

## Тезисы для прессы по главе 1. «Преодоление наследия кризиса и решение новых задач, связанных с обеспечением финансовой стабильности»

Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности (ДФС), апрель 2010 года

### Основные положения

- По мере того как экономический подъем набирает силу, состояние глобальной финансовой системы улучшается, но риски для стабильности остаются повышенными.
- Суверенные риски стран с развитой экономикой могут подорвать рост стабильности и перевести кредитный кризис в новую фазу.
- Необходимы меры политики, направленные на уменьшение суверенных рисков с помощью тщательно разработанных стратегий бюджетной консолидации; на преодоление наследия кризиса и содействие плавному процессу сокращения заемных средств, с обеспечением возможности для поддержания кредитной деятельности прочными, жизнеспособными банками, образующими ядро системы.
- В перспективе необходимо решительно продвинуться вперед в реализации программы реформ регулирования и завершить переход к более безопасной, устойчивой и динамичной глобальной финансовой системе.

В условиях усиления экономического подъема состояние глобальной финансовой системы со времени октябрьского выпуска 2009 года ДФС улучшилось (рис. 1). Однако риски для стабильности остаются повышенными из-за все еще непрочного характера подъема и продолжающегося процесса оздоровления балансов.

Суверенные риски стран с развитой экономикой могут подорвать рост стабильности и перевести кредитный кризис в новую фазу.

Ввиду меньшей готовности рынков поддерживать уровень левиреджа — как на балансах банков, так и на балансах правительств, — и изъятием ликвидности в качестве составной части свертывания мер в рамках политики антикризисной поддержки возникли новые риски для финансовой стабильности. Первоначально премии за суверенный кредитный риск существенно повысились в основных странах, наиболее пострадавших от кризиса. В последнее время спреды расширились в ряде стран с высоким уровнем задолженности, где имеются фундаментальные факторы уязвимости, так как обеспокоенность по поводу долгосрочной

Рисунок 1. Карта глобальной финансовой стабильности

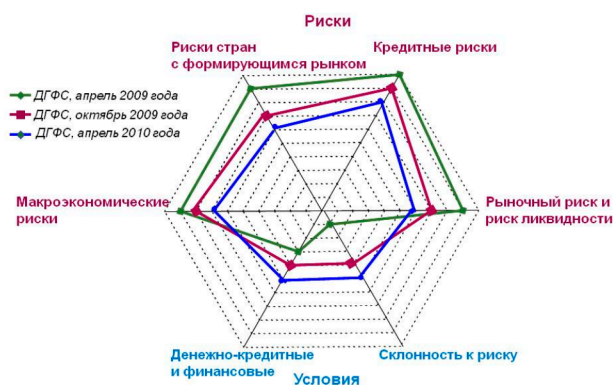


Рисунок 2. Четыре стадии кризиса

(Спреды по десятилетним суверенным свопам, в процентах)



устойчивости бюджета вылилась в напряженность на рынках суверенного финансирования, которая может вызвать трансграничные вторичные эффекты (рис. 2). Последующая передача суверенных рисков в банковские системы и ответная реакция, проявляющаяся через экономику, могут подорвать финансовую стабильность.

**Глобальная банковская система пытается преодолеть проблемы наследия и решить дальнейшие задачи, связанные с процессом сокращения заемных средств.**

Улучшающиеся экономические условия и условия финансового рынка уменьшили ожидаемые списания банковских активов (с 2,8 трлн долларов США до 2,3 трлн долларов США), и состояние банковского капитала существенно улучшилось (рис. 3). Но в

некоторых сегментах банковских систем стран уровень капитализации остается низким и сохраняются значительные риски

ухудшения ситуации. Медленный прогресс в решении проблемы слабых банков может усложнить процесс свертывания чрезвычайных мер в рамках политики антикризисной поддержки.

