

За необходимостта от макропруденциална политика

Полина Иванова

About the Necessity of Macroprudential Policy

Polina Ivanova

Abstract

When it comes to macroprudential policy, we are inevitably talking about financial stability and systemic risk. It is undeniable that financial stability is an important prerequisite for achieving sustainable economic growth. Therefore governments have long strived to regulate financial institutions in order to ensure their sustainability and ability to perform their duties. Before the global financial crisis of 2008 it was considered that stability could be achieved on the basis of regulation of individual financial institutions. However, the crisis has led to a rethinking of this understanding. It has brought regulators' attention to systemic risk, which is much more than the sum of the individual risks accompanying the activity of financial institutions. As a consequence, the holistic approach has also "sneaked" into financial science and imposed the need to manage risks taking into account the "full picture".

Keywords: global financial crisis, macroprudential policy, macroprudential supervision, systemic risk

JEL Code: G280

Въведение

Глобалната финансова криза от 2008 година се превръща в основен фактор за преосмисляне разбиранията за финансовата стабилност. Тя разкрива слабите места във финансовите системи по света. Въпреки, че подобни шокове не са непознати, за пръв път в икономическата история се наблюдава финансова криза от такъв мащаб, която да засегне с такава скорост толкова много икономики. Темата за системния риск придобива голяма актуалност, а на преден план излиза необходимостта от незабавна промяна на съществуващата регулаторна и надзорна рамка.

Става ясно, че регулирането и надзорът на отделните институции и присъщите за тях рискове са неефективни и недостатъчни за избягване и смекчаване на системния риск, чиято реализация води до значителни неблагоприятни ефекти върху реалните икономики. Все повече се осъзнава необходимостта от прилагане на системен, холистичен подход към финансовото регулиране, който да обхваща възможно най-широк кръг от пазари, продукти и пазарни участници.

Първата точка на настоящата статия търси отговор на въпроса "Защо е необходим макропруденциален надзор"? Отговорът на този въпрос неминуемо е свързан с факторите довели до световната финансова криза. Глобалната финансова криза е едновременно криза на моралния риск, на високия ливъридж, на регулаторния провал, на финансовия инженеринг и дерегулацията. Способността на финансовите институции сами да управляват рисковете си е сериозно надценена, а провалите на надзорните механизми се проявяват, както на национално, така и на трансгранично ниво. Отговорът на въпроса продължава с дефиниране на понятието „системен риск“, описание на неговите измерения и онагледяване на неговите три най-чести проявления, доколкото идентифицирането му е от съществено значение за прилагане на противодействащи механизми, каквито са макропруденциалните. След това се аргументира защо микро подходът, прилаган в наздора, се оказва недостатъчен за избягване на кризата. Възприятието за постигане на финансова устойчивост на база сумата от отделни здрави финансови институции, отстъпва място на един нов подход, който включва микрорегулирането допълнено с поглед върху „цялата картина“. Това е важна стъпка напред, като се има предвид че шоковете за финансовата стабилност могат да произтичат от колективното поведение на участниците на финансовите пазари, сложната

взаимовръзка между тях и от натрупаните макроикономически дисбаланси.

1. Поуките от финансовата криза

През последните десетилетия в глобалната финансова система протичат процеси на финансова либерализация, интеграция и ускоряване на технологичното развитие. Финансовата либерализация се превръща в един от основните източници на системен риск, финансовата интеграция разширява обхвата на кризисните епизоди, а финансовият инженеринг води до бърз синтез на много нови, все по-сложни финансови продукти, към които регулациите се адаптират със значително закъснение. Негативните ефекти от всички тези фактори намират своята кулминация в избухването на световната финансова криза през 2008 г. и обясняват увеличената честота на кризисните периоди през последните десетилетия.

Проучване, проведено върху извадка от 21 държави изброява 19 кризисни епизода през последните 30 години, на фона на проявлението на само една банкова криза в периода 1945 до 1970 г.¹ По-широко проучване на Световната банка за периода от 1970 до 2002 г. откроява 117 системни кризи, настъпили в 93 страни.²

Проявлението на световната финансова криза изведе на преден план актуалността на проблема със системния риск и необходимостта от промени в регулаторния и надзорен механизъм, прилаган спрямо финансовата сфера.

До същите изводи стига и групата "Дьо Ларозиер", на която през октомври 2008 г. Европейската комисия възлага да представи предложения за укрепване на европейските механизми за надзор, обхващащи всички финансови сектори, с цел създаване на по-ефективна интегрирана и устойчива европейска система за надзор.

На 25 февруари 2009 г. групата "Дьо Ларозиер" публикува своя доклад,³ в който откроява факторите и пропуските в надзорните механизми, довели до глобалната финансова криза.

Докладът твърди, че са налице фундаментални провали в оценката на риска, както от страна на финансовите институции, така и от тези, които ги регулират и контролират. Допуска се сериозно надценяване на способността на финансовите фирми като цяло да управляват рисковете си и съответно да оценяват капитала, който трябва да притежават.

