряд посреднических функций (оценка бумаг, переданных в залог, клиринг платежей и др.). С этими операциями связан риск непогашения в срок внутрисуточных кредитов, предоставляемых клиринговым банком участникам сделок, что ведет к нарушению работы системы расчетов и ужесточению условий кредитования на денежном рынке. Рекомендации FSB были использованы в США, где контроль финансовых органов за действиями двух крупных банков-провайдеров трехсторонних РЕПО привел к сокращению операций с использованием внутрисуточных кредитов со 100% в 2012 г. до 5% в 2015 г. от суммы обязательств по полученным кредитам¹⁷.

Дисбаланс сроков и ликвидности служит дополнительным фактором, повышающим их уязвимость в условиях финансовых стрессов. Он способствует возникновению массовых «набегов» клиентов с целью досрочного изъятия средств и вынуждает инвестиционные фонды и другие теневые учреждения продавать активы по сниженным ценам.

В странах с развитыми фондовыми рынками были приняты и другие регулятивные меры для снижения рисков. В 2012 г. Совет по наблюдению за финансовой стабильностью США (US Financial Stability Oversight Council) ввел лимиты леверид-

¹⁶ РЕПО (repurchase agreement) — предоставление краткосрочного кредита в форме покупки кредитором ценных бумаг (как правило, государственных обязательств) с последующим выкупом их заемщиком по обусловленному курсу и уплатой процентов за пользование кредитом.

¹⁷ Financial Stability Board. Assessment of shadow banking activities, risks and the adequacy of post-crisis policy tools to address financial stability concerns. Basel; 2017:16. URL: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P300617-1.pdf> (дата обращения: 18.02.2019).

жа и ликвидности для операторов рынка ценных бумаг и других небанковских учреждений.

Еще одно направление регулирования — повышение открытости и стандартизация операций по секьюритизации финансовых активов. Как уже говорилось, массовый выпуск и наличие в портфелях инвесторов большого количества структурированных бумаг явились одной из причин возникновения и быстрого развития мирового кризиса 2007–2009 гг. По окончании острой фазы кризиса международные финансовые организации (FSB, IOSCO, BCBS) предложили ряд мер по упрощению процедур секьюритизации, предоставлению большей информации для инвесторов и урегулированию взаимоотношений между эмитентами и покупателями ценных бумаг. Среди них особое место занимает правило, согласно которому эмитент (или спонсор выпуска) должен хранить в своем портфеле *на постоянной основе* минимальный пакет выпускаемых бумаг в качестве дополнительной гарантии их надежности и высокого качества. В 2011 г. в странах ЕС был установлен минимум на уровне 5% от суммы выпуска. Аналогичный минимум был позднее введен и в США.

Была затронута также проблема рейтингов, присваиваемых кредитными агентствами выпускам структурированных ценных бумаг. В ходе кризиса выяснилось, что во многих случаях эти рейтинги существенно завышались и не соответствовали реальной рыночной ценности бумаг. В мае 2008 г. Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOSCO) был опубликован пересмотренный «Кодекс фундаментальных принципов для кредитных рейтинговых агентств»¹⁸. Рейтинговым агентствам предписывалось строго придерживаться изложенных в Кодексе правил, в частности публиковать по каждому присвоенному рейтингу разъяснение о принципах, лежащих в основе оценки.

Также были приняты меры для снижения зависимости банков от рейтинговых оценок, публикуемых кредитными агентствами. FSB разработал ряд правил, препятствующих механическому использованию рейтингов регулирующими финансовыми организациями. Большинство стран — участниц Группы 20 внесло соответствующие поправки в свое финансовое законодательство. Вместе с тем в Соглашении Базель 3 применение

рейтингов некоторых кредитных агентств при расчете коэффициентов достаточности банковского капитала было сохранено.

ЭФФЕКТ РЕФОРМ ДЛЯ УЧРЕЖДЕНИЙ ТРАДИЦИОННОГО И ТЕНЕВОГО БАНКИНГА

Рекомендации FSB и других международных финансовых организаций оказали заметное влияние на работу финансовых учреждений. О результатах этих мероприятий можно судить по ежегодно публикуемым отчетам о ходе реформ, осуществленных по инициативе международных и национальных надзорных органов в США и других странах Группы 20. В годовом обзоре «Выполнение и результаты реформ финансового регулирования стран Группы 20», опубликованном в ноябре 2018 г., подчеркивается, что «реформы придали финансовой системе большую эластичность и снизили вероятную остроту и издержки будущего кризиса»¹⁹.

