

## ИНСТРУМЕНТИ ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА СИСТЕМЕН РИСК

СВИЛЕН Г. ТОНЕВ

## INSTRUMENTS FOR MANAGEMENT OF SYSTEMIC RISK

SVILEN G. TONEV

**ABSTRACT:** *Financial risks could be generated from many sources. The development of financial imbalances may be connected with credit booms, excessive leverage and high level of risk taken by financial institutions. When financial risks become dangerous for financial system as a whole there is systemic risk in the economy. The responsible authorities have to identify the systemic risk timely and deal with specific structural and cyclical instruments. These instruments need to address all financial markets and institutions.*

**KEYWORDS:** *imbalances, shocks, leverage, financial risk, monetary policy, macroprudential policy, instruments*

### Въведение

Своевременното разкриване на зараждащи се финансови неравновесия и предвратяване на тяхното разрастване е постоянна задача пред икономическата теория и политика. Знанията и опитът, които се натрупват в това отношение, трябва непрекъснато да се развиват, тъй като финансовата система е в процес на постоянно изменение и финансовите нововъведения променят средата за функциониране. Нарастващата взаимосвързаност между финансовите институции улеснява прерастването на един финансов риск в системен и това изисква усъвършенстване на механизма на противодействие на системни финансови рискове.

#### 1. Предпоставки за развитие на системен риск

Финансовите институции предоставят услуги като кредит, управление на риска, ликвидност на домакинствата, фирмите и държавните органи. Те могат да правят това, защото са създадени

за тези цели – да работят с чужди средства и да поемат риск, като нямаяват риска за спестителите. Но поемането на риск и прилагането на ливъридж създават възможност за възникване на системни проблеми, които може да затруднят функционирането на финансовите пазари, да навредят на реалния сектор и да наложат на обществото значителни икономически разходи. Загубите и дълбокият спад на производството, последвали кризата от 2007-2009 г., причиниха продължителна безработица и спад в доходите на големи слоеве от населението. Вземащите законодателни и управленски решения, както и надзорните органи трябваше да направят много изводи и да предприемат мерки, за да не се повтарят подобни сътресения в бъдеще.

В САЩ през 2010 г. беше приет законът Дод – Франк за реформа на финансовата система, който включва определени мерки за здравяване на финансовия надзор. Финансовите регулатори трябваше да променят начина, по който наблюдават и оценяват риска. Стремехът да се подпомогне финансовата стабилност, който е заложен в закона, не е нов, но в допълнение на микропруденциалния надзор, който съдейства за сигурността и здравината на отделните институции, беше добавено отчитане на значението на разпознаване и наблюдаване на рискове, които може да застрашат стабилността на финансовата система като цяло. Този различен подход е сърцевина на макропруденциалния надзор и дава един цялостен поглед върху финансовата система, при който отделния риск се оценява от гледна точка на неговото влияние върху другите институции и изисква предприемане на съответни действия.

Централните банки – Европейска централна банка, Федералната резервна система или за кратко Федерален резерв в САЩ, и другите регулаторни органи са насочени да подпомагат микропруденциалния надзор върху отделните институции с макропруденциален подход към надзора, предназначен да се занимава със системния риск. Регулаторните органи трябва да действат координирано, за да откриват и да отговарят на системния риск чрез установяване на здрави стандарти за системно важните институции. След кризата в САЩ се създаде

Бюро за финансови изследвания, което има задача да повиши качеството на финансовите данни, имащи огромно значение за разбиране на същността на процесите във финансовата сфера.

Регулаторните реформи целят да укрепят финансовата стабилност по два начина: първо, чрез намаляване на вероятността за финансови кризи и, второ, чрез намаляване на разходите, налагани на останалата част от икономиката, когато възникнат сътресения във финансовата система. Първата цел трябва да бъде постигната чрез група инструменти, в които попадат преди всичко новите по-високи стандарти за капитала на финансовите институции, изискванията за ликвидност, за ливъридж, лимити за концентрация на откритост, стандарти за корпоративно управление, за заплащане на ръководния персонал, стрес тестове. Втората цел трябва да се постигне чрез такива инструменти, като изисквания към системно важни финансови институции да разполагат с план за оздравяване или прекратяване на дейността, ако изпаднат във финансови затруднения, така че да възникнат възможно най-малко проблеми за техните контрагенти; също механизъм за управление на небанкови финансови институции в несъстоятелност.