Докладът подчертава значението на изключителната сложност на структурираните финансови продукти, която прави правилната оценка на риска предизвикателна дори за най-опитните участници на пазара. Освен това оценката на риска, базирана на модел, подценява експозицията към общи сътресения и по този начин цялостна експозиция към риска. Групата твърди, че стрес тестовете също често са се основавали на леки или дори грешни предположения.

Стига се до извода за липса на достатъчно познания за размера или местоположението на кредитните рискове, в т.ч. липса на прозрачност във важни сектори на финансовите пазари (вкл. в рамките на финансовите институции) и изграждането на система от "сенчесто" банкиране. Докато предназначението на секюритизирани инструменти е по-равномерно разпределяне на рисковете във финансовата система, естеството на системата прави невъзможно да се провери дали всъщност рискът се разпространява или просто отново се концентрира в по-малко видими части от системата.

В допълнение моделът „originate-to-distribute“ създава погрешни стимули. Не само размива връзката между кредитополучателя и заемодателя, но също така отклонява вниманието от кредитоспособността на кредитополучателя - често без ресурс – срещу

¹ Вж. Dumičić M., A Brief Introduction to the World of Macroprudential Policy, Journal of Central Banking Theory and Practice, 2017, p. 95.

² Вж. подр. Caprio, G., Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises, The World Bank, 2003.

³ Report of the high-level group on financial supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosière, 2009.

обезпечение. Ипотечен заемодател, който предварително е знаел, че ще прехвърли (продаде) цялата си рискова експозиция не е имал стимул да осигурява високи стандарти за отпускане на заеми.

Кредитните деривати оказват важна роля, за задействане на кризата. Пазарите на деривати бързо се разрастват (особено пазарите на кредитни деривати), а на извънбалансовите дружества (от типа на Special Purpose Vehicles – SPV) е предоставена свобода да се размножават. Надзорните органи на Европейския съюз не успяват да отчетат степента, в която редица финансови институции са акумулирали изключително висока експозиция към силно комплицирани, по-късно превърнали се в неликвидни финансови активи.

Ситуацията е значително усложнена от финансовите институции и надзорните органи подценяващи ликвидния риск. Много финансови институции не управляват матуритетния процес с достатъчна грижа. Това, което прилича на атрактивен бизнес модел в контекста на ликвидните парични пазари и положително наклонени криви на доходност (заемане на къси позиции и даване на заем на дълги позиции), се оказва опасен капан, щом ликвидността на кредитните пазари пресъхва и кривата на доходност се изравнява.

Според доклада не е обърнато достатъчно внимание на ликвидността на пазарите. Освен това твърде голямо внимание се обръща на всяка отделна институция и твърде малко на въздействието на общото развитие върху секторите или пазарите, като цяло. След като проблемите се превръщат в специфични кризи, се открояват реални проблеми на обмена на информация и колективното вземане на решения от страна на централни банки, надзорни органи и министерства на финансите.

Регулаторите и надзорните органи са съсредоточени върху микропруденциалния надзор на финансовите институции и недостатъчно върху макросистемните рискове от зараза. Силната международна конкуренция между финансовите центрове също допринася за това, националните регулаторни органи и надзорни органи да са несклонни да предприемат едностранни действия.

Групата открива сериозни ограничения в съществуващата надзорна рамка в световен мащаб, както в национален, така и в трансграничен контекст. Финансовите надзорници често не са имали и в някои случаи не са настоявали да получат, или са получили твърде късно, цялата информация, свързана с твърде големия размер на ливъриджа; те не са разбирали напълно или не са оценили размера на рисковете.

Докато възникването на дисбаланси и рискове е било широко признато и коментирано, е бил налице малък консенсус сред политиците или регулаторите на най-високо равнище за сериозността на проблема или мерките, които трябва да се предприемат. Имало е малко влияние за ранно предупреждение по отношение на действието, а според групата най-ранните предупреждения са били все пак слаби.

Докладът твърди, че международното наблюдение не функционира ефективно, тъй като не води до навременно коригиране на макроикономическите дисбаланси. Нито пък опасенията за стабилността на международната финансова система води до съществени координирани действия, например чрез Международния валутен фонд, Форума за финансова стабилност, G8 или другаде.

В резултат на своя анализ групата „Дьо Ларозиер“⁴ извежда следните по-важни фактори и провали, довели до реализирането на кризата и дава своите препоръки за реформи в регулаторната и надзорна рамка на финансовия сектор в ЕС:

- липса на адекватен макропруденциален надзор;
- неефективни механизми за ранно предупреждение;

⁴ Вж. подр.: Report of the high-level group on financial supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosière, 2009, pp. 39-42.

- проблеми в компетенциите;
- несъвместимост на надзорните практики на трансгранична основа;
- липса на откритост и сътрудничество между надзорните органи;
- липса на последователни надзорни правомощия в държавите - членки.

