

«Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности»

Принятие рисков, ликвидность и теневая банковская деятельность: ограничение эксцессов при одновременном содействии росту

Октябрь 2014 года

Аналитическое резюме

Спустя шесть лет после начала кризиса подъем глобальной экономики по-прежнему в значительной мере зависит от мягкой денежно-кредитной политики в странах с развитой экономикой для поддержки спроса, поощрения инвестиций предприятий и содействия оздоровлению балансов. Проведение мягкой денежно-кредитной политики остается принципиально важным для содействия экономике за счет поощрения *принятия экономических рисков* в странах с развитой экономикой в виде увеличения реальных расходов населения и большей готовности предприятий инвестировать и нанимать работников. Однако длительное применение мягкой денежно-кредитной политики может также стимулировать принятие *чрезмерных финансовых рисков* в виде возросшей доли портфелей, приходящейся на более рисковые активы, и большей склонности увеличивать долю заемных средств в балансах. Таким образом, мягкая денежно-кредитная политика сопряжена с компромиссом между получением экономических выгод и усилением рисков для финансовой стабильности. В докладе делается вывод, что хотя в некоторых странах экономические выгоды становятся более очевидными, рыночные риски и риски ликвидности выросли до уровней, которые могут создавать угрозу для финансовой стабильности, если они не будут ограничены.

Наилучший способ сохранить финансовую стабильность и обеспечить баланс между принятием экономических и финансовых рисков заключается в том, чтобы ввести меры политики, которые укрепляют механизм передачи воздействия денежно-кредитной политики на реальную экономику (тем самым содействуя принятию экономических рисков) и устраняют финансовые эксцессы за счет тщательно проработанных макропруденциальных мер.

Принятие экономических рисков расширяется, но идет неровно

В октябрьском выпуске доклада МВФ «Перспективы развития мировой экономики» 2014 года (ПРМЭ) прогнозируется, что мировой подъем в этом году несколько ускорится и продолжится в 2015 году при содействии мягкой денежно-кредитной политики в странах с развитой экономикой и ослаблении сдерживающих факторов, создаваемых более жесткой налогово-бюджетной политикой. Однако рост во всем мире еще не стал уверенным, и увеличиваются риски отставания от прогноза. Уверенность предприятий и потребителей остается непрочной во многих областях, что отражает неопределенность в отношении восстановления частного спроса и опасения относительно неполного оздоровления балансов в банках и компаниях. Эта недостаточная уверенность по-прежнему препятствует принятию больших экономических рисков, удерживая компании в странах с развитой экономикой от наращивания капиталовложений, несмотря на достаточный рост прибыли и доступ к финансированию по очень низким процентным ставкам. Оздоровление балансов и денежно-кредитная политика сейчас совместно способствуют принятию больших экономических рисков и более благоприятным перспективам капитальных расходов. Но перспективы остаются неровными, что объясняется различного рода препятствиями.

Более радужные прогнозы относятся к США, где инвестиции предприятий в основной капитал стали расти, хотя и более медленными темпами, чем во время предыдущих эпизодов восстановления. Использование производственных мощностей возвращается к докризисным уровням, банки смягчают стандарты кредитования, при этом компании все больше внимания уделяют инвестициям, а не выкупу своих акций. Однако в зоне евро рост инвестиций предприятий в основной капитал остается вялым. Загрузка производственных мощностей все еще ниже докризисного уровня, банки лишь недавно прекратили ужесточение кредитования предприятий, а неопределенность относительно экономической политики остается высокой. Ряд ведущих стран с формирующимся рынком сталкивается с ослаблением роста экспорта и замедлением роста кредита. В этих странах в 2013 году капитальные расходы в крупных нефинансовых компаниях в целом сократились.

ПРМЭ предусматривает самое быстрое оживление роста в США, тогда как факторы, сдерживающие подъем в зоне евро, будут ослабевать лишь медленно, а рост в Японии останется небольшим. Среди стран с формирующимся рынком возможности поддержки роста за счет мер макроэкономической политики различаются между странами и регионами, но в нескольких странах с внешними факторами уязвимости такие возможности по-прежнему ограничены.

Политика «легких денег» продолжает увеличивать риски для глобальной финансовой стабильности

Мягкая денежно-кредитная политика, направленная на поддержку восстановления и содействие принятию экономических рисков, благоприятствовала более активному принятию финансовых рисков. Это приводит к росту цен на активы, уменьшению спредов и рекордно низкой волатильности, во многих сферах достигающих уровней, указывающих на отклонение от экономических детерминант. Необычным аспектом этих изменений является их синхронизация: они происходят одновременно и в случае разных широких категорий активов, и в разных странах, что является беспрецедентной динамикой.