В Европейския съюз също бяха предприети подобни действия чрез директиви, които задължаваха отделните страни членки да въведат макропруденциални изисквания в националното си законодателство. В България бяха въведени промени в Закона за кредитните институции и Закона за банковата несъстоятелност, приеха се нови Закон за възстановяване и реструктуриране на кредитни институции и инвестиционни посредници и Закон за гарантиране на влоговете в банките.

Развиването на система за ефективно закриване на системно важни финансови институции по начин, който избягва причиняване на проблеми, които да се разпространят във финансовата система, е ключова задача на дневния ред за подпомагане на финансова стабилност. Правилата на пазарната икономика са такива, че по-стабилна финансова система ще бъде налице, ако съществува механизъм, който позволява неплатежо-

способните институции да фалират, и ако са налице по-малко регулаторни намеси, които да пречат на затварянето на такива фирми. Един ефективен метод за решаване на проблема е да се даде на мениджърите и кредиторите стимул да наблюдават риска на техните институции, за да се избегнат загуби. Един от уроците от кризата е именно, че стимулите имат значение и регулациите сами по себе си създават стимули. Понякога тези стимули работят за подпомагане на финансовата стабилност. Но понякога регулациите, без значение с колко добри намерения са замислени, може да създадат контрапродуктивни стимули – така наречените нежелани последствия. Например, поне част от силното нарастване на финансовото посредничество, което възниква извън регулирания банков сектор, беше предизвикано от желанието да се избегне силното регулиране в този сектор. Друг пример се подсказва от последните дискусии относно въведените в ЕС тавани за бонусите на bankerите. Политиците във Великобритания още преди провеждането на референдума за излизане от Европейския съюз изразяваха загриженост, че таваните може да не постигнат желаните ефект за ограничаване на общото заплащане и по такъв начин за ограничаване поемането на риск, а може да подтикнат банките да изнесат операциите си извън Европейския съюз.

Един водещ принцип, който трябва да се следва при всяка регулация, е да се обръща внимание на стимулите, които поражда въвежданата в действие регулаторна система. Експлицитните и имплицитни правила и начините, по които те се прилагат, пораждат стимули. Тези стимули въздействат върху поведението на всички пазарни участници: финансовите посредници и техните инвеститори и клиенти, както и регулаторните органи. Втори принцип, който трябва да се следва в регулирането, е да се избягва да се работи срещу пазарните сили. Вместо това трябва да се изгради система, която впряга пазарната дисциплина да работи с подобрените регулации. Създаването на специални органи с цел да се събират данни за финансовите предприятия, изискването да се разкрива повече информация пред

обществеността и поощряването на прозрачността са важни условия за налагане на пазарна дисциплина.

## 2. Инструменти за противодействие на системен риск

Въпреки че има още много работа, която трябва да се свърши, регулаторите напредват в създаването на инструменти за прилагане на макропруденциалния подход в подпомагане на финансовата стабилност. Най-общо, макропруденциалните инструменти могат да се разделят на две групи: структурни инструменти и циклични инструменти. Структурните инструменти имат за цел да придадат гъвкавост на финансовата система в протекание на икономическия (деловия) цикъл. Тези инструменти включват основани на риска капиталови изисквания съгласно Третото Базелско споразумение, изисквания за минимална ликвидност, централизирани клирингови институции за дериватните пазари и оздравителни планове.

За разлика от тях, цикличните инструменти са предназначени да смекчават системния риск, който може да се създаде в рамките на цикъла. Според модела на финансовата система на Kiyotaki и Moore, в който всички задължения са обезпечени [3, pp. 211-248], по време на подем в икономиката стойността на обезпеченията се повишава, което благоприятства още по-голямо заемане на капитал, инвестиране и нарастване на производството. Но когато възникнат сътресения в икономиката и производството спадне, стойността на обезпеченията се понижава, това намалява кредитирането и производството спада допълнително. По такъв начин стойността на обезпеченията представлява средство за усилване и разпространяване на ефекта от временните шокове в икономиката. Brunnermeier и Sannikov развиват този модел по-нататък [1, pp. 379-421]. При икономически бум банковият капитал нараства достатъчно и може да захранва увеличаване на кредитирането. Това намалява колебанията в размера на производството и цените на активите. По-ниските колебания стимулират банките да увеличават своя ливъридж и да дават още повече заеми, така че постепенно се достига до едно равнище на предоставени заеми спрямо

привлечени средства, при което финансовата система става уязвима към отрицателни шокове. Тези модели изследват зараждането на вътрешни (ендогенни) системни рискове, които възникват и се разпространяват в рамките на икономическия цикъл.