Однако эффект реформ по-разному отразился на состоянии различных секторов мировой финансовой системы. Вывод о положительном влиянии реформ следует в первую очередь отнести к системе традиционного банкинга, которая, благодаря возросшей капитализации крупных банков и усилению контроля над уровнем левериджа и ликвидности, стала более устойчивой к экономическим шокам [7].

В меньшей степени тезис об эффективности мероприятий реформы уместен, когда речь идет о теневом банковском секторе. Тем не менее в материалах FRS о деятельности ТБС за 2017 г. утверждается, что в результате принятых мер системные риски, присущие предприятиям теневого сектора, якобы уже не представляют опасности для устойчивости финансовой системы: «Те аспекты деятельности теневого банкинга, которые способствовали в прошлом развитию кризиса, *более не считаются носителями рисков, угрожающих финансовой стабильности*»²⁰ (курсив автора).

¹⁹ Financial Stability Board. Implementation and Effects of the G20 Financial Regulation Reforms. 4th Annual Report. Basel; 2018. URL: www.fsb.org/wp-content/uploads/P030717-2.pdf (дата обращения: 18.02.2019).

²⁰ Financial Stability Board. Assessment of shadow banking activities, risks and the adequacy of post-crisis policy tools to address financial stability concerns. Basel; 2017:1. URL: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P300617-1.pdf> (дата обращения: 18.02.2019).

¹⁸ International Organisation of Securities Commissions. Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. Madrid: 2008. URL: [IOSCOPD 271.pdf](http://www.iosco.org/secretariat/PDF/08-01.pdf) (дата обращения: 15.02.2019).

Подобные заявления носят откровенно рекламный характер и отрицают опасность рисков теневого сектора для глобальной финансовой системы. При этом не учитывается, что регулятивные меры, принятые FSB и другими органами надзора в отношении традиционных банков и теневого сектора, имеют качественные различия²¹. Что касается традиционных (депозитных) банков, реформа затронула ряд важных показателей, определяющих базовые условия устойчивости банковской системы, таких как минимальная величина банковского капитала или достаточный уровень банковской ликвидности. Эти изменения были отражены в официальных законодательных актах подавляющего большинства стран, принявших участие в реформе.

Так, в банковских системах 24 юрисдикций были полностью приняты и зафиксированы в национальных законах рекомендации Базеля 3 по новым стандартам формирования капитала, нормативам ликвидности и допустимом уровне левериджа. То же относится к выполнению требования об установлении более высоких лимитов покрытия потерь для глобальных системно значимых банков (введено во всех юрисдикциях Группы 20) и для национальных системно значимых банков (введено в 24 юрисдикциях). Аналогичным образом отражены в законодательстве и другие меры банковского регулирования.

Иначе обстоит дело, когда речь идет о реформировании правил функционирования теневого сектора, выполняющих банковские функции. Принятые меры коснулись лишь отдельных аспектов их операционной деятельности, таких как ослабление некоторых каналов связи ТДС с традиционным банкингом, изменение условий кредитования отдельных видов сделок с ценными бумагами, ограничение практики присвоения рейтингов выпускам структурированных обязательств и ряда других аналогичных процедур. Это не отразилось на решении таких важных проблем, как укрепление капитальной базы теневого сектора, снижение разбалансированности сроков и ликвидности показателей их финансовой отчетности, возможности получения

этим учреждениями финансовой помощи от официальных структур в чрезвычайных ситуациях и других причин, определяющих повышенную неустойчивость этого сектора. Естественно, принятые меры не привели к сколько-нибудь существенному ограничению уровня рисков ТДС и снижению его негативного влияния на процессы в финансовом мире.

Вместе с тем, как свидетельствуют статистические данные, теневые структуры за последние годы демонстрируют устойчивую тенденцию к росту активов и расширению масштабов операционной деятельности. С 2013 по 2017 г. глобальная оценка активов OFIs увеличилась с 62 до 99 трлн долл., а сумма активов наиболее рискованных для финансовой устойчивости теневого сектора — с 35 до 45 трлн долл. При этом быстрый рост показывают те категории теневого сектора, которые в наибольшей степени подвержены паническому «набегам» клиентов при ухудшении конъюнктуры. Так, активы инвестиционных фондов росли в 2011–2015 гг. среднегодовым темпом 12,9%, а в 2016 г. — 8,7%²².

Говоря о причинах расширения сферы теневого банкинга и его успешном наступлении на позиции традиционных банков, следует в первую очередь указать на процесс последовательного ужесточения правил ведения бизнеса в регулируемом банковском секторе после кризиса 2007–2009 гг. Стремясь максимально снизить риски и обеспечить сохранность средств банковских вкладчиков, надзорные органы, как уже отмечалось, неоднократно повышали требования к достаточности банковского капитала в рамках рекомендаций Базеля 2 и 3, вводили новые нормативы ликвидности, ограничивали возможности совершения банками рискованных операций на фондовом рынке и т.д.

