

Тезисы для прессы по главе 2

«ДОЛГОСРОЧНЫЕ ИНВЕСТОРЫ И РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ: КАКОВА СИТУАЦИЯ СЕЙЧАС?»

Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности, сентябрь 2011 года

Подготовили С. Эрик Опперс (руководитель группы), Ручир Агарвал, Серкан Арсланалп, Кен Чикада, Паскаль Фараман, Грегорио Импавидо, Петер Линднер, Инцю Лу, Тао Сун и Хан ван дер Хорн

Основные положения

- Стратегии распределения активов частных и официальных институциональных инвесторов после кризиса изменились. Наибольшее значение имеет то обстоятельство, что эти инвесторы стали внимательнее подходить к оценке рисков, в том числе риска ликвидности и суверенного кредитного риска.
- В условиях низких процентных ставок большинство долгосрочных институциональных инвесторов до настоящего времени предпочитали более низкую доходность вместо принятия более высокого риска. Ввиду фиксированного характера их будущих выплат или обязательств с гарантированной доходностью, чем дольше сохраняются низкие процентные ставки, тем большему давлению они будут подвергаться, чтобы перейти к более рискованным активам.
- В условиях, когда возросшее понимание риска и инициативы в области регулирования заставляют частных инвесторов держать «более безопасные» активы, это может привести к уходу группы богатых инвесторов, которая способствует стабилизации финансовых рынков. Управляющие суверенными активами могли бы сыграть определенную позитивную роль, если бы взяли на себя некоторые более долгосрочные риски, которых сейчас избегают частные инвесторы.
- Основными факторами, определяющими решения об изменении распределения активов со стороны долгосрочных институциональных инвесторов, не использующих заемные средства, сейчас являются хорошие перспективы роста, снижающиеся риски в странах-получателях и большая глобальная склонность к принятию риска. Различия в процентных ставках между странами играют меньшую роль.
- Структурная тенденция инвестирования в страны с формирующимся рынком после кризиса ускорилась, но нельзя не учитывать риск поворота в обратную сторону, если изменятся основные факторы (такие как перспективы роста, страновой или глобальный риск). Величина недавнего оттока средств из фондов, инвестирующих в акции и облигации формирующихся рынков, соответствует изложенным в главе эмпирическим выводам об эффектах увеличения глобального неприятия риска.

В данной главе исследуются коренные причины решений об изменении распределения более долгосрочных активов долгосрочных частных и государственных институциональных инвесторов, не использующих заемные средства. В ней рассматриваются более долгосрочные тенденции, а также ставится

вопрос о том, изменилось ли распределение активов в результате глобального финансового кризиса и низких процентных ставок.

В этой главе в качестве отправной точки используются решения о распределении отдельных активов, принимаемые индивидуальными инвесторами. Эти решения лежат в основе финансовых потоков между рынками, валютами и странами. Эта глава отличается от предыдущих исследований, поскольку в ней используются детальные дезагрегированные данные по взаимным фондам, содержащие сведения о потоках инвестиций в акции и облигации отдельных стран, а не более агрегированные данные платежного баланса, которые в большей мере удалены от решений индивидуальных инвесторов.

Этот анализ показывает, что распределение частных активов в наибольшей степени определяется положительными перспективами роста и снижающимися рисками в странах-получателях; различия в процентных ставках между странами играют меньшую роль. Последний вывод вместе с тем *не* означает, что потоки капитала не реагируют на различия в процентных ставках, поскольку они могут быть результатом решений краткосрочных инвесторов, использующих заемные средства (например, ведущих процентные арбитражные операции), которые в этой главе не рассматриваются.

Мировой финансовый кризис и его последствия подвергают инвесторов влиянию двух противодействующих сил. В главе утверждается, что, с одной стороны, кризис заставил долгосрочных инвесторов внимательнее подходить к оценке рисков, особенно риска ликвидности и суверенных кредитных рисков, в том числе рисков стран с развитой экономикой. С другой стороны, условия низких процентных ставок усиливают требования к институциональным инвесторам (особенно страховым компаниям, которые продавали продукты с минимальной гарантированной доходностью, и пенсионным фондам, которые не имеют достаточных резервов), чтобы они повысили доходность портфелей путем инвестирования в более рискованные активы.