Макропруденциалните инструменти предназначени да въздействат на тези възникващи рискове включват противоциклични капиталови буфери, буфери за поддържане на капитала и сценарии за стрес тестове. Противоцикличните капиталови буфери позволяват на регулаторите да увеличават основаните на риска изисквания за капитал, когато се прецени, че нарастването на кредита е извънредно и може да доведе до системен риск. Буферите за поддържане на капитала осигуряват увеличаване на капитала на финансовите институции над изисквания минимум в добри времена, така че когато те покриват загуби в лоши времена, тяхното съотношение за капиталова адекватност да остава над задължителния минимум. Стрес тестовете включват сценарии, които имат големи изисквания за натрупване на капитал при разгръщане на икономическа експанзия, която може да породи кредитен бум. Други циклични инструменти са ограничения за съотношения заем-към-стойност (loan-to-value) и дълг-към-доход (debt-to-income), които може да се променят по време на различните фази на цикъла. Такива инструменти са изпробвани практически в по-ранни периоди от Испания, Израел, Канада [2, pp. 87-98]. Чрез тях банките натрупват резерви при възходяща икономическа конюнктура в съответствие с данните от историческия опит за понесени загуби при различни класове активи, държани в банковите портфейли.

Оценяването и развитието на инструментите за управление на системен риск е продължителен процес. За да се изяснят всички аспекти на тяхното действие трябва да се натрупа още практически опит и да се обяснят влиянията на съпътстващи фактори при различни конкретни условия. Например опитът на Испания показва, че въпреки натрупването на резерви и налагането на ограничения на банките за кредитиране на изграждането на жилища, това не можа да предотврати

кредитната експанзия и създаването на балон в сектора на недвижимите имоти в периода 2000-2006 г. Изследванията все още оказват нееднозначни резултати при използването на макропруденциални средства за намаляване на системния риск. Много от най-често използваните инструменти са ефективни при намаляване на процикличността на кредита и ливъриджа, но тази ефективност е различна при различните видове шокове, които засягат икономиката.

Затова е важно да се засили вниманието върху ранното откриване на зараждащите се кредитни експанзии, възникването и натрупването на различни видове риск, които могат да прераснат в системен риск. Нараства значението на постоянното следене на отделни финансови показатели, колкото и в даден момент те да изглеждат като изолирани и маловажни елементи на финансовата система. Не трябва да се забравя обаче, че натрупването на количествени данни само по себе си не може да обясни причинно-следствени връзки на финансовите пазари. За това са необходими теоретични обяснения от финансовата наука и създаване на работещи хипотези и теории. Основните икономически направления, които имат богат опит в обясняването на действието на икономическите сили на търсенето и предлагането, механизма на цените и пазарното равновесие, факторите на производството, икономическия растеж, все още са длъжници по отношението на интегрирането на финансовите пазари в общите икономически модели. Съвременната икономика е все по-зависима от финансовата система, но връзките между финансовия и реалния сектор трябва да бъдат изследвани по-дълбоко. Финансовите кризи показват липсата на достатъчно ясно теоретично обяснение на възникването и разпространяването на финансовите рискове, както и на влиянието на финансовите шокове върху реалната икономика. По своята природа финансовите кризи включват нелинейни зависимости, възможности за различни равновесни състояния, временни отклонения от паритетни условия, допускащи арбитраж, които може неусетно да прераснат във финансови балони.

Макропруденциалните инструменти се съсредоточават върху разпределението на кредита в икономиката и работят чрез ограничения и преразпределения. Икономическите субекти, върху които те трябва да въздействат, имат хетерогенни икономически възприятия и очаквания, различни времеви хоризонти и различна склонност към поемане на риск. Това означава, че е различна нормата на доходност, която те очакват [4, pp. 3-64]. Следователно, различна е и дисконтираната стойност на бъдещите парични потоци, на която основават инвестиционните си решения.

