

Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности

Октябрь 2009 года

АНАЛИТИЧЕСКОЕ РЕЗЮМЕ

После принятия беспрецедентных мер политики и появления первых признаков положительных изменений в реальной экономике произошло существенное сокращение системных рисков. Растет уверенность в том, что мировая экономика прошла поворот, и это способствует улучшению ситуации на финансовых рынках. Однако риск повторного усиления цикла отрицательной обратной связи между реальным и финансовым секторами будет оставаться значительным, до тех пор пока банки продолжают испытывать стресс, а населению и финансовым организациям необходимо по-прежнему сокращать долю заемных средств. Хотя показатели суверенного риска ниже, чем шесть месяцев назад, передача финансовых рисков налогово-бюджетным органам, в сочетании с бременем финансирования бюджетного стимула, вызвала опасения относительно вытеснения частного сектора и поставила под вопрос устойчивость состояния финансов государственного сектора. Эти факторы уязвимости подчеркивают необходимость укрепления финансового посредничества, оздоровления финансовой системы и, в конечном итоге, сокращения рисков частного сектора, которые в настоящее время отражены в балансах суверенных структур. При отмене государственной поддержки потребуются максимальная осторожность, чтобы не спровоцировать вторичный кризис в результате преждевременного отказа от такой поддержки, а также не поставить под угрозу доверие к денежно-кредитной и налогово-бюджетной политике вследствие запоздалого прекращения поддержки. В данном случае чувство самоуспокоенности таит в себе опасность того, что проблемы банковской системы так и останутся нерешенными, а столь необходимые преобразования в системе регулирования будут отложены или окажутся неэффективными. Директивные органы должны вскоре подготовить план будущей системы регулирования, которая позволит ограничить наращивание системных рисков, зафиксировать ожидания и укрепить доверие, тем самым способствуя устойчивому экономическому росту.

Перспективы на будущее

Со времени публикации апрельского выпуска «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» (ДФС) 2009 года перспективы развития финансовой системы на ближайший период заметно улучшились, а риски чрезвычайно больших отклонений уменьшились. Финансовые рынки оправляются от кризиса, риски, характерные для стран с формирующимся рынком, ослабевают, банки снова привлекают капитал и возобновляется функционирование рынков оптового финансирования. Вместе с тем каналы кредитования до сих пор нарушены, а восстановление экономики, вероятно, будет медленным. В главе 1 дано описание

шагов к восстановлению надежного кредитного посредничества и представлены краткосрочные риски, грозящие помешать этому процессу, в том числе растущее бремя суверенного финансирования. Затем рассматриваются вопросы разработки и принятия мер политики в ближайшей перспективе, которые призваны обеспечить надежную основу для восстановления экономики и привести к прекращению чрезвычайной государственной поддержки финансовой системы. В этой же главе также обсуждаются некоторые варианты среднесрочной политики, которые должны привести к преобразованию финансового ландшафта.

Чрезвычайные системные риски сократились, однако чувство самоуспокоенности относительно банковской системы все еще остается проблемой.

Важнейший вопрос, рассмотренный в докладе, касается способности финансовой системы предоставлять достаточный объем кредитов для поддержания подъема экономики. В последнее время улучшению состояния балансов банков способствовала деятельность по привлечению капитала, а также отмеченная положительная прибыль. Вместе с тем сохраняются серьезные опасения, что ухудшение ситуации на кредитном рынке продолжит оказывать давление на банковские балансы. Проведенный нами анализ свидетельствует о том, что банки США преодолели более половины цикла убытков до 2010 года, тогда как в Европе признание убытков продвинулось в меньшей степени, что объясняется различиями в экономическом цикле.

Хотя возросшая прибыль банков позволяет поддерживать уровни капитала, пока нет оснований ожидать, что она полностью компенсирует списание активов в ближайшие 18 месяцев. При этом следует добавить, что в посткризисных условиях устойчивые показатели прибыли, вероятно, будут заниженными. Более активные действия по решению проблемы неблагополучных активов позволят усилить рентабельность банков и будут способствовать кредитованию. Ожидается, что проводимое в настоящее время ужесточение банковского регулирования приведет к уменьшению чистых доходов и потребует более дорогостоящего самострахования за счет повышения уровней капитала и ликвидности.