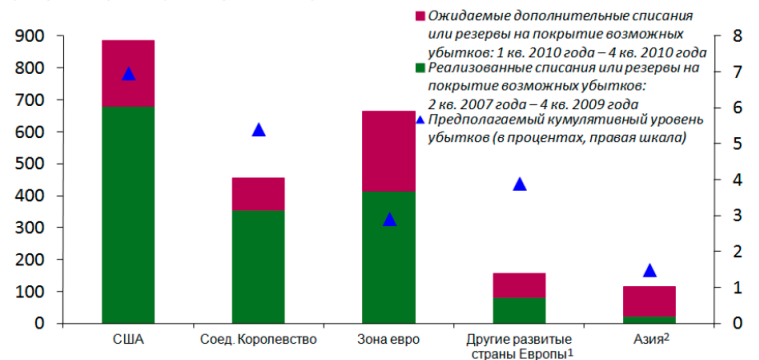
Отсутствие решительных мер в отношении слабых финансовых организаций может сыграть роль балласта, сдерживающего рост. Банки должны пересмотреть свои бизнес-модели, привлечь дополнительный капитал, снизить балансовые риски и стабилизировать финансирование (рис. 4).

**Восстановление кредита будет медленным, неактивным и неравномерным,** поскольку банки продолжают оздоравливать свои балансы. Несмотря на слабое восстановление спроса на частный кредит, растущие потребности правительств могут натолкнуться на ограниченное предложение кредита. Меры политики, направленные на преодоление ограниченности кредитного потенциала, наряду с регулированием бюджетных рисков, должны способствовать облегчению давления на предложение кредита и спрос на него.

**Происходящий с различной скоростью глобальный экономический подъем создает проблемы, связанные с обеспечением стабильности в странах с формирующимся рынком.** Перспективы высоких темпов роста, повышающихся валютных курсов и растущих цен на активы притягивают потоки портфельных инвестиций в страны Азии и Тихоокеанского региона (исключая Японию) и Латинской Америки, между тем как важную роль играют также факторы отталкивания — в частности, низкие процентные ставки в основных странах с развитой экономикой. Пока имеются лишь ограниченные данные о завышенных

стоимостных оценках активов в различных странах, за исключением некоторых «горячих точек» на местных рынках. Однако текущие условия, характеризующиеся высоким уровнем внешней

**Рисунок 3. Реализованные и ожидаемые списания или резервы на покрытие возможных убытков банков по регионам**  
(В млрд долларов США, если не указано иное)

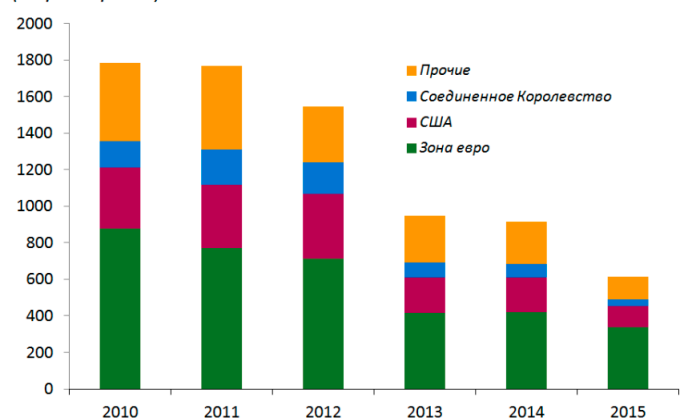


Источник: оценки персонала МВФ.

<sup>1</sup>Включают Данию, Исландию, Норвегию, Швецию и Швейцарию.

<sup>2</sup>Включает Австралию, САР Гонконг, Новую Зеландию, Сингапур и Японию.

**Рисунок 4. Пролонгация долга банков по срокам погашения**  
(В млрд долларов США)



Источник: Moody's.

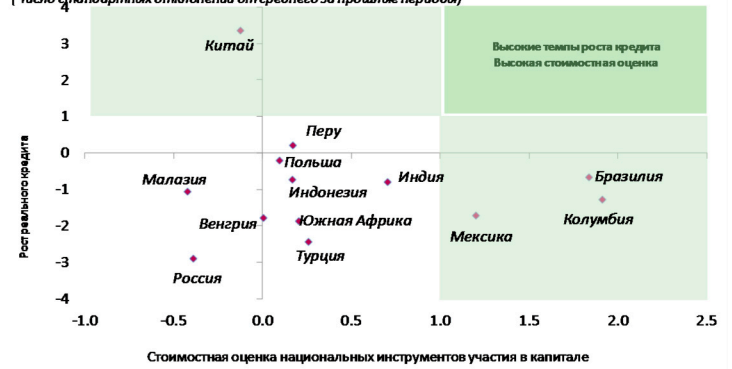
и внутренней ликвидности и устойчивым ростом кредита, потенциально могут привести к ускорению инфляции и вздутию цен на активы в долгосрочной перспективе (рис. 5). Директивные органы принимали меры в ответ на растущие потоки капитала, но для обеспечения длительной финансовой стабильности необходима постоянная бдительность.

