

Рубцов Н.Н.

ТЕНЕВАЯ БАНКОВСКАЯ СИСТЕМА

Рубцов Николай Николаевич – кандидат философских наук. Фонд выпускников МГУ. Тел.: 8 985 4205315. E-mail: intertechnologyfund@gmail.com

Аннотация. Статья посвящена теневой банковской системе, представляющей собой параллельный традиционному банковскому вид кредитного посредничества. Аналогично банковскому бизнесу теневая банковская системы осуществляет трансформацию кредита, долговых обязательств и ликвидности. По своему объему теневая банковская система составляет 60 триллионов долларов или 25–30 % мирового финансового сектора. В статье анализируется структура теневой банковской системы и ее отличительные особенности, а также системные риски, которые она вызывает.

Annotation: the article is devoted to the shadow banking system, which is a kind of parallel traditional bank credit intermediation. Similarly banking business shadow banking system performs the transformation of credit, debt and liquidity. Volume of the shadow banking system is around 60 trillion dollars, or 25-30% of the global financial sector. The article analyzes the structure of the shadow banking system, its distinctive features and system risks it causes.

Ключевые слова: теневая банковская система, секьюритизация, кредитные деривативы, ценные бумаги обеспеченные кредитами, специальные инвестиционные средства и кондуиты

Keywords: shadow banking system, securitization, credit derivatives, asset backed securities, special investment vehicles and conduits

В научной литературе термин «теневая банковская система» для обозначения альтернативного банковскому кредитного посредничества закрепился с легкой руки Пола Маккаллей (Paul McCulley) – коллеги Билла Гросса по Рімсо. Этот термин он применил в своем выступлении на Экономическом симпозиуме Федерального резервного банка Канзас Сити в 2007 г. [1].

Начало расцвета «теневой банковской системы» приходится на первую половину 90-х годов прошлого века – время бурного роста структурированных финансов, которые собственно и сформировали механизм ее

функционирования или *modus operandi*. Основой структурированных финансов явились – попытка вывести кредитный риск за рамки банковской сферы и стремление создать новые формы ликвидности или ис-точники финансирования кредитных рынков путем перевода банковских активов в забалансовую сферу с целью последующей их перепродажи.

Результатом развития структурированных финансов стало изменение способа функционирования банковской индустрии. Традиционная банковская модель генерации и финансирования кредитов называемая «порождать и удерживать» сменилась на иную – «порождать и распределять». В рамках этой новой модели банк вместо сохранения на своем балансе выданных кредитов до полного погашения стал выводить их за свои пределы. А именно, продавать или передавать забалансовым структурам – так называемым Специальным целевым средствам (SPV – Special Purpose Vehicles), как правило, создаваемым, самим же банком. Выданные банком ссуды забалансовыми структурами (SPV) объединялись в пулы, проходили андеррайтинг и продавались как ценные бумаги обеспеченные активами (ABS – Asset-Backed Securities). Модель «порождать и распределять» позволила банкам передавать, разделять и продавать связанные с кредитами риски (например, риск дефолта, риск неплаты процентов, риск изменения ссудного процента и т.д.). Кроме того, новая модель предоставила банкам широкие возможности по высвобождению собственного капитала и многократного его использования для генерации все новых и новых кредитов без каких-либо серьезных ограничений по его резервированию. В результате эмиссия, к примеру, так называемых ABS и MBS – ценных бумаг обеспеченных активами или CDOs – коллатерализированных облигационных обязательств (Collateralized Bond Obligations), а также кредитных деривативов, призванных осуществлять перевод рисков за рамки банковской сферы начала расти с огромной силой, создавая фундамент «теневой банковской системы».

Рост теневой банковской системы был обусловлен не только внутренними потребностями банков стремящихся к расширению своих кредитных возможностей посредством использования новой бизнес модели, но и потребностями кредитных рынков. Дело в том, что в последней четверти прошлого века в финансовой индустрии произошло существенное перераспределение ресурсов населения из банков в различные паевые фонды, деятельность которых была направлена на получение более высоких процентов от вложенного капитала по сравнению с депозитами, предлагаемыми банками. Совокупный объем активов под

управлением различных фондов – так в мире на протяжении последних двадцати лет рос стремительными темпами и к началу 2011 г. составил более 117 триллионов долларов США [1].

Именно эти фонды и стали основными потребителями инновационных кредитных продуктов, представляемых секьюритизацией и кредитными деривативами. К институциональным инвесторам в лице профессионально управляемых фондов следует добавить также нефинансовые компании и государственные организации, имеющие на своих счетах значительные объемы наличных средств. Для теневой банковской системы все эти структуры стали исполнять роль вкладчиков, а их свободная наличность – тем, что для традиционных банков являются депозиты.

