

Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности (ДФФС)

октябрь 2010 года

Аналитическое резюме

Глобальная финансовая система по-прежнему переживает период значительной неопределенности и остается ахиллесовой пятой экономического подъема. Хотя в рамках базисного сценария ожидается продолжение текущего подъема, которое приведет к постепенному укреплению балансов, со времени апрельского выпуска «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» (ДФФС) 2010 года продвижение к стабильности мировых финансов затормозилось. Недавние потрясения на рынках суверенных долговых обязательств в Европе подчеркнули возросшую уязвимость банковских и суверенных балансов, вызванную кризисом. Впоследствии финансовая ситуация улучшилась благодаря решительным мерам директивных органов, которые помогли стабилизировать рынки финансирования и уменьшить риски больших отклонений, но на рынке сохраняется значительная неопределенность. Объем мирового производства рос согласно ранее сделанным прогнозам, при этом темпы роста в странах с формирующимся рынком были особенно высокими. Развитые страны переходят от временной поддержки к более самостоятельному спросу частного сектора. Тем не менее, суверенные балансы очень уязвимы по отношению к резким переменам в экономическом росте, что делает устойчивость долговой ситуации менее определенной. В этой связи директивные органы должны провести следующие важнейшие реформы, с тем чтобы обеспечить жизнеспособную глобальную финансовую систему и сохранить подъем: 1) решить унаследованные проблемы в банковском секторе, в том числе провести, если необходимо,

рекапитализацию; 2) укрепить основные параметры суверенных балансов;
3) продолжать разяснять и конкретизировать реформу в сфере регулирования,
используя существенные предложения по улучшению Базельского комитета
по банковскому надзору (БКБН).

Остановка в продвижении в направлении финансовой стабильности была вызвана потрясениями на рынках суверенных долговых обязательств в Европе, где возросшая уязвимость банковских и суверенных балансов стала вызывать опасения участников рынка. Существующие проблемы устойчивости ситуации с суверенным долгом в сочетании с концентрацией случаев пролонгации краткосрочного долга и недиверсифицированная база инвесторов сделали некоторые государства зоны евро уязвимыми по отношению к трудностям в области финансирования. Эти трудности распространились на банковский сектор и повысили вероятность реализации мрачного сценария сокращения кредита, замедления роста и ослабления балансов активов и пассивов. Энергичные ответные меры на национальном и наднациональном уровне для преодоления суверенных рисков и укрепления доверия к финансовой системе, в том числе, в частности, путем предоставления подробных сведений о банковских балансах, помогли стабилизировать рынки финансирования и уменьшить риски, но ситуация остается нестабильной.

В главе 1 этого доклада содержится анализ трудностей стран с развитой экономикой, которые преодолевают наложение проблем замедленного подъема, более высокого уровня долга и объема пролонгации и все еще нарушенной работы финансового сектора. Доклад начинается с предпосылки, согласно которой частные и

суверенные балансы будут по-прежнему укрепляться в условиях постепенного улучшения экономической ситуации, а наряду с важными мерами стабилизации реализуются меры политики для решения унаследованных проблем в важнейших банковских системах. Несмотря на это, более высокие макроэкономические риски ухудшения ситуации и усиливающиеся трудности в области суверенного финансирования могут создать сложные условия, требующие искусного маневрирования в сфере экономической политики.

В Европе координированные программы поддержки и объявление об амбициозных бюджетных реформах в странах, сталкивающихся с наибольшими трудностями с финансированием, помогли сдержать потрясения в зоне евро после их быстрой эскалации в мае. При этом суверенные риски остаются повышенными, так как рынки по-прежнему обращают пристальное внимание на высокое бремя государственного долга, неблагоприятную динамику роста и возросшие риски пролонгации, а также на взаимосвязи с банковской системой. Банки второго уровня и банки в странах, где суверенные спреды остаются под давлением, имеют лишь ограниченный доступ к рынкам финансирования и сталкиваются с растущими издержками. Хотя правительства ввели национальные и наднациональные механизмы поддержки, с тем чтобы обеспечить продолжение работы рынков, для неуклонного наращивания стойкости финансовой системы необходимы последовательные решительные меры политики.