Финансовата криза от 2007-2009 г. показва, че финансови неравновесия могат да възникнат и при ниска инфлация, и че ценовата стабилност подпомага финансовата стабилност, но не е достатъчно условие. На следващо място, когато финансовите пазари не функционират добре, се нарушава действието на предавателния механизъм на паричната политика към реалната икономика и тогава не могат да се постигнат целите на паричната политика. Все повече се налага разбирането, но за съжаление това не се отразява в действията на централните банки, че използването на извънредни средства на паричната политика може да бъде самостоятелен източник на финансови смущения. Необичайните условия в паричната сфера създават извънреден натиск за търсене на доходност, който води до занижаване на оценките за риск при финансовите институции.

Връзката между паричната политика и финансовата стабилност е открит въпрос, който периодично заглъхва или излиза на дневен ред. Централните банки в Европа, най-старите от които са от 17 – 18 век, първоначално не се занимават финансовата стабилност. Федералната резервна система в САЩ сама по себе си е създадена преди сто години след финансови паники, които обхващат САЩ в края на 1800-те и началото на 1900-те. След острата банкова паника от 1907 г. възниква идеята, че стабилна финансова система трябва да се осигури чрез централна банка и законът за Федералната резервна ситема се приема през 1913 г. Въпреки това сега, след Глобалната финансова криза от 2007-2009 г., отново се подлага на размисъл

ролята на централната банка за подпомагане на финансовата стабилност. След финансовата криза настъпиха редица промени в подхода към банковия надзор и се разгърнаха дискусии за взаимовръзката между паричната политика и финансовата стабилност.

Съществуват два основни подхода за ролята на паричната политика – единият приема, че тя не може да влияе върху финансовата стабилност, а другият приема, че паричната политика има значение за финансовата стабилност. Различията между двете виждания за ролята на паричната политика не трябва да се надценяват. И двете страни са съгласни, че паричната политика трябва да отчита финансовите условия като част от икономическата среда, и че цените на активите играят важна роля в предавателния механизъм на паричната политика, като могат да въздействат на съкупното търсене и инфлацията, но паричната политика не може да си поставя конкретни цели относно цените на финансовите активи. Централната банка съдейства за поддържане на финансовата стабилност, като изпълнява ролята на кредитор от последна инстанция за финансови институции изпаднали в ликвидни затруднения при наличие на добри обезпечения. Нито една от страните не твърди, че паричната политика трябва да отговаря на малки разминавания между финансовите пазари и основните икономически показатели, но и двете биха подкрепили отговор от страна на паричната политика, ако неравновесия в кредита и финансовите пазари представляват риск за ценовата стабилност в средносрочен и дългосрочен период.

До последната криза централните банки и особено Европейската централна банка и Федералният резерв използваша паричната политика за отговор на движенията на цените на активите само доколкото тези движения показваха връзка с цените на благата и състоянието на производството. Паричната политика не се използваше за въздействие върху причините, пораждащи повишаване на цените на активите, а за постфактум отстраняване на последствията от повишаване на цените и спукване на финансови балони. Има основания за по-активен

подход и използване на паричната политика за предотвратяване на финансови неравновесия и смущения преди те да са достигнали остри форми и да са засегнали реалния сектор. Паричната (и другите видове макроикономическа) политика трябва не толкова да управляват пряко отделните сегменти на финансовите пазари, а да премахват предпоставките за изкривяване на цените на отделни класове активи.