**Для поддержания темпа снижения системных рисков требуются дальнейшие действия директивных органов в ряде ключевых областей.** Важнейшее значение имеет тщательное регулирование суверенных

рисков. Правительствам необходимо разработать надежные среднесрочные планы бюджетной консолидации для ограничения растущего бремени долга и недопущения перехода кредитного кризиса в новую фазу. Директивным органам необходимо создать условия для того, чтобы этот следующий этап процесса сокращения заемных средств протекал гладко. Крайне важно быстро провести санацию нежизнеспособных финансовых организаций и реструктуризацию слабых организаций, имеющих коммерческое будущее, с тем чтобы обеспечить возможность для окончательного свертывания чрезвычайных мер в рамках политики антикризисной поддержки, а также для того, чтобы устойчивое ядро жизнеспособных финансовых организаций было в состоянии поддерживать кредит.

**С точки зрения дальнейшей перспективы, необходимо быстро продвигаться вперед в направлении реформ системы регулирования, но вводить их таким образом, чтобы учитывать текущие экономические и финансовые условия.** Продолжающееся укрепление капитальной базы банковского сектора поможет подготовить финансовую систему к изменениям нормативной основы достаточности капитала, с тем чтобы обеспечить банкам большую определенность относительно их будущих моделей ведения деятельности. Решение проблемы финансовых организаций, «слишком больших, чтобы позволить им обанкротиться», имеет решающее значение для восстановления рыночной дисциплины и защиты суверенных балансов.

Рисунок 5. Рост реального внутреннего кредита и оценка стоимости инструментов участия в капитале  
(Число стандартных отклонений от среднего за прошлые периоды)



Источники: МВФ, база данных издания «Международная финансовая статистика»; оценки персонала МВФ.

## Тезисы для прессы по главе 2

### «Системный риск и перестройка системы финансового регулирования»

«Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности» (ДФС),  
апрель 2010 года

Подготовили: Марко Эспиноса, Андреас Джобст, Чарльз Кан,  
Казухиро Масаки и Хуан Соле

#### *Основные положения*

- Недавний кризис привел к появлению множества предложений по реформе системы регулирования для преодоления системных рисков — возможности того, что трудности, возникающие в одной финансовой организации, будут воздействовать на другие организации. Вместе с тем, подробные сведения о многих этих предложениях отсутствуют.
- В этой главе анализируются два таких предложения: мандат органам регулирования на специальный мониторинг системных рисков и введение дополнительных требований к размеру капитала с учетом системных рисков, которые соответствуют вкладу организаций в создание системных рисков.
- В главе утверждается, что наделение органов регулирования функцией «мониторинга» системных связей является недостаточным, потребуются также более совершенные средства борьбы с системными рисками. Более того, без таких средств органы регулирования часто будут более снисходительными по отношению к системно значимым организациям, переживающим трудности, чем к другим организациям.
- Хотя авторы необязательно поддерживают введение дополнительных требований к капиталу, в этой главе приводится описание практической методологии для расчета таких требований, если это средство будет применяться.
- В главе также демонстрируется значение учета трансграничных связей финансовых организаций, что требует от органов надзора в различных странах сотрудничества в разработке таких дополнительных требований.

Недавний финансовый кризис привел к переосмыслению надзора за системными взаимосвязями и их регулирования — концепции о том, что трудности в одной финансовой организации отрицательно сказываются на других организациях. Хотя за этим последовал наплыв предложений по реформе системы регулирования, существует значительная неопределенность в отношении того, как они могут быть применены на практике. Таким образом, эта глава призвана способствовать обсуждению регулирования с учетом системных рисков по двум направлениям. В ней приводится формальный анализ того, может ли сам по себе мандат на специальный надзор за системными рисками, как это предусмотрено в недавних предложениях в зоне евро, Соединенном Королевстве и США, скорее всего, обеспечить успех в их

уменьшении. В главе также предлагается методология для расчета и сглаживания дополнительных требований к капиталу с учетом системных рисков.