В США финансовая стабильность повысилась, но в банковской системе сохраняются очаги уязвимости. Хотя банки смогли мобилизовать значительный объем капитала, а предполагаемые потребности представляются не очень высокими,

для противодействия недавним тенденциям к сокращению доли заемных средств (левериджа) и, вероятно, выполнения новых нормативов, вытекающих из реформы системы регулирования в США, может стать необходимой мобилизация дополнительного капитала. Слабость в секторе недвижимости создает дополнительную проблему в США. Явно небольшие потребности банков США в капитале в большой степени отражают значительные масштабы спонсируемых государством предприятий и других мер государственного вмешательства, без которых эти потребности были бы существенно выше. Это подчеркивает масштабы передачи риска от частных балансов на государственные, а также необходимость преодоления бремени, возлагаемого на государственные учреждения.

В Японии в ближайшей перспективе нарушение в работе рынка государственных облигаций остается маловероятным. До настоящего времени стабильная база внутренних сбережений и внушительный профицит по счету текущих операций уменьшают необходимость привлечения финансирования из внешних источников. Со временем факторы, поддерживающие сейчас рынок облигаций Японии (высокие частные сбережения, предпочтение внутреннему рынку и отсутствие альтернатив активам, деноминированных в иенах), как ожидается, будут ослабевать по мере старения населения и сокращения рабочей силы.

В целом страны с формирующимся рынком оказались очень стойкими по отношению к суверенным и банковским трудностям в странах с развитой экономикой, и большинство продолжало пользоваться доступом на международные рынки капитала. Трансграничные вторичные эффекты в основном были ограничены регионами со значительными экономическими и финансовыми связями с зоной евро.

В условиях текущего замедления роста в странах с развитой экономикой, страны с формирующимся рынком, как правило, становятся все более привлекательными для инвесторов в силу своих относительно прочных основных показателей и более высокого потенциала экономического роста. Это смещение в глобальном распределении активов, скорее всего, будет расти, пока сохраняются эти относительные различия. Вместе с тем, потенциальное наращивание макрофинансовых рисков, вытекающее из массового притока капитала, в том числе из-за избыточного спроса на внутренних рынках и, возможно, возросшей волатильности, остается проблемой для стран, выигрывающих из-за этого продолжающегося перераспределения активов.

Меры по преодолению рисков

Директивным органам во многих странах с развитой экономикой потребуются преодолеть взаимодействие медленного роста, растущей суверенной задолженности и все еще шаткого положения финансовых организаций. Кроме того, необходимо будет создать основы нового режима регулирования финансовой системы.

Преодоление унаследованных проблем в банковской системе. Доверие к финансовому сектору еще не было восстановлено в полном объеме. Положительным обстоятельством является улучшение нормативных коэффициентов достаточности капитала банков и уменьшение глобального уровня списания активов и резервов на покрытие убытков по кредитам. Наша оценка списания стоимости банковских активов за период с 2007 по 2010 год несколько снизилась: с 2,3 трлн долл. в апрельском

выпуске ДГФС 2010 года до 2,2 трлн долл. сейчас, что было вызвано в основном снижением убытков по ценным бумагам. Кроме того, банки дополнительно продвинулись в процессе признания этих активов, более чем три четверти уже отразили их в отчетности, при этом остаются непризнанными приблизительно 550 млрд долларов. Однако успехи в преодолении ближайших трудностей с банковским финансированием были менее заметными: в следующие 24 месяца потребуется пролонгировать почти 4 трлн долл. банковского долга. В результате необходимо будет тщательно определить последовательность процесса свертывания чрезвычайных мер поддержки финансовой системы, в том числе отмены государственных гарантий банковского долга, и тщательно спланировать этот процесс. Санация и/или реструктуризация более слабых финансовых организаций (путем закрытия, рекапитализации или слияния) остается приоритетной задачей, с тем чтобы рынки финансирования могли вернуться к нормальным условиям, а отрасль улучшила свое состояние. Для оказания, в случае необходимости, содействия должны существовать национальные и наднациональные механизмы поддержки.

Укрепление основных параметров суверенных балансов. В краткосрочной перспективе в тех странах, которые непосредственно сталкиваются с трудностями, суверенным балансам следует обеспечить достаточную наднациональную поддержку. В среднесрочном плане динамика суверенных балансов должна следовать надежной траектории, с тем чтобы обеспечить устойчивость государственных финансов (см. октябрьский выпуск «Перспектив развития мировой экономики» 2010 года и «Бюджетный бюллетень» от ноября 2010 года). Суверенные риски рефинансирования следует преодолевать за счет мер по управлению долгом, которые удлиняют средние

сроки погашения, если это позволяют условия на рынке. Составной частью плана должно быть также управление условными обязательствами государства и их сокращение с использованием ценовых механизмов.