Към момента на изготвяне на доклада надзорната практика в Европейския съюз отдава твърде голямо значение на надзора на отделните фирми и твърде малко на макропруденциалната страна. Групата счита, че ефективният пруденциален надзор на макроравнище трябва да обхваща всички сектори на финансите и да не се ограничават само до банките. Този надзор също трябва да отчита глобалните проблеми. Пруденциален надзор на макроравнище изисква, в допълнение към решенията, взети от отделни държави-членки, да има наднационален орган натоварен с тази задача.

Въпреки че се идентифицират пруденциални рискове на макроравнище, няма механизъм, който да гарантира, че оценката на риска води до предприемане на действие. Затова Групата предлага да бъде предоставена отговорност на Европейската централна банка, която да бъде „въоръжена“ с ефективен механизъм за проверка дали рисковете, идентифицирани от макропруденциалния анализ са довели до предприемане на конкретни действия от страна на новите европейски органи и националните надзорни органи.

Практиките за оспорване на решенията на националните надзорници се доказва като неадекватен. Това е особено важно, когато една финансова институция разпространява своите дейности в страни, различни от държавата-майка, чрез субсидиари.

С разрастването на кризата в твърде много случаи надзорните органи в държавите - членки не обсъждат с уместност и на ранен етап уязвимостта на финансовите институции, които контролират. Информационният поток сред надзорните органи е далеч от оптималния, особено във фазата на натрупване на факторите, довели до кризата. Това води до ерозия на взаимното доверие сред надзорните органи. Въпреки че Групата признава въпросите на търговската поверителност и правните ограничения, свързани с искреността на дискусиите, счита, че е необходим много по-честен обмен на информация.

Съществуват съществени различия в правомощията, предоставени на националните надзорни органи на различни държави - членки, както по отношение на това, което могат да направят чрез надзора и по отношение на действията за принудително изпълнение (включително санкции), които са им достъпни, когато дадена институция е в нарушение на задълженията си. Групата препоръчва спешно преразглеждане на тези различия в правомощията и последващи действия за привеждане на всички надзорници до минимум високо ниво на стандарт.⁵

2. Системен риск - дефиниране, измерения и проява

Проявлението на системния риск се свързва с възникването на събитие със системно значение, което може да бъде стимулирано от възникването на външен шок или шок в рамките на самата финансова система и неговото разпространение.⁶

Системният риск се оказва много повече от сумата на отделните видове риск (кредитния риск, ликвиден риск, операционен риск и т.н.), които могат да бъдат директно адресирани към дадена институция. Преди финансовата криза тези видове риск обикновено се разглеждат поотделно. Взаимодействието между тях обаче води до нежелани и неочаквани последствия, когато се агрегират в системен риск. Системният риск еволюира заедно с развитието на финансовите пазари, регулациите и колективното поведение на участниците на пазара, и той може да бъде породен от регулаторен арбитраж. Даден

⁵ Вж. подр. Report of the high-level group on financial supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosière, 2009, pp. 39-42.

⁶ Вж. Vlahović, A., Challenges to the Implementation of a New Framework for Safeguarding Financial Stability, Journal of Central Banking Theory and Practice, 2014, p. 30.

финансов инструмент, институция, пазар, пазарна инфраструктура или сегмент от финансовата система може да бъде източник на системен риск, преносител на системен риск, както и да бъде засегнат от този риск. Не е лесно да се определи дали мащабът на дадено събитие е - или ще стане - системно, тъй като в турбулентни периоди, степента в която засяга други части от системата може да бъде подложена на динамични промени и оценката може да е подценена.

Системният риск може да бъде както ендегенен, т.е. резултат от колективно поведение на финансовите институции (или една от тях – системно значима институция), или екзогенен, когато източникът е извън финансовата система, напр. дисбаланси в реалната икономика.⁷ Според Zigrand⁸ „системният риск включва риска за правилното функциониране на системата както и риска, създаден от системата“. Разбира се, тези два риска могат да се припокриват. Поради многобройните връзки между реалната икономика и финансовата система е трудно да се разграничат източниците на системен риск.⁹

В Доклада на Групата на десетте системният финансов риск се определя като „риск, че едно събитие ще доведе до загуба на икономическа стойност или доверие и ще допринесе за увеличаване на несигурността в значителна част от финансовата система, която е достатъчно сериозна, за да доведе до значителни неблагоприятни ефекти върху реалната икономика“.¹⁰ Международният валутен фонд, Съветът за финансова стабилност и Банката за международни разплащания в своя доклад за Г-20 дефинира системния риск, като „риск от разстройство на финансовите услуги, причинено от влошаване на цялата финансова система или на части от нея имащо потенциал да причини сериозни отрицателни последици за реалната икономика“.¹¹ Европейската централна банка определя системния риск, като „риск, че финансовата нестабилност ще придобие такива широки размери, че ще наруши функционирането на финансовата система до степен, в която икономически растеж и благоденствие ще пострадат съществено“.¹²

Eijffinger¹³ изтъква, че системният риск, независимо от формата, в която се материализира, води до загуба на доверие и увеличена несигурност относно функционирането на финансовата система и нейните части. Концепцията за системния риск лежи върху ефекта на заразата и отрицателното въздействие върху реалната икономика.