Потребность институциональных инвесторов в структурированных финансовых продуктах была обусловлена необходимостью временного «освоения» свободной наличности, которая бы приносила доходность сопоставимую с традиционными банковскими депозитами, при той же степени ликвидности и надежности сохранения основного капитала, какой обладают последние для индивидуальных инвесторов в коммерческих банках. Почему для институциональных инвесторов именно теневые банки стали объектом временного вложения капитала? Дело в том, что страховка депозита в банковском секторе покрывает лишь незначительную сумму по сравнению с тем объемом наличности, который временно находится на счетах институциональных инвесторов в ожидании осуществления долгосрочных инвестиций. Так, к примеру, в США страховка FDIC – Федеральной корпорации страхования депозитов – покрывает лишь 250000 долларов, находящегося на депозите в банке капитала вкладчика. Теневая банковская система посредством использования структурированных финансовых инструментов как раз и позволяла институциональным инвесторам решить актуальную для них проблему временного и надежного размещения огромных свободных объемов наличности под весьма привлекательный процент. Механизмом решения этой проблемы стал рынок репо. «Репо» – это одновременное соглашение о продаже и обратном выкупе по определенной цене и на фиксированную дату каких-либо ценных бумаг, выступающих в качестве залога. Иначе говоря, соглашение РЕПО – это краткосрочный кредит под залог ценных бумаг. В рассматриваемом нами случае – в качестве залога стали выступать продукты структурированных финансов – всевозможные обеспеченные активами ценные бумаги в виде ABS, MBS или CDOs, а в качестве кредитора – институциональные инвесторы, предоставляющие теневым банкам свой свободный капитал под лик-

видное обеспечение, служащее им гарантией сохранности средств на подобии той, которой является страховка FDIC в традиционном американском банке.

Итак, рост спроса на качественное ликвидное обеспечение в виде всевозможных структурированных финансовых продуктов со стороны главного их потребителя – институциональных инвесторов, обладающих огромными объемами временно свободной наличности, вместе со смежной внутри банковской бизнес модели, стали главными причинами стремительного роста теневой банковской системы, превратив рынок репо в одну из основных ее составляющих частей. В работах различных западных исследователей – как академических, так и спонсированных государством – по-разному оценивается величина и размер теневой банковской системы. Мы за основу возьмем данные Financial Stability Board (FSB) – Комитета по финансовой стабильности, созданному в 2009 г. группой из двадцати ведущих экономик мира (G-20) для надзора за кредитными рынками. Так, согласно оценкам этого Комитета на начало 2012 г. размер активов теневой банковской системы мира составил 60 триллионов долларов [1]. Это по оценкам английской аналитической компании TheCityUK Partnering Prosperity составляет почти 60 % от объема активов 1000 самых крупных банков мира. При этом 40 % или 24 триллиона долларов от совокупного объема активов теневой банковской системы приходится на США; 37 % или 22 триллиона долларов – на Европу [2]. По оценкам Мишеля Барнье (Michel Barnier), комиссара Европейского союза по надзору за финансовыми рынками, «теневая банковская система представляет 25–30 % мирового финансового сектора». В США доля теневой банковской системы в финансовом секторе еще выше – по оценкам специалистов она составляет 35–40 % [3].

В самом широком смысле «теневую банковскую систему» можно определить в качестве «кредитного посредничества, осуществляемого организациями за пределами регулярной банковской системы». Представляя собой кредитное посредничество, теневая банковская система выполняет три основных функции аналогичных традиционному банковскому бизнесу. А именно, она осуществляет трансформацию кредита, долговых обязательств и ликвидности. Трансформация кредита – означает улучшение кредитного качества эмитированного кредитным посредником долга на основе использования механизма приоритета требований или субординации, привлечения гарантий и аккредитивов т.п. Трансформация долговых обязательств – это использование краткосрочных депозитов для обеспечения долгосрочных кредитов, благодаря которому кредитным посредником создается необходимая ликвидность для

финансирования нужд заемщика. Трансформация ликвидности означает использование ликвидных инструментов или обязательств для фондирования неликвидных активов. Характерной чертой теневой банковской системы как кредитного посредничества является активное использование ею финансового плеча или леввериджа. Финансовый рычаг здесь является аналогом принципа частичного банковского резервирования традиционного банковского дела. Отличительной особенностью леввериджа теневой банковской системой от принципа частичного резервирования бэнкинга является то, что первый применяется теневой банковской системой с еще большим размахом и бесконтрольностью.

Теневая банковская система имеет три особенности, которые принципиальным образом отличают ее от традиционной банковской. Во-первых, теневая банковская система носит нерегулируемый характер. Иными словами не существует правил и надзорного органа, которые бы нормировали и регулировали ее действия. Серьезной попыткой упорядочения деятельности теневых банков явилось поручение лидеров стран «Большой двадцатки» Комитету по финансовой стабильности (FSB) до конца 2012 г., выработать проект правил их регулирования.

Второй важнейшей особенностью теневой банковской системы является то, что она, в отличие от традиционной банковской системы, лишена доступа к источнику ликвидности, предоставляемому последней Центральными банками в случае возникновения проблем с наличностью. Так, к примеру, американские банки, у которых не хватает резервов, могут свободно занимать необходимые средства у ФРС, которая, в свою очередь, имеет право создавать деньги *ex nihilo*, т.е. из ничего.

Еще одной важной особенностью теневой банковской системы является то, что она также в отличие от традиционной банковской системы лишена доступа к гарантиям вкладов, предоставляемых государством частным лицам.

Итак, как и у традиционных банков, предмет деятельности теневых банков состоит в посредничестве между заемщиками и заимодавцами финансовых ресурсов. Теневые банки функционируют параллельно банковской системе и аналогично последней предоставляют кредиты и ликвидность, а также генерируют различные финансовые инструменты, выступающие в форме денег. Однако в отличие от банковской системы теневые банки лишены доступа к ресурсам центральных банков, а также не имеют государственных гарантий сохранности капитала. Кроме того, в отличие от банковской системы, где каждый банк сам по себе под одной крышей в состоянии реализовывать все стадии посредничества между заемщиками и заимодавцами, в теневой банковской системе та-

кое посредничество расчленено на цепь, хотя и внутренне взаимосвязанных, но, тем не менее, юридически самостоятельных отдельных структур, каждая из которых выполняет свою специфическую роль, без осуществления которой вся система кредитного посредничества попросту перестает работать.

