

ДОКЛАД ПО ВОПРОСАМ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

(ДГФС) -- апреля 2013 ГОДА

АНАЛИТИЧЕСКОЕ РЕЗЮМЕ

ГЛАВА 1: СНИЖЕНИЕ ОСТРЫХ РИСКОВ: ДЕЙСТВИЯ, НЕОБХОДИМЫЕ ДЛЯ ЗАКРЕПЛЕНИЯ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

Глобальные финансовые условия и рыночная конъюнктура за последние шесть месяцев заметно улучшились, оказав дополнительную поддержку экономике и вызвав быстрый рост цен на рискованные активы. Эти благоприятные условия объясняются сочетанием более серьезных обязательств в области политики, активизацией денежно-кредитного стимулирования и продолжающейся поддержкой ликвидности. В совокупности эти меры снизили риски значительных отклонений, повысили доверие и улучшили перспективы развития экономики. Поскольку мировая экономическая конъюнктура остается менее благоприятной, улучшение финансовых условий может поддерживаться только за счет дальнейших мер политики, которые устраняют базовые риски для стабильности и содействуют продолжению восстановления экономики. Дальнейшее улучшение потребует дополнительного оздоровления балансов в финансовом секторе и постепенного устранения чрезмерной государственной и частной задолженности. Если процесс решения этих среднесрочных проблем затормозится, могут вновь возникнуть риски. Мировой финансовый кризис может перейти в более хроническую стадию, характеризующуюся ухудшением финансовых условий и повторяющимися эпизодами финансовой нестабильности.

Кризис в зоне евро: острые риски уменьшились, но основная работа впереди

В зоне евро острые риски для стабильности в краткосрочной перспективе существенно уменьшились. Улучшились условия финансирования на рынках суверенных, банковских и корпоративных долговых обязательств. Несмотря на эти заметные успехи, многие банки на периферии зоны евро по-прежнему сталкиваются с трудностями, связанными с повышенной стоимостью финансирования, снижающимся качеством активов и низкой прибылью. Кредитные каналы в ряде стран по-прежнему неактивны, поскольку восстановление балансов банков идет неровно, а фрагментация между основными и периферийными странами зоны евро остается. Компании на периферии испытывают прямое воздействие слабости балансов банков, циклических сдерживающих факторов и во многих случаях — собственной чрезмерной задолженности. Изложенный в докладе анализ показывает, что чрезмерная задолженность компаний на периферии зоны евро, акции которых обращаются на биржах, является значительной — до одной пятой непогашенного долга. Для ограничения масштабов необходимого снижения доли заемных средств в корпоративном секторе крайне важно продолжать работу по уменьшению степени фрагментации и снижению стоимости финансирования, а также осуществить планы реструктуризации для повышения производительности. Кроме того, для сокращения бремени задолженности может потребоваться сочетание продажи активов или сокращения дивидендов и инвестиций.

Задачи в банковской сфере: снижение доли заемных средств, бизнес-модели и трудности в обеспечении прочности

Банки стран с развитой экономикой приняли существенные меры для реструктуризации своих балансов, но результаты характеризуются неоднородностью, поскольку системы находятся на разных этапах нормализации. Процесс в основном завершен в США, но требует дальнейших мер в отношении некоторых европейских банков. Банки на периферии зоны евро, в частности, сталкиваются со значительными трудностями, которые отрицательно сказываются на их способности оказывать поддержку восстановлению экономики. Давление балансов менее остро проявляется в случае других европейских банков, но процесс снижения рисков и доли заемных средств еще не завершен. Для банков в странах с формирующимся рынком основная задача заключается в том, чтобы по-прежнему поддерживать рост при защите от растущих внутренних факторов уязвимости. Новые условия на рынках и в сфере регулирования также заставляют банки во всем мире реструктурировать свои бизнес-модели, с тем чтобы стать меньше, проще и в большей мере ориентированными на свои внутренние рынки.

Растущие риски для стабильности, связанные с адаптивной денежно-кредитной политикой

Использование нетрадиционных мер денежно-кредитной политики в странах с развитой экономикой по-прежнему обеспечивает необходимую поддержку совокупного спроса. Эти меры приводят к значительной переориентации портфелей частных инвесторов в пользу более рискованных активов, как это и было предусмотрено. Вместе с тем, чрезвычайно адаптивная денежно-кредитная политика, проводимая на протяжении

длительного времени, может подтолкнуть перебалансирование портфелей и склонность к принятию риска к уровню, создающему существенные отрицательные побочные последствия. Хотя чистые блага от нетрадиционных мер сегодня остаются весьма благоприятными, необходимо тщательно отслеживать и контролировать побочные эффекты. Особую тревогу вызывают неправильное установление цены за кредитный риск, более рискованные позиции более слабых пенсионных фондов и страховых компаний, а также повышение риска ликвидности, особенно в странах, где восстановление экономики находится на более продвинутом этапе. Доля заемных средств корпораций в США растет и уже находится примерно на одной трети пути через типичный цикл. К другим вторичным эффектам относятся избыточные потоки капитала в страны с формирующимся рынком, где компании, которые, как правило, имеют сейчас прочное финансовое положение, увеличивают свой долг и валютные риски в ответ на низкую стоимость заимствования. В более общем плане, выгодные условия заимствования для стран с формирующимся рынком могут порождать самоуспокоенность относительно растущих проблем для внутренней финансовой стабильности. Стоимость активов еще не достигла сильно завышенного уровня (за исключением некоторых «горячих точек»), но чувствительность к повышению мировых процентных ставок и рыночная волатильность возросли для разных классов активов, в том числе в странах с формирующимся рынком. Длительный период сохраняющейся адаптивной денежно-кредитной политики повысит степень уязвимости и чувствительность к повышению процентных ставок.