### **Архитектура системы регулирования**

В главе также утверждается, что в реформах, предусматривающих наделение органов регулирования функцией мониторинга системных финансовых рисков, отсутствует важный компонент, а именно анализ собственных стимулов органов регулирования. Это включает «воздержание от применения принудительных мер» — то есть стимул для органов регулирования поддерживать организации на плаву, когда они должны быть ликвидированы. Эти стимулы, скорее всего, будут различными при разных вариантах распределения функций регулирования.

В главе демонстрируется, как добавление мандата на мониторинг системных рисков к структуре функций органов регулирования без набора соответствующих инструментов политики не меняет базовых стимулов органов регулирования, которые лежали в основе некоторых недавно выявленных недостатков регулирования. У органов регулирования часто есть стимул поддерживать организацию на плаву, даже когда она является неплатежеспособной, поскольку эти органы неохотно закрывают организации под своим контролем, особенности в связи с тем, что в некоторых случаях, при наличии достаточного времени организация может опять встать на ноги. Поэтому при отсутствии конкретных методов официального ограничения системной значимости финансовой организации — независимо от того, как распределены функции регулирования — органы регулирования могут в конечном итоге оказаться более снисходительными к системно значимым организациям по сравнению с другими. Это объясняется тем, что системно значимые организации окажут более пагубное воздействие на другие организации, относящиеся к компетенции органов регулирования.

По этой причине необходимо рассмотреть более прямые методы преодоления системных рисков, такие как введение дополнительных требований к капиталу с учетом системных рисков, взимание сборов, которые связаны с вкладом организации в создание системных рисков, или, возможно, даже ограничение масштабов некоторых направлений деятельности.

### **Дополнительные требования к капиталу с учетом системных рисков**

В главе также излагается методология для расчета дополнительных требований к капиталу с учетом системных рисков, хотя авторы необязательно поддерживают введение таких требований. В основе этой методологии лежит концепция о том, что эти дополнительные требования должны быть соизмеримы с системной взаимосвязанностью финансовых организаций. В главе представлены два подхода к применению этой методологии:

- Стандартный подход, при котором органы регулирования присваивают каждой организации рейтинги системного риска на основе их относительного системного значения, а затем устанавливают дополнительные требования к капиталу на основе этих рейтингов.
- Подход на основе бюджетирования рисков, при котором используются материалы по управлению кредитными рисками и дополнительные требования устанавливаются пропорционально дополнительному вкладу организации в создание системных рисков и вероятности возникновения трудностей в самой организации.

В методологии также предусмотрен способ устранения потенциальной процикличности дополнительных требований — склонности к увеличению при спаде и снижению при подъеме экономики, что является контрпродуктивной характеристикой, связанной с большинством требований к капиталу с учетом рисков.

В главе также демонстрируется значение учета трансграничных связей между финансовыми организациями, которые должны оказывать влияние на такие требования, что потребует от органов надзора в различных странах совместной работы по разработке таких дополнительных требований.

**Тезисы для прессы по главе 3  
«Повышение надежности внебиржевых производных инструментов:  
роль центральных контрагентов»**

**Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности (ДФС),  
апрель 2010 года**

**Подготовили Джон Киф, Рэндал Додд, Алесандро Галло, Элиас Казариан,  
Исаак Люстгартен, Кристин Сампик и Манмохан Сингх**

***Основные положения***

- Надежное управление центральными контрагентами (ЦКА) по внебиржевым производным инструментам и их регулирование позволит снизить риск невыполнения обязательств контрагентами среди дилеров и свести к минимуму системный риск, связанный с каскадным банкротством контрагентов.
- Однако затраты дилеров внебиржевых производных инструментов, связанные с переводом контрактов на основу ЦКА, вероятно, будут высокими, так как потребуются выставление крупного залогового обеспечения, и поэтому данный переход должен быть постепенным.
- Учитывая глобальный характер рынков внебиржевых производных инструментов, необходима тесная транграничная координация систем регулирования и надзора, с тем чтобы не допустить регулятивный арбитраж и уменьшить системный риск и негативные вторичные эффекты для других стран.
- Все операции с внебиржевыми производными инструментами должны регистрироваться и учитываться регулируемыми и поднадзорными репозиториями сделок, а подробные данные по отдельным контрагентам должны быть доступны всем соответствующим органам регулирования и надзора.