Modus'ом operandi теневой банковской системы является широкий диапазон различных видов инновационных инструментов, техник, процедур и форм финансирования, охватываемых понятием секьюритизация, таких как, обеспеченные активами ценные бумаги (ABS – Asset-Backed Securities), обеспеченные активами коммерческие бумаги (ABCP – Asset-Backed Commercial Paper), обеспеченные долговые обязательства (CDOs – Collateralized Debt Obligations) и соглашения репо, а также, базирующихся на них, всевозможных производных продуктов более высокого уровня, таких, как кредитные деривативы.

Многоступенчатую структуру кредитного посредничества теневой банковской системы можно свести к трем основным частям:

- 1) возникновению или порождению кредита;
- 2) процессу секьюритизации или структурированию ценных бумаг основанных на кредите (объединение кредитов, эмиссия ABS, кредитная трансформация ABS посредством CDS и т.д.);
- 3) фондированию или инвестированию в инструменты структурированных финансов.

Возникновение кредита. Стартовой ступенью функционирования теневой банковской системы являются различные виды кредитов (студенческие кредиты, кредиты на покупку автомобильного транспорта, ипотечные кредиты, кредиты юридическим лицам, облигационные займы корпораций и т.д.), выданные или организованные депозитарными институтами, брокеро-дилеровскими и финансовыми компаниями.

В банковской системе США к депозитарным институтам относятся коммерческие банки, сберегательные институты и кредитные союзы. При этом 90 % всех активов депозитарных институтов принадлежит коммерческим банкам. Поэтому, говоря о депозитарных институтах в США, следует иметь в виду только коммерческие банки. В зоне евро к депозитарным или кредитным институтам – Монетарным финансовым институтам – относятся кредитные институты, центральные банки, фонды денежного рынка и финансовые институты, подпадающие под определение MFI (Monetary Financial Institutions).

Брокеро-дилеровские компании – это инвестиционные банки. Баланс этих организаций серьезным образом отличается от баланса традиционных депозитарных институтов, поскольку в отличие от последних

инвестиционные банки не принимают депозиты в качестве главных источников своего фондирования. Роль брокеро-дилеровских компаний в области кредитования все более возрастала по мере роста секьюритизации – в финансовой системе. В процессе своего развития область структурированных финансов стала главным источником конкуренции между брокеро-дилеровскими компаниями и коммерческими банками.

Финансовые компании – это или независимые финансовые компании или финансовые компании, являющиеся дочерними структурами промышленной фирмы. В США финансовые компании являются вторым по величине вслед за депозитарными институтами источником кредитования, как бизнеса, так и индивидуальных потребителей. Однако в отличие от банков, финансовые компании не принимают депозитов. Не являясь депозитарными институтами, они не подчиняются банковскому регулированию и поэтому лишены доступа к ликвидности центрального банка, а также гарантиям по вкладам. Для финансирования выдаваемых кредитов финансовые компании мобилизуют капитал путем эмиссии коммерческих бумаг и других кратко- и средне- срочных долговых инструментов.

Итак, кредиты депозитарных институтов, инвестиционных банков и финансовых компаний составляют первую или стартовую ступень функционирования теневой банковской системы.

Процесс секьюритизации или структурирование ценных бумаг основанных на кредите. Появление структурированных финансов сформировало путь перехода от традиционных финансов к теневой банковской системе. Сутью структурированных финансов явилось объединение экономических активов или финансовых ресурсов (к примеру, кредитов, облигаций, ипотечных закладных) в пулы с последующей на их основе эмиссией ценных бумаг для дальнейшей перепродажи с целью привлечения финансирования.

Секьюритизация позволила неликвидные банковские активы (кредиты и дебиторскую задолженность) превратить в ликвидные финансовые инструменты, а кредитные деривативы – обеспечить их безрисковым характером и гарантией надежности. Кроме того, структурированные финансы позволили новому способу кредитного посредничества уменьшить в сравнении с традиционным банкингом стоимость заемного капитала, а также облегчить его доступность. Но и это еще не все – теневая банковская система, возникшая на базе структурированных финансов, постепенно превратилась в существенный источник фондирования самой традиционной банковской системы, окончательно замкнув в единый круг и ту и другую.

Процесс секьюритизации – центральная ступень функционирования традиционной банковской системы – следует определенному строго последовательному порядку, каждому этапу которого соответствует специфический тип теневой банковской организации, финансируемой специфическим классом обязательств. В процессе секьюритизации активов количество этих организаций или теневых банков может существенно различаться – от 3 до 7 и даже более в зависимости от вида и качества изначально полученного кредита, а также сложности создаваемого структурированного финансового продукта. Все типы организаций или теневых банков, осуществляющих процесс секьюритизации, могут быть охарактеризованы как кондуиты или Средства специального назначения (SPV) и Структурированные инвестиционные средства (SIV). SIV и SPV представляют собой образования созданные с целью трансформации активов (кредитов) с балансов породивших их банков и финансовых организаций.