Рынки капитала становятся более важными поставщиками кредита после кризиса, перемещая очаг рисков в теньевую банковскую систему. Доля кредитных инструментов в портфелях паевых инвестиционных фондов растет, с 2007 года она выросла вдвое и сейчас составляет 27 процентов от мировых высокодоходных долговых обязательств. В то же время в отрасли управления инвестиционными фондами увеличивается концентрация. В крупнейших 10 фирмах по глобальному управлению активами сейчас находятся под управлением активы на сумму свыше 19 трлн долларов. Сочетание концентрации активов, завышенных портфельных позиций и стоимостных оценок, а также инвесторов, склонных к бегству, и уязвимых структур ликвидности повышает чувствительность основных кредитных рынков, увеличивая рыночные риски и риски ликвидности.

Страны с формирующимся рынком более уязвимы к шокам, исходящим из стран с развитой экономикой, поскольку они сейчас поглощают гораздо более высокую долю внешних портфельных инвестиций из стран с развитой экономикой. В результате этих более тесных связей усиливается синхронизация изменений цен на активы и волатильности.

Эти структурные изменения на кредитных рынках наряду с ожидаемой нормализацией денежно-кредитной политики в США повышают рыночные риски и риски ликвидности в такой степени, что это может поставить под угрозу финансовую стабильность, если они не будут ограничены. Возросшая чувствительность кредитных рынков может сделать процесс свертывания мер стимулирования более волатильным и потенциально подорвать способность финансовой системы поддерживать восстановление.

В качестве иллюстрации этих потенциальных рисков для кредитных рынков в этом докладе рассматривается воздействие быстрой корректировки рынка, которая приводит к возвращению премий за срок на рынках облигаций к историческим нормам (повышению на 100 базисных пунктов) и нормализации премий за кредитный риск (переоценке кредитного риска с повышением процента на 100 базисных пунктов). Такой шок может привести к снижению рыночной стоимости глобальных портфелей облигаций более чем на 8 процентов или более чем на 3,8 трлн долларов. Если убытки такого масштаба реализуются в течение короткого временного горизонта, последующие корректировки портфелей и потрясения на рынке могут вызвать значительные нарушения на глобальных рынках.

Управление рисками, связанными с продолжающимся пересмотром бизнес-моделей банков в целях более эффективной поддержки принятия экономических рисков

Задача экономической политики заключается в том, чтобы устранить препятствия для принятия экономических рисков и укрепить механизм передачи воздействия кредита на реальную экономику. Банки проделали большой путь после мирового финансового кризиса. Корректировка проходила через различные этапы, при этом на первом этапе упор делался на экстренных стабилизационных мерах. На втором этапе банки стремились адаптироваться к новым реальностям деловой среды и регулирования. После начала кризиса банки поддерживают значительно более высокие уровни капитала и ускорили оздоровление балансов. Но прогресс в различных банках был неравномерным, а многим организациям необходимо сделать больше для достижения устойчивой бизнес-модели.

Сегодня низкая рентабельность вызывает опасения относительно возможности банков формировать и поддерживать буферные резервы капитала и удовлетворять спрос на кредиты. По 80 процентам активов крупнейших организаций норма прибыли на собственный капитал не покрывает стоимости капитала, требующейся акционерам, что свидетельствует о масштабах и широте задачи. Эти банки начинают третий этап, на котором им потребуются произвести более фундаментальные изменения в своих бизнес-моделях. Это будет охватывать сочетание пересмотра платы по существующим направлениям деятельности, перераспределения капитала между видами деятельности, реструктуризации или общего сокращения операций.

На основе выборки из 300 банков стран с развитой экономикой в этом докладе делается вывод о том, что многие банки потенциально способны предоставлять кредит, хотя есть группа организаций, главным образом в еврозоне, которой

потребуется в большей мере повысить проценты и платежи, чтобы получать устойчивую прибыль и восстановить буферные резервы капитала. Такой пересмотр может оказаться невозможным, особенно если он будет проводиться самостоятельно и не будет сопровождаться аналогичными действиями других участников рынка. Это может ограничить потенциал банков удовлетворять спрос на кредиты, особенно в тех странах, которые больше всего нуждаются в восстановлении кредита, и создать помехи для экономического подъема.