Въз основа на сравнението между определенията за системен риск в литературата могат да се направят следните изводи:

Често се подчертава, че системният риск засяга голяма част от финансовата система или значителен брой финансови институции и се счита, че нарушава изпълнението на функции на финансовата система, като например финансовото посредничество. От друга страна, само малка част от изследователите вземат предвид загубата на доверието като последица от проявлението на системния риск;

Ключов елемент на системния риск е предаването на смущения (шокове) между взаимосвързани елементи на системата, което в крайна сметка може да има отрицателно

⁷ Вж. Smaga, P., The Concept of Systemic Risk, Systemic Risk Centre Special Paper, The London School of Economics and Political Science, 2014, p. 5.

⁸ Zigrand, J.-P., Systems and Systemic Risk in Finance and Economics, Systemic Risk Centre Special Paper No 1, 2014, p. 3.

⁹ Вж. Smaga, P., The Concept of Systemic Risk, Systemic Risk Centre Special Paper, The London School of Economics and Political Science, 2014, p. 5.

¹⁰ Group of Ten, Consolidation in the Financial Sector, Bank for International Settlement, Basel, 2001, p. 126.

¹¹ Staff of the International Monetary Fund and the Bank for International Settlements, and the Secretariat of the Financial Stability Board, Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations, Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors, October 2009, p. 6.

¹² European Central Bank, The concept of systemic risk, Financial Stability Review, December 2009, p. 134

¹³ Eijffinger, S., Defining and Measuring Systemic Risk, 2012, p. 3.

въздействие върху реалната икономика;

Преди кризата определенията поставят по-голям акцент върху ефекта на заразата и големия мащаб на този феномен. След избухването на кризата, в допълнение към значителния мащаб на този феномен, повече внимание се отделя на смущенията във функциите на финансовата система. Това води до неизпълнение на задълженията/фалити и има отрицателно въздействие върху реалната икономика, която на свой ред рядко се подчертава преди кризата;

Централните банки рядко предлагат дефиниции за системен риск. Проучването на Oosterloo и de Haan¹⁴ показва, че централните банки често се съсредоточават върху предоставянето на определения за финансова (не)стабилност, а не за финансова криза и системен риск, който обикновено се възприема като заплахата за цялата финансова система или е свързан с нарушено функциониране на платежната система.

Еволюиращият характер на системния риск означава, че излагането на финансовите институции на системния риск не зависи само от тяхната дейност, но и от външни фактори и от цикличността, т.е. излагането на системен риск може по принцип да се увеличи по време на рецесия. Следователно е трудно постоянно да се различават системните от несистемните събития и да се предскаже до каква степен системният риск ще се материализира. Оттук и потенциалните източници на системен риск следва периодично да бъдат прегледвани от макропруденциалните регулаторни органи.

Политиката на макроравнище следва да обхваща всички потенциални източници на системни рискове и цялата финансова система, както и взаимосвързаността между нейните части и между финансовата система и реалната икономика.

Според De Nicolò¹⁵ негативните външни ефекти, причинени от системен риск, включват следните ефекти:

Първо. Външни ефекти, произтичащи от сходствата в бизнес стратегиите - едновременно увеличаване на експозицията към кредитен и ликвиден риск при експанзия, в резултат на понижаването на кредитните стандарти. Прекомерното поемане на риск и засилване на корелацията между експозициите на отделните институции може да се дължи на: асиметрична информация, конкурентен натиск, характер на стимулите на банковите мениджъри, очакванията за правителствено спасяване, в случай на финансово бедствие и др.

Второ. Рязък спад в цените на активите, произтичащ от „продажбата на пожар“, особено по време на спад, когато финансови институции опериращи със свръх ливъридж са принудени да ликвидират активи.

Трето. Отрицателен външен ефект, дължащ се на високата степен на взаимосвързаност между институциите, което представлява канал за трансмисия на шокове, особено между системно значимите институции.

Приносът към системния риск на дадена институция, т.е. нейната "системна" значимост, може да варира значително според текущите пазарни условия. Институции с малко системно значение по време на бум, могат да бъдат силно "системни" по време на рецесия. Следователно, анализът на приноса към системния риск на една институция не трябва да почива единствено на нейния размер, но и на други критерии, като например степента на взаимосвързаност, която по време на криза може да служи, като канал за заразяване.¹⁶

Смята се, че системният риск има две измерения: структурно и времево.

¹⁴ Oosterloo, S., and de Haan, J., A Survey of Institutional Frameworks for Financial Stability. Occasional Studies Vol.1/Nr.4, De Nederlandsche Bank, 2003, pp. 14-15.

¹⁵ De Nicolò, G., Favara, G., and Ratnovski, L. Externalities and Macroprudential Policy. IMF Discussion Note SDN/12/05, IMF, 2012, pp. 4-5.