В самом простом виде процесс секьюритизации, а также соответствующие ему типы теневых банковских структур могут быть представлены следующим образом:

- объединение или «складирование» кредитов (Loan Warehousing), полученных от организаторов кредита. Процедурой объединения кредитов занимается специально учрежденная структура, называемая кондуитом или SPV. В некоторых случаях она является тем же юридическим лицом, что и банк организатор кредита. Финансирование этой структуры, как правило, происходит за счет банка организатора кредита;

- продажа объединенных в пул или пулы кредитов SIV, доверенным лицом или администратором которого обычно выступает крупный коммерческий или инвестиционный банк. SIV эмитирует ценные бумаги, обеспеченные кредитами, находящимися в его инвестиционном портфеле. При этом в зависимости от объема эмиссии SIVs могут разделяться на специализированные единичные эмитенты (Single Purpose Stanpoint Issuers) и структуры многократной эмиссии (Multiple Issuance Structures). Финансирование деятельности SIV осуществляется за счет вознаграждения или комиссий получаемых за свои услуги;

- продажа ценных бумаг, созданных SIV. В большинстве случаев эмитированные ценные бумаги напрямую не продаются администратором – учредителем SIV. Как правило, администратор продает их андеррайтеру. Таким гарантом-поручителем обычно выступает инвестиционный банк, возлагающий на себе ответственность продать приобретенные им ценные бумаги конечному инвестору. Примечательно, что порой

андеррайтер часть этих купленных ценных бумаг оставляет в своем портфеле.

Говоря о процессе секьюритизации, как центральной стадии функционирования теневой банковской системы, следует отметить, что она может осуществляться двояким образом – традиционным и синтетическим. Традиционная секьюритизация означает, что оригинатор этого процесса – банк или финансовая компания – напрямую продает и передает свои активы (кредиты) забалансовым структурам – SPV и SIV – для последующего их «преобразования» в структурированные финансовые продукты. Данная транзакция позволяет оригинатору путем превращения неликвидных активов в ликвидные обрести свободный капитал и тем самым уменьшить требования регулятора к уровню собственных средств. Более того, полученный капитал оригинатор может использовать для эмиссии новых кредитов. Синтетическая же секьюритизация означает процесс объединения традиционной секьюритизации с кредитными деривативами. Так, при синтетической секьюритизации оригинатор посредством применения кредитных деривативов передает теневым банкам SPV и SIV лишь только кредитный риск, сохраняя весь портфель выданных ссуд на своем балансе. Само значение термина «синтетический» как раз и подразумевает, что риски от одного лица к другому передаются искусственным, т.е. синтетическим образом – без продажи базисного обязательства. Переданный оригинатором теневым банкам кредитный риск преобразуется ими посредством механизма кредитных деривативов в различные виды сложных структурированных продуктов. Следует особо подчеркнуть, что синтетическая секьюритизация, т.е. секьюритизация с использованием кредитных деривативов представляет собой наиболее быстро растущий сегмент рынка структурированных финансов используемых теневой банковской системой. Различая традиционную и синтетическую секьюритизации можно заключить, что целью первой является получение более дешевых источников фондирования, а второй – хеджирование кредитных рисков.

Заканчивая рассмотрение процесса секьюритизации как срединной стадии функционирования теневой банковской системы, следует отметить, что понятие «ценные бумаги обеспеченные активами» – ABS – в силу конкретных исследовательских задач используется нами преимущественно в широком смысле. Т.е. под этим понятием понимаются все продукты секьюритизации, как традиционной, так и синтетической. Если же конкретизировать понятие ABS, то оно включает два основных класса, а точнее уровня структурированных финансовых продуктов:

- первичный или классический уровень, к которому относятся тради-

ционные ABS (ценные бумаги обеспеченные кредитами на обучение и покупку транспорта), MBS, состоящие из RMBS и CMBS (ценные бумаги обеспеченные ипотечными закладными на жилье и коммерческие строения) и, наконец, ABCP (ценные бумаги обеспеченные дебиторской задолженности предприятий и кредитных карточек);

- вторичный уровень – уровень синтетической секьюритизации и ресекьюритизации. К продуктам или инструментам этого уровня относятся: CDO (обеспеченные долговые обязательства), состоящие из CLO (обеспеченных кредитных обязательств) и CBO (обеспеченных облигационных обязательств); всевозможные синтетические гибриды CDOs – CDOs обеспеченные CDOs, ABS, RMBS и CMBS и другими структурированными продуктами; CDOs обеспеченные специфическими траншами CDO и т.п.

Фондирование или инвестирование в инструменты структурированных финансов. Созданные процессом секьюритизации финансовые продукты, приносящие процентные платежи от находящихся у них в обеспечении активов, стали в процессе эволюции финансовой системы последних десятилетий незаменимым инструментом привлечения огромного объема временно свободных наличных средств институциональных инвесторов. Эти институциональные инвесторы, прежде всего, в лице паевых взаимных фондов и хедж-фондов, обрели статус депозиторов или вкладчиков в теневой банковский системе.

Наиболее активными инвесторами среди взаимных фондов в структурированные финансовые продукты теневого банков стали фонды денежного рынка – mutual money market funds (MMMFs). На их долю приходится до 60 % от совокупного объема всех сделок с этими инструментами. MMMFs – это паевые фонды, которые главным образом инвестируют свой капитал в краткосрочные ликвидные долговые инструменты такие как государственные краткосрочные ценные бумаги, депозитарные сертификаты коммерческих банков, коммерческие бумаги, акцептированные банками векселя, а также предоставляют финансирование при помощи сделок репо. MMMFs предлагают услуги аналогичные банковским, а именно, мгновенную ликвидность и аналогичную банковским депозитам сохранность капитала. Однако в отличие от депозитарных институтов MMMFs – не обладают государственными гарантиями на сохранность вкладов.

Итак, источником финансирования теневого банковской системы выступают институциональные инвесторы в первую очередь в лице различных взаимных фондов. Основным же способом фондирования теневой банковской системы служит механизм репо.