Объем операций на рынках внебиржевых производных инструментов существенно вырос за последние годы, и общая номинальная непогашенная сумма сделок в настоящее время превышает 600 трлн долл. США. Во время финансового кризиса в центре событий оказался рынок свопов кредитного дефолта, являющийся частью рынка внебиржевых производных инструментов, так как трудности на финансовых рынках начали усиливаться и стал очевиден риск невыполнения обязательств контрагентами, присущий рынку, равновесие которого в основном обеспечивается на двусторонней основе. Власти были вынуждены принимать

дорогостоящие меры в отношении Lehman Brothers и AIG, исходя из только частичной информации о потенциальных эффектах цепной реакции в случае банкротства этих фирм.

Предложение, касающееся ЦКА, выдвигается как способ сделать рынки внебиржевых производных инструментов более безопасными, надежными и прозрачными и понизить степень системного риска. В данной главе приводится исходная информация по этой теме, и в ней показано, что надежное управление ЦКА и их надлежащее регулирование позволит снизить риск невыполнения обязательств контрагентами среди дилеров и свести к минимуму системный риск, связанный с каскадным банкротством контрагентов. Применение ЦКА также может предоставить возможность повысить прозрачность, так как они осуществляют сбор информации по всем оплаченным контрактам.

Однако, поскольку ЦКА концентрируют кредитные и операционные риски своего собственного банкротства, они должны быть финансово надежными, применять процедуры осмотрительного управления рисками и подлежать эффективному регулированию и надзору. Более того, учитывая глобальный характер рынков внебиржевых производных инструментов, необходима тесная трансграничная координация систем регулирования и надзора. Это поможет предотвратить регулятивный арбитраж и уменьшить системный риск и негативные вторичные эффекты для других стран.

Кроме того, преимущества центрального клиринга на уровне как отдельных контрагентов, так и всей системы могут быть достигнуты только при переводе критической массы контрактов на основу ЦКА. В этом отношении сохраняется ряд потенциальных сложностей, в том числе связанных с повышением степени стандартизации продуктов и ликвидности, а также возникают потенциально крупные аккордные расходы по статьям капитала и залогового обеспечения в форме обязательных первоначальных взносов.

В случае, если необходимы дополнительные стимулы для перевода двусторонних контрактов дилерами на основу ЦКА, то в данной главе предлагается идея взимания сбора, привязанного к рискам, которым производные финансовые инструменты подвергают контрагентов. Требование о централизованном клиринге всех стандартизованных контрактов представляется менее целесообразным, так как необходимость одновременного предоставления потенциально крупных сумм гарантийного покрытия будет вносить нарушения в работу рынка. Более того, возникают значительные расходы на создание инфраструктуры, включая разработку информационных систем, новых правил и процедур. Однако, если другие стимулы не приведут к достаточным изменениям, может оказаться необходимым введение обязательного требования, для того чтобы преодолеть



начальную боязнь участников. Хотя, как представляется, дилеры производных инструментов действительно переводят такие контракты на основу ЦКА, если власти стран сочтут необходимым принятие обязательного требования, оно должно вводиться постепенно.

### *Предлагаемые меры политики*

На основе сделанных в главе выводов предлагается ряд мер политики, многие из которых уже рассматриваются для принятия в виде законов или нормативных актов. К наиболее важным из них относятся следующие:

- Глобальная система надзора за ЦКА должна обеспечить равные условия деятельности на высоком минимальном уровне и сдерживать регулятивный арбитраж. Власти стран должны принять планы действий на случай непредвиденных обстоятельств и обладать соответствующими полномочиями для урегулирования банкротств ЦКА на основе глобальной координации.
- Органы регулирования должны обеспечить, чтобы ЦКА приняли надлежащие процедуры для уменьшения рисков и управления ими, а также чтобы они располагали инструментами для защиты целостности всех соответствующих рынков и интересов их участников и выполняли, после их введения, стандарты для центральных контрагентов Комитета по платежным и расчетным системам и Международной организации комиссий по ценным бумагам.
- В каждой юрисдикции должна быть создана четкая правовая основа, в соответствии с которой определяется ведущий орган в области регулирования ЦКА для обеспечения их эффективного регулирования и надзора. В случае системно важных ЦКА ведущим органом регулирования должен быть орган регулирования системных рисков.
- Центральные банки должны ввести механизмы предоставления ликвидности в чрезвычайных обстоятельствах системно важным ЦКА в случае возникновения у них острой нехватки ликвидности.