Риски кризисов в странах с формирующимся рынком уменьшились, но уязвимость сохраняется.

В результате принятия решительных мер экономической политики, включая увеличение ресурсов МВФ, риски больших отклонений в странах с формирующимся рынком снизились. Финансовая напряженность в странах Европы с формирующимся рынком существенно ослабла, но уязвимость остается высокой. Как представляется, западноевропейские банки способны выдержать ухудшение условий кредитования в странах Европы с формирующимся рынком, однако размер их капитала может оказаться недостаточным для того, чтобы поддержать подъем экономики в регионе.

Успешнее всего стабилизацией основных рынков и возобновлением притока портфельных инвестиций воспользовались в Азии и Латинской Америке. Несмотря на активизацию международных потоков капитала в долговые обязательства стран с формирующимся рынком, здесь непропорционально высока доля заемщиков более высокого качества, в то время как многие корпорации сталкиваются с существенным риском пролонгации, особенно в странах Европы с формирующимся рынком. Меры финансовой политики должны по-прежнему содействовать упорядоченной корректировке балансов банков, корпораций и населения. Этому поможет также продление сроков соглашений о функционировании или даже расширении устойчивых каналов трансграничного банковского финансирования.

При нарушенных каналах кредитования удовлетворение даже вялого спроса со стороны частного сектора может быть сопряжено со сложностями.

Ввиду продолжающегося давления, заставляющего банки сокращать долю заемных средств, а также сбоях на рынках секьюритизации в разработанных нами сценариях предполагается сокращение предложения банковского кредитования в период до конца 2009 года и в 2010 году, как в США, так и в Европе. Сравнивая данный прогноз с прогнозируемым спросом на кредит со стороны государственного и частного секторов, можно обнаружить, что ожидаемое предложение может оказаться ниже даже вялого спроса со стороны частного сектора. Вследствие этого может возрасти давление на ставки финансирования, а поток кредитов на поддержку восстановления экономики может сократиться. Результаты ясно показывают, какие сферы, скорее всего, столкнутся с наиболее жесткими условиями кредитования, и где необходимы продолжительные меры вмешательства, обеспечивающие адекватный приток кредитов, особенно с учетом поставленной официальными органами задачи сохранить процентные ставки на низком уровне.

Необходимо тщательное регулирование процесса передачи рисков частного сектора на балансы суверенных структур.

Перевод риска на баланс государственного сектора в результате оказания экстренной помощи финансовой системе и предоставления пакетов бюджетного стимулирования вызвал обеспокоенность в связи с тем, что беспрецедентные объемы эмиссии суверенных ценных бумаг могут привести к росту процентных ставок и повредить наметившемуся подъему экономики. Существует опасность того, что в этих условиях кредитный потенциал с трудом удовлетворит даже вялый спрос со стороны частного сектора, а ухудшение состояния государственных финансов может поставить под угрозу суверенную кредитоспособность. Для ограничения данного риска странам следует разработать и сформулировать среднесрочные планы бюджетной консолидации, в которых должны быть отражены меры стабилизации финансового сектора и условные обязательства государства.

Необходима дальнейшая реструктуризация финансовых организаций, с тем чтобы обеспечить их способность предоставлять кредиты и оказывать поддержку восстановлению экономики.

В условиях ограниченного кредитного потенциала недопустимо останавливаться на достигнутом в плане удаления неблагополучных и неликвидных активов из банковских балансов и возобновления процесса секьюритизации. Потребуется более глубокие финансовые реформы и санация слабых банков, прежде чем официальные органы во многих юрисдикциях смогут полностью освободиться от необходимости предоставлять ликвидность и финансирование. Для этого необходимы новые усилия по увеличению банковского капитала и удалению проблемных активов из балансов банков. Официальные стресс-тесты являются важными инструментами оценки состояния банков для разработки соответствующих стратегий рекапитализации жизнеспособных банков и тщательной санации банков, не являющихся таковыми. Однако возможность широкой огласки результатов тестов по конкретным банкам следует рассматривать только в том случае, если одновременно с этим можно представить действенные меры по преодолению дефицита капитала. Неразглашение же подобной информации не должно означать отсутствие таких мер, если они необходимы.