Укрепление механизма передачи воздействия кредита означает, отчасти, содействие оперативному и упорядоченному уходу с рынка нежизнеспособных банков. Это поможет смягчить конкурентное давление в условиях избыточного потенциала и позволит жизнеспособным банкам создавать и поддерживать резервы капитала и удовлетворять спрос на кредиты. Органы регулирования могут дополнительно способствовать этому процессу, стимулируя отказ банков от старой практики перекрестного субсидирования продуктов и их переход на более гибкие и прозрачные бизнес-модели с ценами на продукты, которые отражают риски и нормативные требования.

Работе механизма передачи воздействия кредита также будет содействовать, особенно в Европе, увеличение рыночного доступа к кредиту, в том числе за счет безопасной секьюритизации. Это потребует времени, в особенности в финансовых системах, которые традиционно полагались на банковские кредиты. Устранение препятствий для небанковского участия в предоставлении кредитов потребует действенной системы регулирования для небанковских организаций. Как дополнительно рассматривается в главе 2, директивные органы должны тщательно контролировать риски, которые могут возникать по мере развития финансовой системы в ближайшие годы — когда некоторые виды деятельности перемещаются из банков в небанковские организации — и позаботиться о том, чтобы организации ограничивали эти риски и управляли ими действенным образом.

Создание более благоприятного баланса между принятием экономических и финансовых рисков посредством мер политики по сохранению финансовой стабильности

Денежно-кредитная политика должна оставаться нацеленной на выполнение мандата центральных банков по обеспечению стабильности цен и, в соответствующих случаях, — стабильности объема производства, тогда как макропруденциальная политика должна быть первой линией защиты от финансовых эксцессов, которые могут угрожать стабильности. Улучшение компромиссного выбора в денежно-кредитной политике и сдерживание рисков для финансовой стабильности, указанных в этом докладе, требуют действенного применения набора инструментов микро- и макропруденциальной политики. Это уменьшит необходимость в более раннем повышении процентных ставок раньше, чем это оправданно с точки зрения потребностей экономики. Это также повысит устойчивость системно значимых организаций, поможет сдерживать проциклическую динамику цен на активы и

кредита, а также смягчит последствия нехватки ликвидности при возобновлении волатильности.

Макропруденциальные меры опираются на совокупность трех шагов. Во-первых, директивные органы должны обладать данными, необходимыми для *мониторинга* роста рисков для финансовой стабильности. Во-вторых, они должны *подготовиться*, с тем чтобы обеспечить себе официальные полномочия и аналитический потенциал для применения инструментов макропруденциальной политики, которые могут потребоваться. Это особенно важно в небанковском секторе, где система регулирования еще не полностью введена в действие и должна быть расширена для преодоления возникающих рисков. В-третьих, директивные органы должны обладать четким мандатом для *действий*, когда необходимо, и что не менее важно, мужеством для действий, даже когда принимаемые меры весьма непопулярны. Потребуется также действенное и сбалансированное информирование о принимаемых мерах.

Одной из главных проблем является риск для ликвидности рынка, вытекающий из несоответствия между ликвидностью, обещанной собственникам паев инвестиционных фондов в благоприятные времена, и издержками неликвидности при погашении паев в периоды стресса. Соответствующие меры политики должны быть направлены на преодоление этого несоответствия путем устранения стимулов для изъятия средств собственниками активов (согласования условий погашения фондов с базовой ликвидностью инвестированных активов), повышения точности оценки стоимости чистых активов, увеличения резервов ликвидных средств в паевых фондах, и повышения ликвидности и степени прозрачности вторичных рынков, особенно для рынков более долгосрочных долговых обязательств. Плата за погашение паев, которая приносит выгоду остающимся участникам, представляет собой один из возможных вариантов; однако выбрать размер такой платы сложно и, насколько это возможно, он не должен меняться со временем, так как это может способствовать бегству активов. Аналогичным образом, ограничения погашения паев, по-видимому, решают некоторые проблемы стимулирования, но могут просто ускорить погашение перед возможным введением и привести к цепной реакции.