¹⁶ Вж. Smaga, P., The Concept of Systemic Risk, Systemic Risk Centre Special Paper, The London School of Economics and Political Science, 2014, p. 7.

Структурното измерение възниква от нестабилност на определени институции, от концентрация (еднообразие) в техните рискови експозиции или в източниците им на финансиране, от размера, структурата и концентрацията на финансовата система и от връзките (преки и косвени) между финансовите институции.¹⁷ Колкото структурата на финансовата система става по-сложна, вероятността от материализирането на системен риск потенциално се увеличава. А висока степен на взаимосвързаност на финансовите институции означава голям брой на взаимни финансови трансакции, които носят риск от неизпълнение и заразяване.

Фалитът на една системно важна финансова институция и невъзможността за изпълнение на задълженията ѝ към други финансови институции е ендегенен шок, генериран във финансовата система, прехвърлен чрез нея към други участници и водещ до проявата на системен риск. В допълнение, поради високата експозиция на финансовите институции към конкретен пазар (например: недвижими имоти или капиталов пазар), екзогенният шок от избухването на ценови балон може също да генерира системен риск. Ето защо, структурният системен риск носи риск от неизпълнение и заразяване, което може да има системен характер с всички негативни последици за реалната икономика и общото ниво на просперитет.¹⁸

Времето измерение, разбирано като натрупване (агрегиране) на системен риск във времето, включва рискове, които не произтичат пряко от дейности на една институция, а от колективното поведение, което води до засилване на нестабилността във финансовия сектор и реалната икономика, ефекти на обратната връзка, прекомерно натоварване с дълг, ливъридж, подценяване риска по време на бум и неговото надценяване по време на рецесиите.¹⁹ Именно етапа на подем на реалната икономика насърчава развитието и възхода на финансовия сектор, увеличава стойността на активите и стимулира създаването на нови продукти, които допринасят за повишаването на цените на активите. Рисковете се подценяват и вероятността за тяхното материализиране се увеличава с течение на времето. Времето измерение на системния риск насърчава цикличността, срещу което банките трябва да имат защитни механизми под формата на адекватно ниво на капитал.

Естествено, тези две измерения на системния риск са взаимосвързани, подсилват се едно друго и не могат да бъдат разглеждани изолирано. Например увеличение на нивото на концентрация на финансовата система (структурно измерение), могат да подтикнат системно значимите институции да поемат прекомерен риск във времето (времеви измерения) в резултат на повишен морален риск и очаквания за спасяване. В допълнение, прекомерното кредитиране по време на бум увеличава поемането на риска (времево измерение), което може да доведе до натрупването на банковите рискови експозиции и тяхната концентрация в определени сегменти на пазара (структурно измерение) на микро ниво (например пазара на недвижими имоти). На макро ниво цикличността може да доведе до възникване на нови, по-сложни взаимовръзки във финансовата система и между финансовата система и реалната икономика. Тези взаимовръзки могат да бъдат погледнати и от друга гледна точка. Например по време на бум печалбата и капиталът на банките се увеличава укрепвайки съпротивлението им срещу сътресения (т.е. системният риск намалява в структурно отношение), докато същевременно се натрупват дисбаланси от прекомерно кредитиране и увеличение на цени на активите (т.е. системният риск се увеличава в неговото времево измерение).

Докладът за финансовата стабилност на Европейската централна банка гласи, че

¹⁷ BIS, Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences. CGFS Papers No 38, BIS, 2010, p. 19.

¹⁸ Вж. Vlahović, A., Challenges to the Implementation of a New Framework for Safeguarding Financial Stability, Journal of Central Banking Theory and Practice, 2014, p. 31.

¹⁹ Вж. Smaga, P., The Concept of Systemic Risk, Systemic Risk Centre Special Paper, The London School of Economics and Political Science, 2014, p. 9.

системният риск може да се прояви в три основни форми: риск от заразяване, риск от макро шокове и риск от генериране на дисбаланси, които нарастват с течение на времето.²⁰ Подобно мнение споделя Trichet,²¹ според който заразата, нарастващата финансовата нестабилност във времето и съвкупните шокове са най-преобладаващите три форми на системна финансова нестабилност, както и част от присъщите характеристики на финансовите системи, които ги правят особено склонни към горните форми на системен риск.

Стабилността на отделните финансови институции не е гаранция за финансова стабилност. Необходимо е да се разгледа мрежата от тяхната взаимосвързаност, която представлява перфектен канал за прехвърляне на риска. Haldane²² заключава, че ако институцията е част от финансовата мрежа, тя носи риска от мрежата, в случай че не може ефективно да се защити сама. Все пак, дали отрицателните шокове ще се разпространяват или ще бъдат усвоени в рамките на финансовата мрежа зависи от фазата на финансовия цикъл.