Репо – это тип краткосрочного финансирования под залог ценных бумаг, применяемый с целью получения дохода от временно свободных наличных средств. Сделки репо также могут рассматриваться как краткосрочные обеспеченные активами кредиты, где заемщик для обретения ссуды предоставляет кредитору залог в виде ценных бумаг. Обеспечение в сделках репо может состоять из двух видов активов:

- традиционных, представляемых, к примеру, облигациями американского казначейства (Treasuries) и ценными бумагами Федеральных кредитных агентств США (Федеральным советом банков жилищного кредита, Государственной национальной ассоциацией ипотечного кредита и др.);
- не традиционных, таких как ABS, MBS, CDO, корпоративных долгов и т.д.

В зависимости от видов обеспечения депозитор может изменять размер гарантированного задатка или маржи. Маржа представляет собой инструмент контроля над активом, выступающим как обеспечение. Она предназначена для того, чтобы обезопасить депозитора от потерь вызываемых рыночными колебаниями стоимости активов выступающих в качестве обеспечения. Размер стоимости актива при этом рассчитывается как текущая рыночная его стоимость, уменьшенная на определенный процент. Размеры маржи в сделках репо различаются в зависимости от качества обеспечения и рассчитываются по формуле $(1 - C/F)$, где: C – это текущая стоимость обеспечения, а F – размер предоставляемого кредита. Так, до кризиса 2008 г. на протяжении многих лет маржа на нетрадиционные виды обеспечения ABS являющиеся основными активами теневой банковской системы была чрезвычайно низкой, как правило, около 2 %. С наступлением же кризиса и по мере его расширения она стала стремительно расти, достигнув в своем апогее почти 50 %.

Что означало такое увеличение маржи по сделкам репо? То, что функционирование теневой банковской системы превратившейся к тому времени в ведущий механизм фондирования финансовой системы почти полностью остановилось. Именно это, а не депрессия на рынке недвижимости с ее проблемами субстандартных кредитов, собственно и стало главной причиной кризиса, поставившего мировую финансовую систему на грань коллапса. И только экстраординарные меры, предпринятые центральными баками США и Европы, наводнившие финансовую систему новой ликвидностью – триллионами, созданными из воздуха денег – позволили предотвратить ее крушение, хотя и не без значительных жертв в лице банкротства ведущих инвестиционных банков и стра-

ховых компаний мира, являвшихся одними из ключевых звеньев функционирования теневой банковской системы.

Не прошло и трех лет после начала кризиса, как теневая банковская система после периода кратковременного сжатия вновь достигла предкризисных размеров и даже превзошла их. Учитывая оставшийся тем же ее нерегулируемый характер, *modus operandi* с использованием огромного леввериджа, а также еще большую роль, чем ранее, которую она приобрела в после кризисный период в фондировании, как банковского сектора, так и экономики в целом различные представители банковских регуляторов в США и Европе стали все более и более отождествлять ее с главным источником финансовой нестабильности и угрозой системного риска.

Анализ развития теневого банкинга позволяет определить целый ряд взаимообусловленных факторов, которые в своей совокупности еще более усугубляют нестабильность современной финансовой системы. Эти факторы, собственно, и превращают теневую банковскую систему в потенциального носителя системного риска. Данные факторы проистекают из процесса формирования теневой банковской системы как специфической формы выражения взаимоотношений между банками и рынками капитала.

Прежде чем обратиться к более детальному рассмотрению этих факторов следует еще раз подчеркнуть, что нестабильность и предопределенность к системному риску есть врожденное качество современной финансовой системы. Ее сущность проистекает из долга, а формируемая на его основе пирамида денег или различных форм ликвидности изначально имеет виртуальную природу и лишена внутренней стоимости. При этом, что немаловажно отметить, по мере восхождения вверх вдоль пирамиды ликвидности каждая новая форма денег в силу возрастающей степени виртуальности или производности обладает все увеличивающейся степенью неустойчивости, а структуры эту форму обслуживающие чреватые большей предрасположенностью к провоцированию системных рисков. Так, коммерческие банки, представляя собой вторичный вслед за центральными банками уровень эмиссии денег, зиждутся на принципе частичного резервирования или мультипликации, что еще более усиливает изначальную неустойчивость финансовой системы порождаемой из долга. Помимо двух базовых имманентных принципов порождения ликвидности – долга и мультипликации – процесс создания денег традиционной банковской системой потенциально неустойчив еще по двум специфическим причинам:

- 1) из-за внутренне противоречивого характера основной функции ее

жизнедеятельности – трансформации долговых обязательств или сроков их погашения. Так, принимая деньги на депозит, который, как правило, носит кратковременный характер, банки выдают кредиты на значительно более длительные сроки. И в этом коренится одна из главных проблем неустойчивости кредитных организаций, поскольку если вдруг по тем или иным причинам произойдет «набег» на банк, т.е. все вкладчики одновременно пожелают забрать свои деньги, то банк попросту пойдет ко дну;

2) из-за ее крайней подверженности процикличности. Термин процикличность означает информационную асимметрию между кредитором и заемщиком. Процикличность банков – это их способность усиливать рост или падение в деловых циклах через избыточное предложение или чрезмерное сокращение кредита в периоды финансового изобилия или финансового кризиса. Иными словами в периоды роста кредитной экспансии банковская система подогревает сама себя, создавая «пузыри»; а в периоды спадов – кредитного сжатия – склонна к саморазрушению.