**Тезисы для прессы по главе 4**  
**«Расширение глобальной ликвидности: воздействие на «получающие» страны и возможные варианты ответных мер экономической политики»**

**Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности (ДФС),  
апрель 2010 года**

**Подготовили Эффи Псалида, Аннамария Кокенайн, Сильвия Новак и Тао Сун**

**Основные положения**

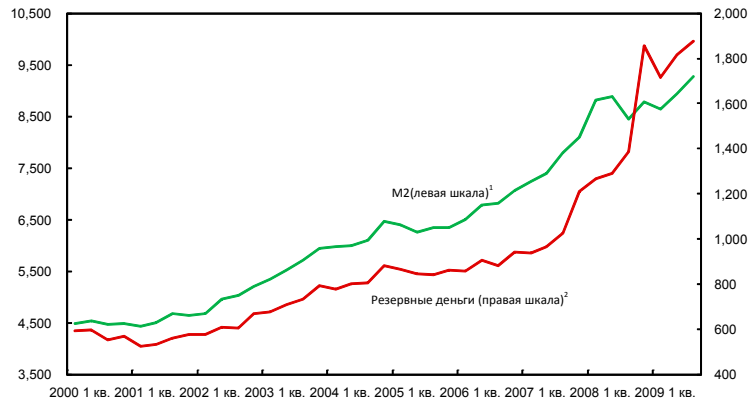
- Передача избыточной глобальной ликвидности странам с высокими процентными ставками и высокими темпами экономического роста может создавать проблемы для экономической политики. Хотя притоки капитала приносят многочисленные выгоды, их внезапные резкие приросты могут приводить к инфляции и вздутию цен на активы.
- В этой главе делается вывод о том, что глобальная ликвидность ведет к росту внутренних цен на инструменты участия в капитале и снижению реальных процентных ставок в странах-получателях, как правило, в большей степени, чем внутренняя ликвидность, и что более гибкие валютные курсы могут смягчить такие эффекты.
- В распоряжении стран, получающих ликвидность, имеется ряд мер политики, которые можно применять в ответ на резкие приросты притоков капитала. Они представляют собой в основном надлежащий набор мер макроэкономической политики, включая, если позволяют условия, более гибкий валютный курс, а также укрепление пруденциального регулирования.
- В тех случаях, когда этих мер политики недостаточно, а резкий прирост притока капитала, по всей вероятности, будет носить временный характер, определенную роль может сыграть контроль за капиталом в качестве дополнения к инструментам политики. Хотя данные об эффективности механизмов контроля за капиталом неоднозначны, эти механизмы могут удлинять сроки погашения инструментов по некоторым видам притоков.
- Даже если механизмы контроля за капиталом оказываются полезными для отдельных стран при урегулировании резких притоков капитала, они могут приводить к негативным многосторонним последствиям, стимулируя введение механизмов контроля за капиталом в других странах.

В этой главе оценивается передача избыточной глобальной ликвидности и сопутствующие ей приросты притоков капитала в страны с относительно более высокими процентными ставками и более устойчивыми перспективами

экономического роста. В ней делается вывод о том, что дополняющие внутреннюю ликвидность либеральные денежно-кредитные условия в странах Группы четырех (зона евро, Соединенное Королевство, США и Япония) могут создавать проблемы для экономической политики в странах, получающих ликвидность, в виде давления к повышению валютных курсов и растущих стоимостных оценок активов (рис. 1).

**Рисунок 1. Глобальная ликвидность**

(В миллиардах долларов США; взвешено по ВВП; квартальные данные)



2000 1 кв. 2001 1 кв. 2002 1 кв. 2003 1 кв. 2004 1 кв. 2005 1 кв. 2006 1 кв. 2007 1 кв. 2008 1 кв. 2009 1 кв.

Источники: Datastream; МВФ, база данных издания «Международная финансовая статистика»; оценки персонала МВФ.