Тъй като съвременните финансови системи могат да бъдат разглеждани през призмата на мрежовия анализ, като определен набор от възли - финансови конгломерати и пазари, и като директни и индиректни взаимоотношения между тях, Frait и Komarkova²³ заключават, че след световната финансова криза, в допълнение към парадигмата "твърде големи, за да фалират", се роди нова парадигма, "твърде свързани, за да фалират". Мрежовата теорията дава възможност за анализ на устойчивостта на системата към заразяване и идентификация на основните заразни задействащи механизми и канали.²⁴

Втората форма на системен риск се отнася до широко разпространения макроикономически шок, който също оказва неблагоприятно въздействие върху финансовите посредници и/или пазарите. Типичен пример на такъв шок е цикличният икономически спад, който води до материализиране на кредитния риск в балансите на банките, изразяващо се в отписването на заеми, продажба на необслужвани портфейли от заеми и други подобни. Възможно е, макроикономическият шок да се отрази и на позицията на пасивите, т.е. депозитите на банките. Макроикономическите шокове и заразяването също могат да взаимодействат, защото отслабените от съвкупните шокове банки са по-уязвими към зараза.

Третата форма на системен риск се отнася до натрупването във времето на дисбаланси във финансовите системи, в това число в период на кредитна експанзия. В литературата най-често се посочва, че нарастването на дисбалансите е резултат от:

- стадно поведение, което води до сходна или почти идентична структура на рисковите експозиции на участниците на финансовите пазари;
- ниските лихвени проценти, които насърчават прекомерното кредитиране и поемането на риск;
- увеличаване сумата на застрахованите депозити, което допълнително насърчава морала риск и прекомерното поемане на риск от банките;
- капиталови инжекции и кредитиране от последна инстанция.²⁵

²⁰ European Central Bank, (2009), "The concept of systemic risk", Financial Stability Review, December 2009, p. 135.

²¹ Trichet, J.C., Intellectual challenges to financial stability analysis in the era of macroprudential oversight, Global imbalances and financial stability, Financial Stability Review, Banque de France, 2011, p. 141.

²² Haldane, A. G., "Why banks failed the stress test", Speech given at the Marcus-Evans Conference on Stress-Testing, 9–10 February 2009, p. 5.

²³ Frait, J. and Komarkova, Z., Financial stability, systemic risk and macroprudential policy, Czech National Bank, Financial Stability Report, 2011, p. 100.

²⁴ European Central Bank, Recent Advances in Modelling Systemic Risk Using Network Analysis, summary of a workshop of the same name organised by the ECB, October 2009, p. 24.

²⁵ Вж. Vlahović, A., Challenges to the Implementation of a New Framework for Safeguarding Financial Stability, Journal of Central Banking Theory and Practice, 2014, p. 35.

3. Аргументация на макропруденциалния надзор

Финансовата стабилност е важна предпоставка за постигане на целите на макроикономическата политика. Правителствата отдавна се стремят да регулират финансовите институции, за да гарантират тяхната устойчивост и способност да изпълняват своите задължения. Поддържането на финансовата стабилност се считаше за приоритетна цел на т. нар. микропруденциална политика. Микропруденциалната политика се основава на допускането, че стабилността и сигурността на цялостната финансова система могат да бъдат постигнати посредством осъществяване на индивидуална надзорна дейност спрямо отделните финансови институции. Липсата на осъзнат системен подход в регулаторните концепции става видима през последните две десетилетия и най-вече след избухването на глобалната финансова криза през 2008 г. Взаимната обвързаност и мрежовата структура на съвременната финансова система често провокират ситуации, при които проявлението на отделни външни негативни ефекти, засягащи финансовите институции поотделно, могат да доведат до негативно въздействие, простиращо се върху цели сегменти или дори върху цялата финансова система.

Променената външна среда предполага нов поглед върху същността на отделните финансови институции. Възприетата практика на тях да се гледа като на индивидуални звена, участващи в комплексния пазарен механизъм, в последно време търпи еволюция, като същите вече започват да се оценяват и от гледна точка на своето системно значение, т.е. от гледна точка на възможността си да оказват влияние върху целия сектор, както по време на своето нормално функциониране, така и по време на кризисна ситуация.

Реалностите на съвременната финансова система предопределят необходимостта от:

- Фокусиране на надзорните и регулаторни инстанции на системно равнище, а не толкова на ниво отделна финансова институция;
- Формулиране на регулаторни стратегии на принципа на конкурентния неутралитет, т.е. всички участници в системата, които биха могли да породят нестабилност, следва да бъдат включени в обхвата на регулациите;
- Отдаване значение на пазарната самодисциплина в рамките на цялостния регулаторен режим.

Разгледаните по-горе предпоставки за нов подход към регулирането на финансовия сектор водят до обособяване на две отделни нива на надзор върху дейността на финансовите институции, а именно-регулиране на микро- и макроравнище.²⁶ Властите в много страни започнаха да изследват възможността за прилагане на холистичен (макро) подход към финансовото регулиране, намиращ израз в понятието „макропруденциална политика“. Терминът „макропруденциален“ не е нов и се свързва с „превенция“.