Активизация программы реформ системы регулирования

Хотя для улучшения глобальной и национальных систем регулирования финансового сектора было сделано многое, процесс реформы остается незавершенным. Нормализация ситуации в банковском секторе продолжается, темпы проведения реформ были обоснованно снижены, с тем чтобы не затруднять для банков процесс кредитования экономики по мере укрепления их положения. Но темпы процесса реформы также отражают сложности с согласованием направления важнейших реформ из-за опасений, что банки столкнутся с дополнительными структурными проблемами.

Задержки с проведением программы реформ не только приводят к сохранению уязвимости, но и служат источником неопределенности в отношении системы регулирования, которая может сказываться на готовности банков к предоставлению кредитов. Они содействуют распространению нескоординированных инициатив по прямому сдерживанию деятельности банков в различных юрисдикциях ввиду настойчивых политических требований о принятии мер. Такие инициативы могут быть несовместимыми с действиями по согласованию минимальных глобальных стандартов и препятствовать действенной реализации программы реформ Группы 20-ти, а не дополнять ее.

Поэтому директивные органы должны предпринять решительные действия для реструктуризации слабых банков и содействия накоплению новых резервов капитала и ликвидности в рамках реализации норм системы «Базель-III» на согласованной на международном уровне основе. Улучшение финансовой отчетности и более широкое раскрытие банками информации об их деятельности остаются необходимыми

для повышения степени прозрачности и содействия осмотрительной и последовательной стоимостной оценке активов, взвешенных по риску. Улучшение раскрытия информации поможет повысить рыночную дисциплину и восстановить доверие к банкам. Необходимо создать действенные режимы окончательного урегулирования, которые позволят осуществлять упорядоченное закрытие нежизнеспособных банков, в том числе действенные трансграничные соглашения для сворачивания деятельности обанкротившихся трансграничных банков. Наконец, необходима дальнейшая работа для решения проблемы «слишком больших, чтобы обанкротиться, банков», реформы внебиржевых рынков производных финансовых инструментов, сближения систем бухгалтерского учета и отчетности и регулирования теневой банковской деятельности.

Что требуется сейчас, так это новая политическая решимость на глобальном и национальном уровнях для завершения программы реформ. Эта решимость крайне важна для сведения к минимуму неопределенности относительно регулирования и арбитража между системами регулирования, а также сокращения финансовой фрагментации. Без более срочного продвижения к международному сотрудничеству и комплексной реструктуризации банков слабые балансы банков будут по-прежнему сдерживать экономический подъем и создавать постоянные риски для глобальной стабильности.

Меры политики для обеспечения финансовой стабильности и восстановления экономики

Требуются дальнейшие меры политики для устранения недостатков балансов в частном и государственном секторе, улучшения потока кредита для поддержания экономического

подъема и укрепления глобальной финансовой системы. Эти меры следует по-прежнему поддерживать с помощью адаптивной денежно-кредитной политики.

В *зоне евро* приоритетными задачами являются оздоровление балансов банков и шаги по созданию более прочной системы финансового надзора в рамках Европейского союза.

- Для укрепления доверия инвесторов, сокращения фрагментации и улучшения ситуации с предложением кредита платежеспособным малым и средним предприятиям необходимо укрепить балансы и бизнес-модели банков. Более полное раскрытие информации банками и проведение выборочных обзоров качества активов будут содействовать восстановлению доверия к балансам банков и повышению рыночной дисциплины.
- Для закрепления финансовой стабильности в зоне евро и преодоления продолжающегося кризиса крайне важное значение имеет быстрое и устойчивое продвижение к действенному Единому механизму надзора (ЕМН) и завершение создания банковского союза. Единый механизм окончательного урегулирования должен приступить к работе примерно в то же время, когда ЕМН вступит в действие. Это должно сопровождаться соглашением о «дорожной карте» с конечными сроками для создания единого органа для окончательного урегулирования и общей схемы гарантий по депозитам при общих механизмах поддержки. Следует быстро реализовать предложения по гармонизации требований к собственному капиталу, по окончательному урегулированию, по общим схемам гарантий по депозитам и системам страхового надзора

на уровне ЕС. Следует также определить методы и структуры управления для прямой рекапитализации банков Европейским механизмом стабильности.

- События на Кипре указали на безотлагательную необходимость завершения реформ в странах зоны евро для перелома тенденции к фрагментации финансового сектора и дальнейшего повышения прочности финансового рынка.