Въпросите на кредитните балони и цените на активите имат връзка с макроикономическата стабилност и стабилността на финансовата система. Финансовата криза може да възникне от високи равнища на оптимизъм относно икономиката, което може да доведе до рязко нарастване на кредита, това от своя страна да причини повишаване на цените на активите и понижаване на цената на капитала, и като следствие отново да има нарастване на кредита и предприемаческата активност. В края на краищата, ако се окаже, че очакванията са били прекалено благоприятни, инвестициите няма да могат да достигнат добра възвращаемост, някои от тях ще бъдат губещи и доверието в икономиката ще се понижи. Ще последва спад на цялостната икономическа дейност и на кредита. Не е необходимо това да бъде балон, тъй като оптимистичните очаквания се създават към даден период на основата на наличните данни. Но рязкото повишаване на цените може да доведе до възникване на балон, когато се създаде поведение, което е съвместимо само с по-натъшно нарастване на цените. Това става реалност, когато цените на активите започват да се повишават и постепенно заемодателите започнат да понижават кредитните стандарти, като разчитат само на по-натъшно повишаване на цените за покриване на евентуални загуби, вместо на способността на заемополучателя да плати. Това може да продължи, докато загубите започнат да превишават очакванията за бъдещо повишаване на цените на активите. Дали първоначалното рязко повишаване на цените на активите е породено от балон или не, е по-малко важно, отколкото изводът, че движението на цените на активите може да причини нежелателни вредни последствия за икономиката. Докато е общоприето, че лихвените проценти въздействат на

фундаменталната стойност на активите, не е така ясно в каква степен те действат по отношение на спекулативната част от повишението не цените, т.е. на финансовите балони. В такава ситуация централната банка и другите регулаторни институции трябва да преценят дали възниква системен риск от нестабилност на финансовата система и макроикономическите показатели.

За да се прецени дали да се осъществи намеса чрез предприемане на действия срещу нарастващото неравновесие, вземащите решения трябва да претеглят вероятността за подобряване на бъдещите икономически условия срещу потенциалните разходи от неподходящо ограничаване на кредитната активност. Има голяма необходимост от внимателно следене на финансовите пазари, прилагане на структурни макропруденциални инструменти за намаляване на системния риск и предприемане на противодействия при възникване на неравновесия.

Въпросът за това какви средства да използват тези, които провеждат политиката за запазване на финансовата стабилност също е дискуссионен. При сегашното равнище на знания и практически опит се отдава предпочитание на макропруденциалните средства като първа линия на защита, тъй като те могат да бъдат сравнително точно насочени към пазарите и институциите, в които се появяват рискове. Дали паричната политика ще бъде ефективна за тази цел зависи от конкретните условия. Въздействието може да зависи от лежащото в основата неравновесие. Използването на повишаване на лихвените проценти, за да се противодейства на един балон, може в някои случаи да навреди на други сфери. Освен това, паричната политика има тенденция да бъде с широкомащабно действие. Понякога, в зависимост от природата и широтата на финансовия шок, това може да бъде желаното въздействие [5, pp. 1-30]. Например, една промяна на лихвените проценти ще въздейства на всички финансови институции и пазари, независимо дали са регулирани или не.

### Заклучение

Ако възникнат достатъчно големи рискове за финансовата стабилност, това би създадо опасност и за основната цел на паричната политика – ценовата стабилност, както и за основните макроикономически цели като висока заетост и стабилен икономически растеж. В ситуация, при която макропруденциалните инструменти се оказват недостатъчни и рисковете за финансовата стабилност продължават да нарастват, паричната политика трябва да бъде приета като възможна защита. В този случай ще има близост и известно застъпване между целите на финансовата стабилност и целите на паричната политика. Паричната политика не е в състояние сама да постигне финансова стабилност, но може да съдейства за нея, наред с фискалната и макропруденциалната политика. Възможностите за съвместно използване на различни инструменти с цел предотвратяване и намаляване на финансови рискове представляват интерес за бъдещи изследвания в областта на финансовата теория.

Благодарности:

Настоящата публикация се финансира от проект РД-08-107/2016, параграф „Научни изследвания“ на Шуменския университет „Епископ Константин Преславски“.

### ЛИТЕРАТУРА

1. Brunnermeier, M., Y.Sannikov. A Macroeconomic Model with a Financial Sector. American Economic Review 104, 2014.
2. Fisher, S. Macroprudential Policy in Action: Israel. Cambridge, Mass: The MIT Press, 2014.
3. Kiyotaki, N., J.Moore. Credit Cycles. Journal of Political Economy 105, 1997.
4. Leeper, E., J.Nason. Bringing Financial Stability into Monetary Policy. Sveriges Riksbank Working Paper Series No 305, July, 2015.
5. Stein, J. Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses. Federal Reserve Bank of St. Louis Research Symposium, St. Louis, February 7, 2013.