Имманентная неустойчивость и специфические риски, присущие традиционной банковской системе приобретают еще более глубокий и масштабный характер на новом уровне генерации денег – сфере теневой банковской системы, посредством структурированных финансовых продуктов объединившей вместе с собой в единую цепь рынки капитала и балансы традиционных банков.

Обозначим основные факторы системного риска теневой банковской системы. Все эти факторы самым тесным образом переплетены друг с другом и представляют собой, по сути, единое целое.

1) **Учет стоимости структурированных финансовых инструментов в текущих ценах и амплификация процикличности.** Природа структурированных финансовых инструментов представляющих собой различные виды деривативных продуктов более высокой степени виртуальности, нежели чем лежащие в их основании кредиты банков, представляет собой главный источник нестабильности и системного риска теневого банкинга. Дело в том, что ABS (в широком понимании термина), являющиеся инструментами функционирования теневой банковской системы и служащие обеспечением в сделках репо, в отличие от депозитов традиционных банков представляют собой иную форму ликвидности, нежели чем наличные средства. Стоимость этой формы денег всецело подчинена колебаниям кредитных рынков. Это означает, что объем фондирования или выкупа структурированных финансовых инструментов напрямую или автоматически зависит от их сегодняшней

стоимости или так называемого учета в текущих ценах – mark-to-market accounting. (В сноску – Mark-to-market accounting – бухгалтерский метод, при котором финансовые активы отражаются в балансе по их текущей рыночной стоимости вне зависимости от того, когда намечена их реализация; метод, используется компаниями для того, чтобы отразить как действительные, так и нереализованные прибыли, и убытки в качестве регулярных доходов или убытков на основании цены активов на текущий отчетный период).

Практика оценки в текущих рыночных ценах структурированных финансов выполняющих роль обеспечения в теневой банковской системе активно стимулирует создание сомоусиливающихся циклов или процикличности. Так, когда стоимость активов падает, то при той же самой марже для получения аналогичного уровня финансирования потребуются уже больший объем обеспечения, а это неизбежно ведет к незапланированной продаже существующих на балансе активов. Более того, если у депозитора теневой банковской системы возникает новое сомнение в стоимости обеспечения, то он вправе изменить и условия фондирования, увеличив размер маржи. К примеру, вместо предоставления 95 центов за доллар он даст теперь только 90 центов. Все это незамедлительно создает существенные проблемы для осуществляющего заем средств теневого банка, поскольку для получения дополнительных 5 % финансирования, он вынужден еще более увеличить продажу своих активов. Цепная реакция продаж еще более усиливается в связи с тем, что в принципе никто толком и не знает, сколько же все эти структурированные в виде ценных бумаг активы в реальности стоят. В итоге по мере все самоусиливающегося и возрастающего падения цены оказывается, что еще недавно обладающее высокой степенью ликвидности обеспечение вдруг перестает находить покупателя – у него попросту исчезла рыночная стоимость. Именно такая ситуация, связанная с резким падением цен на структурированные финансовые продукты, и сложилась в 2008 г. на рынке репо. Казалось бы, весьма небольшой по объему сегмент рынка секьюритизированных активов в виде субстандарных кредитов повлек за собой цепную реакцию продаж и падение уровня ликвидности, которые чуть не поставили на грань коллапса всю мировую финансовую систему. Классический «набег» на банки как массовое снятие денег вкладчиками с депозитов в рамках теневой банковской системы превратился в «набег» на рынок репо. Возникший финансовый кризис в своей основе был совсем не кризисом субстандартных ипотечных кредитов, а кризисом всей структуры структурированных финансовых продуктов.

2) **Скрытый и не регулируемый левэридж.** Базовым принципом генерации ликвидности или денег в традиционной банковской системе является принцип частичного резервирования или мультипликации. При этом регулятором этого процесса выступает центральный банк посредством ставки резервирования. В теневой банковской системе имеет место иная картина. Здесь возможности эмиссии новой ликвидности не только никем не ограничены, но и в принципе потенциально безграничны. Единственным ограничением служит размер маржи между суммой залога и ссуды, выданной каждым новым кредитором в цепочке следующих друг за другом теневых банков. Такую способность теневой банковской системы аналитический сайт ZeroHedge определил в качестве «принципа частичного резервирования синтетической ликвидности» [6], а Manmohan Singh и Peter Stella – мультипликатора обеспечения [7]. Ведущим инструментом проявления «синтетической ликвидности частичного резервирования» или «мультипликатора обеспечения» теневой банковской системы является перезалог (*rehypothecation*). Перезалог означает последующее использование банками или брокерами-дилерами для фондирования собственных операций обеспечения, предоставленного клиентом по выданному ему кредиту. Объем перезалога зависит от размера маржи, а также установленных регулятором правил. Так, в США он не должен превышать 140 % от обязательств клиента по выданному ему кредиту. Предположим, клиент банка или брокера предоставил залог в 500 долларов, где 300 долларов его собственные средства, а 200 долларов заемные. В этом случае банк или брокер имеет право перезаложить активы клиента стоимостью до 280 долларов ($140\% \times \$200$). В Великобритании объем перезалога вообще лишен какого-либо государственного регулирования, т.е. он ничем не ограничен и, по сути, носит безлимитный характер. Иными словами там брокер фактически волен вообще перезаложить весь и даже более объем переданного ему клиентом обеспечения. В результате «в Великобритании эпическое отсутствие надзора позволило банкам де-факто превратиться в титаны бесконечного левэриджа теневого бэнкинга частичного резервирования – пьяную мечту любого банка» [7].