Большинство долгосрочных институциональных инвесторов до сих пор соглашается на более низкую доходность вместо принятия более высокого риска. В этой главе утверждается, что, возможно, имеются веские указания на то, что инвестиционное поведение долгосрочных институциональных инвесторов коренным образом изменилось. Этот структурный сдвиг можно выявить в данных: регрессии в этой главе показывают значительное снижение инвестиционных потоков за весь период после начала кризиса в середине 2007 года, что отражает корректировку портфельных потоков с учетом новой оценки рисков, и до сих пор нет свидетельств того, что этот эффект затухает. Тем не менее, если (как ожидается) процентные ставки в странах с развитой экономикой останутся низкими в течение продолжительного периода, такие инвесторы будут чаще сталкиваться с требованиями о принятии все большего инвестиционного риска, поскольку их финансовое положение будет все более неблагоприятным.

Структурная тенденция инвестирования в страны с формирующимся рынком после кризиса ускорилась. Вместе с тем, в условиях, когда многие лица, инвестирующие впервые, используют относительно более успешные экономические результаты этих стран, существует риск поворота в обратную сторону, если изменятся основные факторы. В случае более значительных шоков воздействие таких поворотов может быть такой же величины, как сокращение потоков, наблюдавшееся во время финансового кризиса. Действительно, объем недавнего оттока средств из фондов, инвестирующих в акции и облигации формирующихся рынков (который произошел после завершения написания главы), соответствует эмпирическим выводам главы.

В данной главе указывается на то, что распределение суверенных активов может послужить противовесом для меняющегося поведения частного сектора. В главе утверждается, что возросшее понимание риска и такие инициативы, как Solvency II для европейских страховых компаний, могут заставить эти организации отойти от своей традиционной роли принятия более долгосрочных рискованных активов, что потенциально уменьшит положительное воздействие одной категории богатых инвесторов, которые готовы держать неликвидные активы во время спадов на рынке. В условиях, когда частные инвесторы вынуждены держать «более безопасные» активы, определенную роль могли бы сыграть управляющие суверенными активами, которые приняли бы на себя некоторые более долгосрочные риски, которых сейчас избегают частные инвесторы.

ТЕЗИСЫ ДЛЯ ПРЕССЫ ПО ГЛАВЕ 3:

*«На пути к реализации макропруденциальной политики: когда принимать меры?»
Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности, сентябрь 2011 года*

Подготовили: Сробона Митра (руководитель группы), Яромир Бенеш, Сильвия Иоргова, Каспер Лунд-Йенсен, Кристиан Шмидер и Тиаго Северо

Основные положения

- Правильное применение макропруденциальной политики потребует лучшего понимания источников шоков, ведущих к накоплению системных рисков. Хорошие опережающие индикаторы накопления системных рисков должны помочь отделить положительные шоки (такие как рост производительности) от отрицательных (таких как «пузыри» цен на активы).
- Рост кредита, лежащий в основе накопления системных рисков, должен сопровождаться другими индикаторами, такими как рост цен на активы и увеличение объема обязательств иностранных банков, а также повышение реального обменного курса, с тем чтобы можно было различить два вида шоков.
- Одним хорошим индикатором роста кредита является изменение отношения кредита к ВВП. На основе выборки из 36 стран наша модель позволяет сделать вывод о том, что когда отношение кредита к ВВП растет более чем на 5 процентных пунктов в год и сопровождается ростом цен на акции на 15 процентов или более, вероятность финансового кризиса в течение следующих двух лет составляет один к пяти.
- Рыночные индикаторы с высокой периодичностью лучше всего позволяют выявить, когда системный риск может материализоваться в течение нескольких месяцев. Индикатор, который основан на спреде между ЛИБОР и ИСО, и кривая доходности продемонстрировали свою результативность в решении этой задачи.
- Есть ряд инструментов, которые директивные органы могут использовать для уменьшения шансов финансового кризиса. В главе проверяется один из этих инструментов, антициклические нормы по минимальному капиталу; в ней показано, что он может быть полезным для уменьшения колебаний экономических циклов и вероятности финансовых потрясений.
- Макропруденциальным и денежно-кредитным директивным органам необходимо взаимодействовать по крайней мере в двух областях: понимание базовых источников шоков и действия органов в режимах с регулируемым обменным курсом и распространенной практикой кредитования в иностранной валюте.