Директивным органам следует также рассмотреть чрезвычайные меры в случаях, когда неликвидность на рынках создает возможности цепной реакции. В странах с развитой экономикой двусторонние и многосторонние соглашения о своповых линиях могут снизить чрезмерную волатильность путем обеспечения доступа к финансированию в иностранной валюте в периоды стресса. Среди стран с формирующимся рынком в случае значительного оттока капитала некоторым странам, возможно, потребуется сосредоточить усилия на обеспечении упорядоченной работы рынка. Возможные действия включают использование остатков наличности, сокращение предложения долгосрочных долговых обязательств и проведение аукционов для замены одних видов ценных бумаг другими в целях временного уменьшения предложения на долгосрочном участке кривых доходности. Помимо двусторонних и многосторонних соглашений о своповых линиях для доступа к финансированию в иностранной валюте в периоды напряженности, дополнительным

амортизатором могут стать многосторонние ресурсы, например, механизмы МВФ. Для сохранения устойчивости экономики стран с формирующимся рынком необходимо уделять усиленное внимание внутренним факторам уязвимости, в том числе практике формирования резервных фондов в слабых банках и низкому уровню банковских резервов для покрытия убытков в некоторых странах, как говорилось в предыдущих докладах.

Наконец, директивным органам следует проводить в жизнь решительную программу структурных реформ на рынках труда и продукции для увеличения нормы прибыли на инвестиции и придания большей устойчивости экономическому подъему.

Рост и риски теневой банковской деятельности и ответные меры в сфере ее регулирования в странах мира

В главе 2 показано, что в странах с развитой экономикой более узко определяемые показатели теневой банковской деятельности свидетельствуют о застое, тогда как более широкие показатели (которые охватывают инвестиционные фонды) указывают в целом на продолжение роста со времени мирового финансового кризиса. В странах с формирующимся рынком рост теневой банковской деятельности по-прежнему опережает рост традиционной банковской системы.

Теневая банковская деятельность весьма разнообразна в разных странах и в рамках одной страны, но эмпирические результаты показывают, что некоторые из важнейших движущих сил ее роста являются общими для всех форм: ужесточение банковского регулирования, наличие обильной ликвидности и спрос институциональных инвесторов. Поэтому существующая в странах с развитой экономикой финансовая среда остается благоприятной для дальнейшего роста теневой банковской деятельности, в том числе перемещения кредитования компаний от традиционных банков к небанковскому сектору. Ограниченность данных не позволяет получить комплексную оценку, но теневая банковская система в США, по-видимому, создает большие риски для внутренней финансовой стабильности, чем теневая банковская деятельность в зоне евро и в Соединенном Королевстве.

Директивным органам необходим более комплексный подход к регулированию и надзору, при котором основное внимание уделяется как видам теневой банковской деятельности, так и соответствующим структурам, а системным рискам придается большее значение. Важнейшим элементом этого подхода является повышение качества данных о теневой банковской системе.

Принятие рисков, управление и вознаграждение в банках

В главе 3 проводится эмпирическое исследование связи между принятием банками рисков и структурой собственности банков, управлением и стимулами, заложенными в оплату руководителей. Результаты показывают, что банки, имеющие членов правления, которые независимы от руководства банка, как правило, принимают меньше рисков, равно как и банки, правление которых имеет комитет по рискам, а также банки с высокой долей собственности институциональных инвесторов.

Уровень вознаграждения для руководства в банках не имеет устойчивой взаимосвязи с принятием ими рисков, но оплата труда, больше зависящая от долгосрочных

результатов работы, сопряжена с меньшими рисками. Как и ожидалось, периоды сильного финансового стресса меняют некоторые из этих эффектов, поскольку в ситуации, когда банк приближается к дефолту, стимулы меняются. В частности, в случае слабых банков данные указывают на то, что акционеры (которые защищены ограниченной ответственностью) имеют стимул идти на рискованные операции в ущерб кредиторам, которые ожидают экстренных мер помощи, и обществу в целом. Эти результаты указывают на целесообразность мер политики, некоторые из которых являются предметом текущих дискуссий, но ранее не были подтверждены эмпирическим путем. К числу таких мер относятся более обоснованное согласование оплаты руководства банков с рисками (включая фактические риски кредиторов банков), отсрочка некоторых видов вознаграждения и создание возможности последующих вычетов в связи с убытками. Правления банков должны быть более независимы от руководства, им следует создавать комитеты по риску. Кроме того, органы надзора должны убедиться в том, что правления банков осуществляют действенный контроль за принятием рисков. Следует рассмотреть вопрос о потенциальных выгодах (и возможных непреднамеренных последствиях) включения в правления банков держателей долговых обязательств. Наконец, для обеспечения подотчетности и эффективности рыночной дисциплины критически необходима прозрачность.