Следует отметить, что сделки по перезалогу представляют собой забалансовые операции. Это позволяет одному и тому же залогу фигурировать в отчетности различных финансовых структур, что создает очень плотную цепь взаимозависимых обязательств с огромной степенью левэриджа, когда один и тот же залог многократно используется вновь и вновь.

Объем сделок перезалога в рамках теневой банковской системы ог-

ромен – это триллионы долларов. Так, к началу кризиса 2008 г. он вырос настолько, что составил половину от всех операций теневой банковской системы. Перед коллапсом Lehman Brothers, согласно оценке IMF, при общем объеме залогов в обеспечении в теневой банковской системе в размере 10 триллионов долларов банки США получили фондирование на 4 триллиона долларов через механизм перезалога. При этом львиная доля этого фондирования поступила из Великобритании. По оценкам M. Singh и J. Aitken основой этого 4 триллионного долларового фондирования послужили многократно перезаложенные подряд активы хедж-фондов в размере 1 триллиона долларов первоначально выставленные в проводимых ими сделках в качестве обеспечения [9].

В процессе развития теневой банковской системы перезалог превратился в ведущий механизм фондирования или образования ликвидности всей финансовой системы в целом. Природа этой ликвидности носит исключительно синтетический характер, т.е. полностью лишена какого-либо реального обеспечения и представляет собой многослойную структуру кредитов, в которой один уровень залоговых обязательств служит основанием для другого. Принципом порождения этой ликвидности стал ничем не ограниченный левверидж – перезалог на основе перезалога и вновь на основе последующего перезалога.

Перезалог как «мультипликатор обеспечения» теневой банковской системы стал главной причиной крушения Lehman Brothers. С целью получения дополнительных источников ликвидности этот инвестиционный банк перевел практически все имеющиеся у него счета хедж-фондов в свое Лондонское отделение, что дало ему возможность путем многократного перезалога активов этих организаций получать много миллиардные суммы для финансирования своих операций. Однако когда движение этой долговой карусели приостановилось в следствии с возникшими сомнениями у фондирующих структур в качестве обеспечения, вся пирамида выстроенных друг над другом долгов почти в одно мгновение рухнула, подмяв под собой один из наиболее уважаемых в инвестиционном сообществе финансовых институтов. Более того, все обеспечение послужившее предметом перезалога оказалось в руках кредиторов, оставив их подлинных владельцев – херж-фонды – «с носом», т.е. без принадлежащих им по праву собственности активов. Аналогичная ситуация сложилась и в конце 2011 г., когда рухнул крупнейший брокеро-дилеровский холдинг США MF Global, который вследствие безудержного леввериджа с использованием перезалога лишил своих уважаемых и очень известных клиентов их собственных активов.

Как замечает Кристофер Элиас (Christopher Elias) величина леве-

риджа и угроза системного риска, созданные в финансовой системе забалансовыми операциями с перезалогом поражают, а та активность, которую создают теневые банковские структуры в этом направлении «может быть представляет самый большой в мире кредитный пузырь» [10].

Итак, перезалог как ведущий «мультипликатор обеспечения» теневой банковской системы, влияя посредством забалансовых трансакций триллионы долларов в виде новой ликвидности в кредитные рынки, вместе с тем многократно увеличивает их неустойчивость, постоянно создавая угрозу системного риска и стимулируя процикличность.

3) **Сложность посреднических кредитных цепочек или непрозрачность трансформации сроков исполнения долговых обязательств.** Чем длиннее цепь структур теневой банковской системы образующих единое целое в рамках кредитного посредничества, тем более эта система подвержена потенциальному риску нестабильности. Более того, сложность, взаимообусловленность и многоуровневость связей, возникающих между теневыми банками в процессе трансформации кредитных обязательств, их секьюритизации и получения фондирования таковы, что в случае наступления какой-либо проблемы в одном из звеньев цепи это способно создать эффект домино, который с легкостью может обрушить всю цепь. Так, к примеру, чем ниже уровень обеспечения выданных ссуд и длиннее цепь участвующих в кредитном посредничестве структур осуществляющих процедуру подъема качества прошедших секьюритизацию активов до степени требований необходимых для их продажи фондам денежного рынка или другим конечным инвесторам, тем больший риск и нестабильность присущи этому процессу.

Наибольший внутренний источник нестабильности теневой банковской системы, как, в прочем, и традиционной, находится в сфере трансформации сроков долговых обязательств, когда долгосрочные активы кредитуются посредством краткосрочных обязательств. Однако для теневой банковской системы в отличие от традиционной процесс этой трансформации чреват гораздо большей степенью нестабильности и всевозможными рисками вплоть до риска системного.

Дело в том, что теневая банковская система, по сравнению с традиционной, лишена ряда стабилизирующих факторов, присущих последней. Так, у теневой банковской системы отсутствует возможность, в случае наступления проблем, иметь доступ к «дисконтному окну» центральных банков для пополнения ликвидности, а также у неё нет государственных гарантий относительно сохранности сбережений вкладчи-

ков. Собственно эти особенности теневой банковской системы делают ее изначально крайне хрупкой, превращают ее в заложника стихии рынка со всеми его прелестями резких ценовых колебаний, «набегов» на изъятие вкладов и преднамеренного манипулирования стоимостью активов.