Разъяснение и конкретизация реформ в области регулирования. Основная часть предложенной программы финансовых реформ остается незавершенной.

Международные органы, занимающиеся разработкой правил, добились успехов в выявлении наиболее вопиющих недостатков глобальной финансовой системы в преддверии кризиса, но государства-члены еще не договорились о конкретных аспектах реформ. Решение проблемы структур, слишком важных, чтобы позволить им обанкротиться, укрепление стимулов и ресурсов надзорных органов, а также создание макропруденциальной системы все еще обсуждаются. Дальнейшее продвижение потребует готовности поступиться внутренними интересами на благо более стабильной и более успешной глобальной финансовой системы. Чем скорее реформы могут быть уточнены, тем скорее финансовые организации смогут сформулировать свои стратегические приоритеты и бизнес-модели. При отсутствии такого прогресса недостатки системы регулирования будут сохраняться в течение некоторого времени и увеличивать вероятность возобновления финансовой нестабильности.

В рамках продолжающейся работы мы приветствуем недавние предложения БКБН, которые означают значительное повышение качества и количества капитала по сравнению с докризисной ситуацией. В частности, обычные акции будут составлять большую долю капитала и создадут тем самым более широкие возможности для покрытия убытков. Кроме того, сумма нематериальных и квалифицированных активов, которые могут включаться в капитал, будет ограничена (15 процентами). К их

числу относятся активы в форме отсроченных налогов, права на обслуживание ипотеки, существенные инвестиции в обычные акции финансовых организаций и другие нематериальные активы. Были разработаны механизмы поэтапного введения, с тем чтобы дать банкам возможность перейти к этим более высоким стандартам в основном за счет нераспределенной прибыли. Когда глобальная финансовая система стабилизируется и подъем мировой экономики станет уверенным, следует рассмотреть вопрос о полном выводе нематериальных активов и сокращении переходного периода. Это повысит стойкость банковского сектора к преодолению любых будущих шоков, которые могут возникнуть. Поэтому крайне важно продвигать общую программу реформ. Введение обоснованной системы микропруденциального регулирования недостаточно. Необходимо разработать надлежащие нормативные положения наряду с макропруденциальным подходом для уменьшения процикличности и ограничения системных эффектов финансовых организаций, ряд которых не является банками.

В целом директивные органы не могут ослаблять работы по сокращению рисков рефинансирования, укреплению балансов и реформе систем регулирования. Как стало очевидным в нескольких случаях за последние три года, условия в глобальной финансовой системе сейчас потенциально могут перейти от благоприятных к кризисным очень быстро. С учетом этой ситуации, директивным органам не следует терять возможностей для укрепления и рекапитализации банковской системы, решения проблемы структур, слишком важных, чтобы позволить им обанкротиться, сокращения условных обязательств, и вывод государственных финансов суверенных заемщиков на надежную траекторию. В условиях все еще нестабильной ситуации необходимо отчасти сохранить государственную поддержку, оказывавшуюся в последние годы

банкам. Планируемую стратегию сворачивания нетрадиционных мер денежно-кредитной и финансовой политики, возможно, придется отложить до тех пор, пока ситуация не станет более прочной. В то же самое время необходимо обеспечить, чтобы чрезвычайная поддержка имела временный характер, поскольку она не может заменить восстановление и реформирование финансовых секторов, а также согласование стимулов для построения более прочных балансов и сокращения принятия чрезмерных рисков.

Перед странами с формирующимся рынком стоят другие задачи экономической политики, поскольку большинство рисков для финансовой системы связано с улучшением ситуации. Многим будет необходимо преодолевать последствия относительного успеха, когда сохранение стабильности будет зависеть от их способности решать проблему резкого увеличения притоков портфельных инвестиций. Традиционные меры макроэкономической политики, возможно, в некоторых случаях потребуются дополнить макропруденциальными мерами, поскольку первые могут быть не совсем достаточными для преодоления макрофинансовых трудностей, связанных с конкретными внутренними условиями, такими как инфляционное давление или вздутые цены на активы. Меры для решения проблемы высоких и нестабильных потоков капитала хорошо известны (см. главу 4 апрельского выпуска ДГФС 2010 года и Справку с изложением позиции персонала МВФ 10/04). Кроме того, странам с формирующимся рынком следует по-прежнему проводить политику, направленную на стимулирование развития национальных финансовых систем, с тем чтобы создать потенциал поглощения и безопасного и эффективного распределения более высоких объемов потоков капитала через посредников.