Макропруденциалният подход не заменя, а допълва микропруденциалната политика, отчитайки, че за да бъде постигната устойчивост в рамките на финансовата система, фокусът върху отделните институции трябва да бъде допълнен от перспектива върху цялата система. По-специално, макропруденциалният надзор е насочен към смекчаване на системните рискове, произтичащи от концентрацията и взаимосвързаността във финансовата система.

Макро и микропруденциалната политика се различават в своите цели, фокус, подход, отношение към рисковете и в набора от използваните инструменти.

Регулирането на микроравнище е насочено към отделната финансова институция и всички свързани с това надзорни дейности - лицензиране, контрол, клиентска защита. То се фокусира върху рисковете и мениджмънта на отделните финансови институции и върху защита на инвеститорите и вложителите. Фокусът върху отделните институции често не позволява откриването на рискове на системно ниво, идентифициране на корелациите между финансовите институции или тяхното потенциално системно значение. Ето защо, това често

²⁶ Вж. Георгиев, Л., Вълканов, Н., Финансово посредничество, Стено, 2014, с. 284-286.

води до пренебрегване на неблагоприятните последици, които определени институции или части от финансовата система могат да окажат върху други части от тази система и до липса на адекватни регулаторни превантивни политики, в случай на системни заплахи спрямо целия финансов сектор.

От своя страна, макрорегулирането засяга непокриваните доскоро от регулаторите сфери на системния риск, сложната система от обвързаност между отделните финансови институции и пазари, цялостната рискова изложеност на даден финансов сектор или група от системно значими посредници. Именно поради тази своя насоченост регулирането на макроравнище се нарича също така и макропруденциално регулиране. Като основна цел на макропруденциалното регулиране може да се посочи стремежът за комплексно ограничаване на риска от финансови сътресения, криещи заплахи за значителни загуби както във финансовия, така и в рамките на реалния сектор.²⁷

Коренно различно е и разбирането за произхода на риска във всеки от разглежданите подходи. За микропруденциалния надзор рискът е екзогенен (независещ от поведението на отделните участници), без да отчита, че финансовите институции могат да окажат колективно влияние върху икономическите операции и общият риск във финансовата система може да бъде по-голям от сумата на рисковете, на които са изложени отделните институции. При системния макро подход рискът вече се възприема, както като външен, така и като вътрешен, в рамките на финансовия сектор. Допускането, че самата финансова система е генератор на риск, може да бъде онагледено със следната ситуация, в която на дадена финансова институция е наложено да ограничи отпускането на нови заеми в резултат от влошено качество на кредитния портфейл. Ако това се случва обаче в условията на една системна несигурност (например финансова криза) и ограничаването на кредитната активност на разглежданата банка се приложи и от останалите участници на пазара, ще се стигне до свиване на кредитната активност в целия сектор и допълнително влошаване на икономическата активност, а от там и последващо влошаване на съвкупния кредитен портфейл. По този начин, вместо да бъде лимитиран кредитният риск, той ще бъде допълнително увеличен чрез решението на всички банки от системата да свият своята кредитна дейност.²⁸

При микропруденциалния подход инструментариумът се изгражда отдолу – нагоре, от гледна точка на рисковете, на които се излага отделната финансова институция. При макропруденциалният подход инструментариумът се калибрира с перспектива отгоре-надолу, отчитайки структурните и времеви измерения на агрегирания системен риск.²⁹

Водещ мотив при изграждане на макроконцепцията за регулиране на финансовата система следва да бъде постигането на системна стабилност, а като следващ етап - нейното гарантиране в рамките на отделните елементи на сектора. Практическата реализация на тази концепция става възможна чрез прилагането на подход отгоре-надолу, който се постига чрез анализиране на цялостната среда, в която функционира финансовата система и оценяване на значимостта на съставлящите я елементи. По този начин се търси системно и интегрирано въздействие върху целия спектър от финансови институции. За разлика от него, при микроподхода се постига ефект на синхронизация отдолу-нагоре, при който надзорните политики се разработват и прилагат спрямо всеки отделен тип финансова институция.

Като основен похват за оказване на антициклично въздействие макропруденциалното регулиране налага инструментариум за редуциране на системния риск. Така например по

²⁷ Вж. Dumičić M., A Brief Introduction to the World of Macroprudential Policy, Journal of Central Banking Theory and Practice, 2017, p. 89.

²⁸ Borio, C., Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulations? BIS Working Papers №128, 2003, p. 23.

²⁹ Вж. Dumičić M., A Brief Introduction to the World of Macroprudential Policy, Journal of Central Banking Theory and Practice, 2017, p. 99.

време на икономически ръст сред основните негови задачи следва да бъде обособяването на адекватни антициклични капиталови и ликвидни буфери, целящи противодействие на системния риск и засилване устойчивостта на финансовата система. По време на икономически спад и криза макрорегулаторните механизми следва да освободят и въведат в действие вече създадените буфери, а през това време микрорегулаторите да подпомогнат запазването на стабилността на финансовите институции.