Это, в свою очередь, неизбежно приводило к росту операционных издержек и падению нормы банковской прибыли. Для сокращения потерь банки были вынуждены предъявлять более жесткие требования к финансовой обеспеченности клиентов и повышать стоимость предоставляемых услуг. Тем самым создавался устойчивый стимул для перехода части банковских клиентов (особенно лиц с низким кредитным рейтингом) на обслуживание в теневом секторе, процесс, получивший название *регулятивного арбитража* [9].

²¹ На это указывают экономисты, анализирующие сдвиги в системе теневого банкинга. Например, Шейла Джадд из канадского Института глобальных рисков отмечает: «Регулятивные меры в отношении капитала, левериджа и ликвидности оказались для теневого сектора гораздо менее строгими, чем для банков традиционного сектора. Это позволило теневым банкам принимать более высокую степень риска» [8, р. 1].

²² Financial Stability Board. Global Shadow Banking Monitoring Report 2017. Basel; 2018. URL: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P050318-1.pdf> (дата обращения: 18.02.2019).

Теневые институты менее разборчивы при выборе клиентов, предлагают более льготные условия и принимают на себя повышенные кредитные риски. Их сфера деятельности расширяется, а в результате происходит общее повышение уровня риска в финансовой системе [10].

Еще один фактор, стимулирующий повышенную активность предприятий теневого сектора, связан с применением новейших финансовых технологий, которые пользуются возрастающим спросом со стороны субъектов делового и потребительского кредитования. Примером может служить распространение в последние годы технологий финтех (FinTech) для предоставления кредитов без участия классических финансовых посредников (P2P lending) [11]. Операции проводятся в режиме онлайн на контактных площадках (matching platforms), контролируемых и управляемых теневыми финансовыми структурами²³.

В исследовании группы авторов Национального бюро экономических исследований США, посвященном связи технологий финтех с экспансией и ростом влияния ТБС, убедительно показано, что подобные операции, как правило, более удобны и доступны для участников сделок, чем кредиты в системе традиционного банкинга. В итоге, банки утрачивают часть рынка потребительских и ипотечных кредитов. Доля операций теневых структур на американском рынке ипотеки за период 2007–2015 гг. утроилась, причем на операции по технологии финтех приходится уже треть всего объема кредитов, выданных в системе ТБС [12, 13].

Поиск мер по ужесточению контроля над операциями теневых институтов будет продолжен в рамках проводимой глобальной кампании по

²³ В другой модели финтеха кредитор, как и в предыдущем варианте, вступает в непосредственный контакт с потенциальными заемщиками. Но в сделке участвует также банк-партнер, который в качестве оригинатора операции выделяет кредитные средства и продает их одному или нескольким кредиторам для последующих операций на онлайн-платформе.

укреплению финансовой стабильности в странах Группы 20. Об этом неоднократно заявляли руководители FSB²⁴. Однако, как было показано выше, подобная политика часто имеет обратный эффект. Она приводит в теневой сектор новых клиентов и стимулирует поиск новых возможностей для проведения кредитных и иных банковских операций за пределами сферы традиционного банкинга. В результате происходит накопление системных рисков в финансовой системе.

ВЫВОДЫ

Проведенный анализ показывает, что хотя теневой банковский сектор, как и вся мировая финансовая система, понес значительные потери в результате мирового финансового кризиса 2007–2009 гг., теневые структуры в последние годы активно развиваются и расширяют масштабы своей деятельности.

Проводимая в странах G20 кампания по совершенствованию методов регулирования теневого банкинга способствовала ограничению некоторых рискованных видов деятельности и процедур учреждений этого сектора, но не затронула принципиальных подходов теневых структур, которые приводят к снижению требований при выборе клиентуры и к принятию повышенных рисков. Финансовая неустойчивость теневых структур, отсутствие каналов поддержки их со стороны официальных органов и потенциальная опасность «заражения» традиционных банковских институтов при возникновении финансовых катаклизмов по-прежнему представляет реальную угрозу для экономической стабильности. В случае серьезного ухудшения условий экономического развития в мировом бизнес-сообществе подобное положение будет способствовать формированию условий для наступления нового глубокого кризисного спада.

²⁴ «Сфера деятельности теневого банкинга продолжает расширяться. Соответственно, выявление и оценка возникающих рисков остается важной задачей будущей работы» Domanski [14, p. 1].