Макропруденциальная политика направлена на снижение риска серьезных нарушений общесистемных финансовых услуг, или «системного риска», который может иметь серьезные неблагоприятные последствия для реальной экономики. Практическое применение макропруденциальной политики представляет собой многоплановую задачу, и в данной главе анализируются конкретные шаги по нескольким направлениям для достижения этой цели. В ней используется модель взаимосвязей между макроэкономическими и финансовыми показателями для изучения того, как различные индикаторы реагируют на различные источники шоков в

экономике. Эмпирические исследования подтверждают обоснованность перечня видов дополнительной информации, которые необходимы для наилучшего сигнализирования о накоплении рисков. Кроме того, проведенный анализ позволяет определить набор индикаторов с высокой периодичностью, который мог бы предупредить директивные органы о надвигающихся финансовых проблемах. Исходя из аналитических результатов, полученных на основе модели, авторы делают вывод, что один распространенный макропруденциальный инструмент (антициклические нормы по минимальному капиталу) будет результативным при различных курсовых режимах.

Эффективный мониторинг системного риска и действенные ответные меры в решающей степени зависят от точного определения источников шоков в экономике. В главе делается вывод о том, что источник шоков определяет динамику некоторых экономических данных, которые связаны с накоплением системных рисков. Различия в финансовой структуре экономики меняют величину, но не направление воздействия шоков, поэтому полученные выводы могут применяться очень широко. Директивным органам следует выделять ресурсы и координировать работу друг с другом в целях лучшего понимания источников шоков, особенно если они имеют трансграничный характер.

Среди медленно меняющихся индикаторов накопления риска полезной является агрегированная кредитная информация, но ее необходимо дополнять другими индикаторами. Хотя кредит увеличивается как при положительном шоке (благоприятный импульс для реальной экономики за счет повышения производительности), так и отрицательном шоке (таком, как резкий подъем цен на активы и ослабление банками стандартов кредитования), повышение и стойкость кредита и снижение норм капитализации существенно больше в случае отрицательных шоков. Другие индикаторы, сопровождающие рост кредита, обеспечивают мощные сигналы. Если кредит растет больше чем на 5 процентных пунктов ВВП в год и сопровождается ростом цен на акции на 15 процентов или более, это увеличивает вероятность финансового кризиса в течение следующих двух лет до 20 процентов. Сигнал сильнее, если используется более широкий показатель кредита (банковский кредит и прямые трансграничные кредиты частному сектору). В условиях стран с формирующимся рынком особенно полезным фактором, по-видимому, является повышение реального обменного курса.

Директивным органам следует также изучать индикаторы с высокой периодичностью, с тем чтобы подготовиться к потенциальному наступлению кризиса в ближайшее время и высвобождению накопленных резервов. В этой главе делается вывод о том, что среди таких индикаторов успешно сигнализировать о потенциальном возникновении стресса может индикатор, который основан на спреде между ЛИБОР и ИСО и кривой доходности. Индикаторы, содержащие сведения о взаимозависимости финансовых организаций, вместе с тем, не давали четкого сигнала о предстоящем банкротстве фирм Bear Stearns и Lehman, что означает, что

директивным органам, возможно, следует полагаться на фактическую информацию о позициях между отдельными организациями для оценки возможности эффекта домино в случае возникновения кризиса.

Авторы делают вывод, что схожий набор макропруденциальных инструментов может быть эффективным в странах с различными типами экономики, что должно содействовать координации экономической политики на международном уровне. Однако *калибровка* инструментов политики, особенно основанных на пороговых величинах различных индикаторов, зависит от специфических условий конкретных стран. Например, регулируемые обменные курсы и использование кредитов в иностранной валюте усиливают эффекты всех шоков. Поэтому для достижения большей стабильности финансового сектора и реальной экономики в таких ситуациях настоятельно необходимо тесно координировать курсовую, денежно-кредитную и макропруденциальную политику.