Въпреки посочените различия между двете равнища на регулаторна практика, между двата подхода могат да бъдат открити и някои допирни моменти, които най-вече се свеждат до техните цели, рисков периметър и институционално позициониране. Това припокриване обаче е привидно. В рамките на един по-обстоятелствен анализ се установява, че допирните точки представляват по-скоро допълване, а не дублиране на регулаторните практики. Доказателство за това представлява следният пример: капиталовите и ликвидните буфери в банковото регулиране са инструменти, използвани и при двата разглеждани подхода. При регулирането на микроравнище обаче буферите ще бъдат съобразени с рисковия профил на съответната банкова институция, докато при макропруденциалния подход същите ще бъдат формирани съобразно етапите на финансовия цикъл и степента на системна рискова уязвимост.³⁰

Заклучение

Макропруденциалният надзор е сравнително нова област на икономическа политика, създадена до голяма степен в резултат на реализиралата се световна финансова криза, и затова нейната рамка все още не е усъвършенствана, дори в най-развитите страни.

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. Изследванията все още отчитат нееднозначни резултати при използването на макропруденциални средства за намаляване на системния риск.

Макропруденциалните политики могат да се разглеждат като сектор на политиката за финансова стабилност. В рамките на това обаче те се съсредоточават специално върху превенцията и основната им задача е преди всичко да се избегнат или смекчат системните рискове. Всяка държава следва да разработи модел за макропруденциален надзор, който да бъде съобразен с характеристиките на нейните национални финансови пазари, структурата на нейните национални институции за финансов надзор и всички други национални характеристики, които трябва да бъдат взети под внимание. Това се обяснява с обстоятелството, че определени рискове могат да бъдат пропуснати при обсъждането им на глобално равнище и с факта, че местните специфики на всяка една икономика изключват възможността за прилагане на един универсален модел. Това не изключва обаче необходимостта от засилване на координацията на международно ниво, което е задължително предвид силната финансова интеграция на съвременните икономики.

Използвана литература

1. Георгиев, Л., Вълканов, Н., Финансово посредничество, Стено 2014.
2. BIS, Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences. CGFS Papers No 38, BIS, 2010.
3. Borio, C., Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulations? BIS Working Papers №128, 2003.

³⁰ Osinski, J., Seal K., Hoogduin L.. Macroprudential and Microprudential Policies: Toward Cohabitation, IMF Staff Discussion Note, 2013, p. 8.

4. Caprio, G., Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises, The World Bank, 2003.
5. De Nicolò, G., Favara, G., and Ratnovski, L. Externalities and Macroprudential Policy. IMF Discussion Note SDN/12/05, IMF, 2012.
6. Dumičić M., A Brief Introduction to the World of Macroprudential Policy, Journal of Central Banking Theory and Practice, 2017, pp. 87-109.
7. Eijffinger, S., Defining and Measuring Systemic Risk, 2012.
8. European Central Bank, The concept of systemic risk, Financial Stability Review, December 2009.
9. European Central Bank, Recent Advances in Modelling Systemic Risk Using Network Analysis, summary of a workshop of the same name organised by the ECB, October 2009.
10. Frait, J. and Komarkova, Z., Financial stability, systemic risk and macroprudential policy, Czech National Bank, Financial Stability Report, 2011.
11. Group of Ten, Consolidation in the Financial Sector, Bank for International Settlement, Basel, 2001
12. Haldane, A. G., “Why banks failed the stress test”, Speech given at the Marcus-Evans Conference on Stress-Testing, 9–10 February 2009.
13. Oosterloo, S., and de Haan, J., A Survey of Institutional Frameworks for Financial Stability. Occasional Studies Vol.1/Nr.4, De Nederlandsche Bank, 2003.
14. Osinski, J., Seal K., Hoogduin L., Macroprudential and Microprudential Policies: Toward Cohabitation, IMF Staff Discussion Note, 2013.
15. Report of the high-level group on financial supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosièrè, Brussels, 25 February 2009.
16. Smaga, P., The Concept of Systemic Risk, Systemic Risk Centre Special Paper, The London School of Economics and Political Science, 2014.
17. Staff of the International Monetary Fund and the Bank for International Settlements, and the Secretariat of the Financial Stability Board, Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations, Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors, October 2009.
18. Trichet, J.C., Intellectual challenges to financial stability analysis in the era of macroprudential oversight, Global imbalances and financial stability, Financial Stability Review, Banque de France, 2011.
19. Vlahović, A., Challenges to the Implementation of a New Framework for Safeguarding Financial Stability, Journal of Central Banking Theory and Practice, 2014.
20. Zigrand, J.-P., Systems and Systemic Risk in Finance and Economics. Systemic Risk Centre Special Paper No 1, 2014.

За контакти

Полина Иванова, докторант
Икономически университет - Варна
polina.ivanova@ue-varna.bg