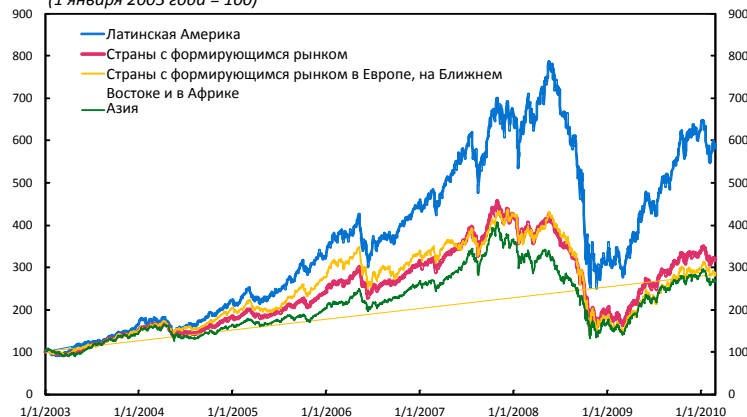
<sup>1</sup>Сумма взвешенной по ВВП М2 по зоне евро, Соединенному Королевству, США и Японии.

<sup>2</sup>Сумма взвешенных по ВВП резервов денег по зоне евро, Соединенному Королевству, США и Японии.

В этой главе анализируется и устанавливается наличие устойчивых связей между расширением глобальной ликвидности и ценами на активы, такими как доходность инструментов участия в капитале, а также накоплением официальных резервов и притоками портфельных инвестиций в странах, получающих ликвидность (рис. 2).

**Рисунок 2. Индексы инструментов участия в капитале в странах с формирующимся рынком**

(1 января 2003 года = 100)



Источник: Bloomberg L.P.

В распоряжении директивных органов стран, получающих ликвидность, имеется ряд возможных вариантов политики, которые они могут применять в ответ

на резкие приросты глобальной ликвидности и притоков капитала. Набор ответных мер политики для смягчения рисков, связанных с резкими приростами притоков капитала, включает следующее:

- более гибкую политику в отношении валютного курса, в частности, в тех случаях, когда валютный курс занижен. Анализ показывает, что плавающий валютный курс обеспечивает естественную буферную защиту от резких приростов глобальной ликвидности и связанного с ними давления на цены внутренних активов;
- накопление резервов (с использованием стерилизованной или нестерилизованной интервенции по мере необходимости);
- снижение процентных ставок, если позволяют перспективы инфляции;
- ужесточение налогово-бюджетной политики, если общие установки макроэкономической политики являются слишком либеральными; и
- укрепление пруденциального регулирования в финансовой системе.

Если позволяют условия, может оказаться полезным также ослабление механизмов контроля за оттоками капитала. Надлежащий набор мер экономической политики зависит от условий конкретных стран.

В тех случаях, когда этих мер политики недостаточно, а резкий прирост притока капитала, по всей вероятности, будет носить временный характер, полезным дополнением к инструментам политики могут послужить механизмы контроля за капиталом. Однако более постоянное увеличение притоков, как правило, бывает обусловлено более фундаментальными факторами и требует более фундаментальной экономической корректировки. Тщательно проработанные меры макроэкономической политики, реализуемые на протяжении всего экономического цикла, могут способствовать ослаблению воздействия как резкого прироста притока капитала, так и его неожиданного оттока.

Данные об эффективности механизмов контроля за капиталом неоднозначны. Имеются некоторые свидетельства того, что механизмы контроля могут удлинять сроки погашения инструментов по определенным видам притоков (хотя они не уменьшают объем притоков) и создают больше возможностей для использования независимости денежно-кредитной политики. В главе приводится ряд целевых исследований на примерах конкретных стран для выделения тех видов механизмов контроля за капиталом, которые были и не были результативными в прошлом.

Даже если механизмы контроля за капиталом оказываются полезными для отдельных стран при урегулировании резких приростов притока капитала, они могут приводить к негативным многосторонним последствиям. Введение механизмов контроля за притоками капитала в одной стране, если они эффективны, может переориентировать потоки капитала на другие страны, заставляя вводить механизмы контроля за капиталом также и в этих странах. Широко распространенное использование механизмов контроля за капиталом может отсрочить необходимые макроэкономические корректировки в отдельных странах и, в существующих условиях, препятствовать глобальному перебалансированию спроса, задерживая тем самым глобальный подъем и экономический рост.