В рамках традиционной банковской модели, краткосрочное фондирование и долгосрочное кредитование осуществляется на балансе банка – так сказать под одной крышей. Кредиты рассматриваются как инвестиции. Портфель кредитов во избежание рисков не возврата носит диверсифицированный характер, а риск «набега» и других непредвиденных ситуаций на банк страхуется созданием резервов и аккумуляцией безопасных активов. Трансформации сроков долговых обязательств в теневой банковской системе осуществляется по-другому – через цепь отдельных специфических процедур, каждой из которых соответствует определенный тип теневого банка. Так, кредиты после их возникновения выводятся за баланс и продаются. Затем они секьюритизируются в ABCs. Затем транши ABC ре-секьюритизируются в CDOs, которые опять могут вновь ре-секьюритизироваться в другие CDO и т.д. Затем все эти секьюритизированные финансовые продукты через механизм репо передаются фондам денежного рынка, взамен SIVs на короткий срок получают соответствующее фондирование, которое тут же инвестируется в долгосрочные активы.

Многочленная процедура трансформации сроков долговых обязательств в теневой банковской системе позволяет делить, дробить и распылять кредитные риски. Однако она никоим образом не элиминирует кредитный риск как таковой. Наоборот раздробив его на части, она порождает целый пучок новых рисков, специфичных каждому отдельному звену цепи. Более того, все эти новые риски в совокупности, но уже на новом уровне, увеличивают риск финансовой системы как таковой.

Аналогично коммерческим банкам, которые нуждаются в постоянном возобновлении депозитов для фондирования кредитов и обеспечения ликвидностью своих клиентов, теневая банковская система для тех же самых процедур нуждается в постоянном кредитовании своих ABCs со стороны институциональных инвесторов. При этом способность традиционных банков возобновлять депозиты зависит от их репутации как надежного института и качества кредитного портфеля, который они имеют. Способность же теневой банковской системы возобновлять фондирования ABCs зависит от качества структурированных продуктов и ссуд предоставленных их оригинаторами. При этом любое даже самое слабое

сомнение в качестве структурированных продуктов, а также надежности стоящего за ними обеспечения может тут же заставить инвесторов отказаться от возобновления кредитования ABSs вообще или же существенно пересмотреть его условия в сторону ужесточения. Такая ситуация в лучшем случае будет иметь самые негативные последствия для отдельных институтов теневого банкинга, а в худшем учитывая размер и роль, которые приобрела теневая банковская система в фондировании кредитных рынков и экономики в целом, поставит всю финансовую систему на грань дисбаланса. За примерами того и другого развития событий далеко ходить не надо. Крушение крупнейших финансовых институтов 2008г. поставивших мировую финансовую систему на грань коллапса говорит само за себя.

Взаимосвязанность теневых банковских структур с традиционной банковской системой. Теневая и традиционная банковские системы самым тесным образом переплетены друг с другом. Более того, они попросту не могут существовать друг без друга, поскольку представляют собой две стороны одной и той же медали – современного кредитного рынка. Стоит напомнить, что само по себе появление и развитие теневой банковской системы было обусловлено насущными потребностями именно традиционных банков, стремящихся вывести за пределы своих балансов кредитные риски и путем этого через создание и применение структурированных финансовых инструментов повысить свою доходность. Неудивительно, что коммерческие банки зачастую стали составлять часть цепи теневых банков, а также явно или неявно поддерживать теневые банковские структуры в процессе трансформации ими ликвидности и сроков исполнения долговых обязательств. Кроме того, традиционные банки явились одними из самых активных инвесторов в структурированные финансовые продукты, эмитируемые теневой банковской системой. Более того, для традиционных банков теневая банковская система в последнее десятилетие превратилась в один из основных источников наряду с домохозяйствами и корпорациями своего собственного фондирования или кредитования.

Такая взаимозависимость и взаимосвязанность традиционной и теневой банковских систем означает их крайнюю степень чувствительности к проблемам друг друга. Так в случае падения или краха какого-либо института в структуре теневой банковской системы может привести к такому эффекту домино, который поставит под удар стабильность всей финансовой системы в целом. Примеров подобного развития событий за последние два десятка лет более чем предостаточно. Тесная взаимосвязанность эти двух систем кредитного рынка, активно использующих

леверидж и структурированные финансовые продукты, представляющие собой различные уровни концентрации, как правило, ничем необеспеченных обязательств, неизбежно приводит к усилению процикличности и усиливает возможности генерации ценовых пузырей, особенно когда структуры обоих этих систем инвестируют в одни и те же активы в виде секюритизированных продуктов или деривативных позиций.

Литература и примечания

1. <http://wallstreetwarzone.com/global-shadow-banking-system-a-%E2%80%9980%98ticking-bomb-%E2%80%999>
2. Fund Management. October 2011. TheCityUK - www.thecityuk.com
3. <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/speeches/slides-0314-at.pdf>
4. <http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/?start>
5. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/32033fc2-7f39-11e1-b3d4-00144feab49a.html#axzz26_wk4VFLU
6. <http://www.zerohedge.com/news/shadow-rehypotheccation-infintc-leverage-and-why-breaking-tyrrany-ignorance-only-solution>
7. <http://www.voxeu.org/article/other-deleveraging-what-economists-need-know-about-modern-money-creation-process>
8. <http://www.zerohedge.com/news/why-uk-trail-mf-global-collapse-may-have-apocalyptic-consequences-eurozone-canadian-banks-jeffe>
9. M. Singh и J. Aitken. The (sizable) Role of Rehypotheccation in the Shadow Banking System. IMF Working Paper. 10 July 2010. P.10-11
10. http://newsandinsight.thomsonreuters.com/Securities/Insight/2011/12_-_December/MF_Global_and_the_great_Wall_St_re-hypotheccation_scandal