REFERENCES

1. Claessens S., Pozsar Z., Ratnovski L., Singh M. Shadow banking: Economics and policy. IMF Staff Discussion Note. 2012;(12). URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2012/sdn1212.pdf> (accessed on 20.06.2019).
2. Fahri E., Tirole J. Shadow banking and the four pillars of traditional financial intermediation. NBER Working Paper. 2017;(23920). URL: <https://www.nber.org/papers/w23930.pdf> (accessed on 20.06.2019).
3. Irani R., Iyer R., Meisenzahl R., Peydró J. The rise of shadow banking: Evidence from capital regulation. CEPR Discussion Paper. 2018;(12913). URL: https://www.business.illinois.edu/rirani/IraniIyerMeisenzahlPeydro_CapitalShadowBanking.pdf (accessed on 20.06.2019).

4. Adrian T. Financial stability policies for shadow banking. Federal Reserve Bank of New York. Staff Report. 2014;(664). URL: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr664.pdf (accessed on 20.06.2019).
5. Van der Veer K., Klaaijzen E., Roerink R. Shedding a clearer light on financial stability risks in the shadow banking system. DNB Occasional Studies. 2015;(7). URL: https://www.dnb.nl/en/binaries/Shedding%20a%20clearer%20light%20on%20financial%20stability%20risks%20in%20the%20shadow%20banking%20system_tcm47-335296.pdf (accessed on 20.06.2019).
6. Adrian T., Ashcraft A., Cetorelli N. Shadow bank monitoring. Federal Reserve Bank of New York. Staff Report. 2013;(638). URL: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr638.pdf (accessed on 20.06.2019).
7. Thakor A. Bank capital and financial stability: An economic trade-off or a Faustian bargain? *Annual Review of Financial Economics*. 2014;6:185–223. DOI: 10.1146/annurev-financial-110613-034531
8. Judd S. Shadow banking: Non-bank credit intermediation heightens risks for the global financial system. Global Risk Institute White Paper. 2017. URL: https://globalriskinstitute.org/wp-content/uploads/2017/04/GRI_Paper-Shadow-Banking_FINAL.pdf (accessed on 20.06.2019).
9. Reinhardt D., Sowerbutts R. Regulatory arbitrage in action: Evidence from banking flows and macroprudential policy. Bank of England. Staff Working Paper. 2015;(546). URL: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2015/regulatory-arbitrage-in-action-evidence-from-banking-flows-and-macroprudential-policy.pdf?la=en&hash=E09FD7D71BB8A3F47359B8A49F5B84BA5786DE33> (accessed on 20.06.2019).
10. Martinez-Miera D., Repullo R. Markets, banks and shadow banks. European Central Bank. Working Paper Series. 2019;(2234). URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2234-6bdabecb84.en.pdf?550ef3535720629013aea9eca0aa6a33> (accessed on 20.06.2019).
11. Samitsu A. Structure of P2P lending and investor protection. Bank of Japan Research Laboratory Series. 2017;(E-6). URL: https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/lab/lab17e06.htm/ (accessed on 20.06.2019).
12. Buchak G., Matvos G., Piskorski T., Seru A. Fintech, regulatory arbitrage and the rise of shadow banks. *Journal of Financial Economics*. 2018;130(3):453–783. DOI: 10.1016/j.jfineco.2018.03.011
13. Herman A., Igan D., Solé I. The macroeconomic relevance of bank and nonbank credit: An exploration of U.S. data. *Journal of Financial Stability*. 2017;32:124–141. DOI: 10.1016/j.jfs.2017.06.009
14. Domanski D. Achieving the G20 goal of resilient market-based finance. Banque de France. Financial Stability Review. 2018;(22). URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/Domanski-BDF-FSR-Achieving-the-G20-goal-of-resilient-market-based-finance.pdf> (accessed on 20.06.2019).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Валентин Маркович Усокин — доктор экономических наук, профессор, главный научный сотрудник Национального исследовательского института мировой экономики и международных отношений им. Е. М. Примакова РАН, Москва, Россия; профессор Института экономики, математики и информационных технологий Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, Москва, Россия
Valentin M. Usoskin — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Chief Researcher, Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations, Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia;
 Prof., Institute of Economics, Mathematics and Information Technologies, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russia
 v_ouss31@mail.ru

*Статья поступила в редакцию 10.04.2019; после рецензии 25.05.2019; принята к публикации 10.06.2019.
 Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.
 The article was submitted on 10.04.2019; revised on 25.05.2019 and accepted for publication on 10.06.2019.
 The author read and approved the final version of the manuscript.*