Глава 2. Системный риск нехватки ликвидности

Одной из определяющих характеристик кризиса была глубина и продолжительность системного нарушения снабжения ликвидностью важнейших рынков финансирования, то есть одновременной и длительной неспособности финансовых организаций пролонгировать краткосрочное финансирование или заручиться новым краткосрочным финансированием на различных рынках и в разных странах. В главе 2 рассматривается этот эпизод и показано, как банки стали более уязвимыми по отношению к проблеме финансирования в результате нескольких факторов: новые поставщики оптового финансирования, которые были менее стабильными источниками; более широкое использование рынков обеспеченных кредитов (соглашений РЕПО) на основе обусловленных циклом высоких стоимостных оценок залога (в особенности, структурированных кредитных инструментов); процессы, не обеспечивающие достаточного «запаса прочности» залога; растущее использование трансграничного краткосрочного финансирования долгосрочных активов в иностранной валюте; недостатки в инфраструктуре смежных рынков; нехватка информации о контрагентских рисках. Важно, что многие не были осведомлены о масштабах взаимодействия между банками и небанковскими организациями в использовании рынков краткосрочного финансирования. Поэтому когда центральным банкам пришлось принять меры для стабилизации рынков, они были вынуждены предоставлять ликвидность небанковским организациям, принимать более разнообразные виды залога в качестве обеспечения своих кредитов, открывать линии

международных валютных свопов и предпринимать другие действия, которые в совокупности привели к возникновению вопросов о моральном риске, остающихся нерешенными.

Добиться успехов в смягчении системных рисков ликвидности трудно, и эти успехи непросто измерить, поскольку рынки финансирования состоят из разнообразных организаций, взаимодействующих на нескольких рынках, инфраструктура каждого из которых имеет различные характеристики. В главе 2 этот вопрос рассматривается как для организаций, так и для рынков. Текущие предложения сосредоточены на микропруденциальных мерах, направленных на увеличение буферных запасов ликвидности и сокращения несоответствий активов и обязательств в отдельных банках, наиболее заметными являются предложения БКБН. Преодоление системных рисков ликвидности путем увеличения буферных запасов ликвидности в одной организации, хотя и приносит плоды, не полностью защищает от общесистемной нехватки ликвидности. В этих условиях центральным банкам, скорее всего, потребуется выступить в роли поставщика ликвидности последней инстанции для поддержки рынков и организаций. Во избежание чрезмерного использования механизмов центральных банков и для минимизации морального риска, система предотвращения рисков ликвидности должна ориентироваться на обеспечение того, чтобы банки и другие организации, считающиеся важными для преобразования ликвидности и сроков погашения, вносили в какой-то форме вклад в страхование от системных рисков в благоприятные времена. Для того чтобы это было результативным, необходимо будет разработать надежный показатель системных рисков ликвидности. Вместе с тем, для надлежащего измерения и мониторинга системных рисков

ликвидности требуется устранить существенные пробелы в данных.

Хотя смягчение системных рисков ликвидности на уровне организаций, безусловно, является частью решения проблемы, рынкам финансирования также требуется уделять внимание. Меры для повышения эффективности работы рынков обеспеченного финансирования, таких как рынки РЕПО, могут снизить системные риски и не допустить превращения ограничений ликвидности в проблемы платежеспособности. В частности, более совершенные правила по стоимостной оценке обеспечения, правила о «запасе прочности» залога и использование центральных контрагентов могут содействовать уменьшению факторов уязвимости. Необходимой задачей политики является также предотвращение массового изъятия средств инвесторами из взаимных фондов денежного рынка. В этой главе не рекомендуется использовать стабильную чистую стоимость активов (ЧСА) для инвестиций в такие фонды, с тем чтобы инвесторы лучше понимали, что стоимость их инвестиций будет колебаться в зависимости от состояния рынка. Это положение необходимо будет вводить осмотрительно и в период стабильных условий финансирования для гарантии того, чтобы такое изменение не привело к массовому изъятию средств, которое оно и призвано предотвратить. Другие меры, например, предложенные для банков (увеличение буферных запасов ликвидности и сокращение преобразования сроков погашения), также могут применяться для преодоления рисков ликвидности в этих фондах. В тех случаях, когда не вводится гибкая ЧСА, крайне важно, чтобы на такие фонды распространялись те же самые требования, что и на депозитные организации.