На *глобальном уровне* необходимо проявлять бдительность, призванную обеспечить, чтобы адаптивная денежно-кредитная политика и длительный период низких процентных ставок не привели к новым эксцессам в кредитной сфере. Это особенно важно в случае США. Финансовый надзор следует ужесточить, с тем чтобы ограничить масштабы таких эксцессов; системе регулирования в этом цикле необходимо играть более инициативную роль как на макро-, так и на микропруденциальном уровне. Важнейшими задачами остаются ограничение чрезмерно быстрого роста доли заемных средств и поощрения осмотрительных стандартов андеррайтинга кредитов.

В *странах с формирующимся рынком* директивным органам необходимо продолжать следить за рисками, связанными с увеличением трансграничных потоков капитала и растущими внутренними факторами финансовой уязвимости.

В совокупности эти меры политики закрепят достигнутые за последнее время результаты области финансовой стабильности, упрочат глобальную финансовую систему и поддержат продолжающееся улучшение экономических перспектив.

ГЛАВА 2: СУВЕРЕННЫЕ СВОПЫ КРЕДИТНОГО ДЕФОЛТА

Дискуссия о пользе от рынков суверенных свопов кредитного дефолта (ССКД)

активизировалась в связи с последним эпизодом напряженности на рынках суверенного финансирования в зоне евро. В главе 2 подробно рассматривается вопрос о том, являются ли рынки ССКД хорошими рыночными индикаторами суверенного кредитного риска и обеспечивают ли они ценную защиту для хеджирующих сторон, или они подвержены спекулятивным эксцессам и приводят к повышению стоимости финансирования суверенных займов и финансовой нестабильности. В главе делается вывод о том, что многие негативные представления являются необоснованными. Рынки как ССКД, так и суверенных облигаций схожи в их способности отражать основные экономические и рыночные факторы. В периоды стресса, но не в другое время рынки ССКД часто передают новую информацию быстрее, чем рынки государственных облигаций; но рынки ССКД, по-видимому, не являются более подверженными высокой волатильности, чем другие финансовые рынки. Хотя во время последнего эпизода стресса на некоторых рынках ССКД зоны евро наблюдалась чрезмерная реакция, практически нет свидетельств того, что «чрезмерное» увеличение спредов ССКД страны обычно ведет к повышению стоимости финансирования суверенных займов. На вопрос о том, являются ли рынки ССКД более подверженными цепной реакции, чем другие рынки, ответить сложно, поскольку суверенные заемщики и финансовые организации сейчас в большей мере связаны друг с другом, поэтому риски, встроенные в ССКД, не могут быть легко изолированы от риска финансовой системы.

Результаты, приведенные в главе, не подтверждают необходимости запрета на приобретение покрытия за счет «необеспеченных» СССК, который вступил в силу в Европейском союзе в ноябре 2012 года. Инициативы в области мер политики, лежащие в основе реформ внебиржевых рынков производных финансовых инструментов (обязательное более полное раскрытие информации, содействие централизованному клирингу и требование о внесении соответствующего залога), должны помочь развеять опасения относительно вторичных эффектов и цепной реакции, которые могут возникать на этих рынках производных финансовых инструментов.

ГЛАВА 3: СОПРЯЖЕНЫ ЛИ МЕРЫ ПОЛИТИКИ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ, ПРИНИМАЕМЫЕ С НАЧАЛА КРИЗИСА, С РИСКАМИ ДЛЯ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ?

Глава 3 возвращается к вопросу о нетрадиционной денежно-кредитной политике и ее возможных побочных эффектах, который подвергается дальнейшему глубокому анализу. В главе исследуются меры политики, принимаемые четырьмя центральными банками (Федеральной резервной системой, Банком Англии, Европейским центральным банком и Банком Японии), которые включают длительный период низких реальных процентных ставок и ряд нетрадиционных мер, в том числе покупки активов. Эти меры политики, именуемые в главе «ДКП-плюс», как представляется, уменьшили уязвимость банковского сектора и способствовали финансовой стабильности в краткосрочной перспективе, — в соответствии с намерениями центральных банков. До настоящего времени меры вмешательства центральных банков на рынках конкретных активов не оказали неблагоприятного влияния на ликвидность рынков. Меры ДКП-плюс улучшили некоторые показатели устойчивости банков, хотя имеющиеся данные свидетельствуют о том,

что некоторые банки неохотно расчищают свои балансы. Потенциальные риски, создаваемые ДКП-плюс в банковской системе, по-видимому, относительно невелики, но директивные органы должны быть осведомлены о возможности того, что риски перемещаются в другие сегменты финансовой системы, такие как теневые банки, пенсионные фонды и страховые компании, отчасти из-за возросших требований системы регулирования к банкам. Директивные органы должны применять целенаправленные меры микро- и макропруденциальной политики для уменьшения возникающих очагов уязвимости (указанных в главе 1), которые, вероятно, будут тем больше, чем дольше будут продолжаться действовать меры ДКП-плюс. Проведение макропруденциальной политики дозированным, с учетом необходимости, образом должно позволить центральным банкам продолжить применение ДКП-плюс для поддержки стабильности цен и роста, сохраняя при этом финансовую стабильность.