Глава 3. Кредитные рейтинги

Недавнее возрастание суверенных кредитных рисков и случаи снижения рейтингов по структурированным кредитным инструментам в последние два года подчеркнули значение агентств кредитного рейтинга для финансовой стабильности. Приводит ли объем информации, содержащийся в рейтингах, к негативным последствиям для финансовой стабильности, или вопрос заключается в том, как их используют?

В главе 3 проливается свет на данный вопрос, при этом основное внимание уделяется рейтингам суверенного долга.

Использование рейтингов предписывается в ряде систем регулирования, прежде всего в требованиях по минимальному размеру капитала банков в рамках стандартизированного подхода системы «Базель-II». Многие структуры частного сектора (пенсионные фонды, страховые компании и взаимные фонды) используют рейтинги или индексы, основанные на рейтингах, для принятия инвестиционных решений. Центральные банки также применяют рейтинги в своих правилах о залоге. Сдвиги в распределении активов на основе снижения рейтингов, например, ниже инвестиционной категории, могут дестабилизировать ситуацию, вызвав вынужденную продажу и так называемые «эффекты резкого перепада» в ценообразовании для таких ценных бумаг. В этой главе делается вывод о том, что рейтинги действительно имеют значение для установления цен на суверенные долговые обязательства и что такие эффекты резкого перепада наиболее заметны, когда рейтинги опускаются ниже барьера инвестиционной категории. Более того, даже до фактического снижения ранние

предупреждения, сделанные через сообщение о «негативных перспективах» или рекомендацию о «наблюдении», передают еще больший объем информации до снижения и оказывают еще большее воздействие на рыночные цены.

Что касается точности, то суверенные рейтинги, как было установлено, неплохо себя оправдали. Суверенные заемщики, допустившие дефолт в период с 1975 года, имели в годы перед дефолтом рейтинги ниже инвестиционной категории, что свидетельствует о том, что порядковый рейтинг, который, как заявляют агентства, они используют, является обоснованным. Вместе с тем, недавние изменения в типах рисков, которые принимают на себя суверенные заемщики (такие как условные обязательства от банковского сектора), означают, что более полная публичная информация о суверенных рисках была бы полезной для рейтинговых агентств и инвесторов.

Агентства кредитного рейтинга пытаются составить стабильные рейтинги «на протяжении цикла», с тем чтобы пойти навстречу клиентам, которым дорого обходится частое изменение решений о купле-продаже, основанных на рейтингах. В этой главе показано, что типичный метод сглаживания, применяемый, по крайней мере, одним рейтинговым агентством, вероятно, будет содействовать процикличности рейтингов по сравнению с методом, который точно отражает текущую информацию «на конкретный момент». Это объясняется тем, что подход «на протяжении цикла» предусматривает ожидание того момента, когда ухудшение приобретет более постоянный характер и превысит одну ступень. Однако это часто означает, что задержка снижения рейтинга усугубляет уже негативную динамику качества кредита.

В целом в главе предлагаются следующие меры для смягчения некоторых

неблагоприятных побочных эффектов, создаваемых, возможно, рейтингами и рейтинговыми агентствами для финансовой стабильности.

- Во-первых, органам регулирования следует удалить ссылки на рейтинги в своих нормативных положениях, где они, скорее всего, приводят к эффектам резкого перепада, и поощрять инвесторов полагаться на свою собственную надлежащую проверку. Аналогичным образом, центральным банкам следует также создать свои подразделения кредитного анализа, если они принимают залог со встроенными кредитными рисками.
- Во-вторых, если рейтинги по-прежнему используются в стандартизированном подходе системы «Базель-II», агентства кредитного рейтинга должны подвергаться такому же строгому надзору, как и банки, использующие метод на основе внутренних рейтингов: они должны сообщать кредитные данные, проводить ретроспективную проверку моделей рейтингов и проводить тесты точности на основе фактических данных.
- В-третьих, органам регулирования следует ограничивать поиск агентств, предлагающих наиболее высокий рейтинг, и конфликты интересов, вытекающие из бизнес-модели с оплатой услуг эмитентом, требуя предоставления инвесторам более полной информации. Бизнес-модель с оплатой услуг инвесторами сложно поддерживать из-за невозможности ограничивать доступ к рейтингам и их характеристики общественного блага, поскольку они агрегируют труднодоступную частную

информацию. Поэтому уменьшение конфликтов интересов в конструкции модели с оплатой услуг эмитентом путем раскрытия любых полученных предварительных рейтингов и методов оплаты рейтингов является предпочтительным.