Стимулы имеют решающее значение для устранения недостатков и возобновления процесса секьюритизации.

Учитывая важность восстановления кредитного посредничества, в главе 2 рассматривается роль частной секьюритизации и оцениваются предложения по возобновлению работы этого рынка. Потребуется новая система регулирования в сочетании с совершенствованием практики работы частного сектора, чтобы согласовать стимулы для организаций, участвующих в секьюритизации, и не допустить повторного усиления системной нестабильности из-за секьюритизации. При модернизации системы регулирования и рыночной практики необходимо сохранить выгоды, связанные с передачей кредитного риска за пределы банковской системы, а также способность кредиторов диверсифицировать источники финансирования.

В данной главе указывается на то, что для формирования устойчивого частного рынка секьюритизации необходимы меры политики в нескольких направлениях, включая надзор за агентствами кредитного рейтинга, практику бухгалтерского учета, отчисления в капитал и порядок сохранения активов. Эти меры должны координироваться между органами регулирования как внутри страны, так и на международном уровне. Потенциальная опасность несогласованных ответных мер показана в данной главе на примере правил сохранения активов и требований к минимальному размеру капитала, установленных в отношении организаторов выпуска ценных бумаг, когда в одних случаях эти меры могут оказаться неэффективными в плане обеспечения отбора и мониторинга, а в других — сделать секьюритизацию

чрезмерно дорогостоящей. Внимательное изучение последствий до введения новых правил должно помочь заблаговременному определению взаимодействия этих мер и выявлению потенциальной опасности непредвиденных результатов.

В данной главе также рассматриваются издержки и выгоды, сопряженные с выпуском обеспеченных облигаций, при котором потоки денежных средств от ссуд объединяются, но остаются на балансе эмитента. Преимущество этого метода заключается в том, что у эмитента есть стимул для отбора и мониторинга ссуд, но поскольку эти ссуды остаются на балансе эмитента, сохраняется необходимость поддерживать капитал на их покрытие, что снижает выгоды от секьюритизации. Тем не менее преимущества финансирования с выходом на рынок капитала — путем продажи облигаций инвесторам — позволяют расширить посредничество. В целом вывод данной главы состоит в том, что применению данной модели также необходимо содействовать посредством соответствующего законодательства и регулирования.

Меры политики, необходимые для поддержки восстановления и реформирования финансовой системы

Сбои на рынках финансирования и кредитования вызвали беспрецедентные ответные меры, и хотя сделать окончательные выводы относительно долгосрочных последствий этих мер сложно, предварительные результаты в целом положительны. В главе 3 рассматривается самое непосредственное воздействие, а также среднесрочные результаты традиционных и нетрадиционных антикризисных мер, в том числе вопрос о том, насколько они эти меры способствовали стабилизации финансовых рынков в момент их объявления.

Некоторые нетрадиционные меры оказались более эффективными.

В данной главе рассматривается, какое воздействие имело объявление мер вмешательства в 13 странах с развитой экономикой. Меры, направленные на поддержку ликвидности, оказались наиболее эффективными до краха банка Lehman Brothers, но ситуация изменилась, когда стало очевидно, что в ряде стран финансовый кризис связан не с риском ликвидности, а с риском неплатежеспособности. Соответственно, сообщения о вливании капитала, как и объявление о потенциальном использовании покупки активов, были наиболее эффективными в плане снижения риска дефолта банков в период после банкротства Lehman Brothers. Еще одним существенным результатом стало то, что меры вмешательства, ориентированные на внутренние организации или рынки, повлекли за собой важные вторичные эффекты в других странах, причем в некоторых случаях масштаб воздействия был сильнее, чем в первоначальной стране. Это подчеркивает решающее значение координации антикризисных мер.

Сейчас еще рано с уверенностью судить о долгосрочных эффектах этих мер, однако предварительные данные указывают на результативность некоторых механизмов в поддержании деятельности по финансированию и выпуску ценных бумаг. Среди примеров можно назвать введенные в некоторых странах гарантии по банковским обязательствам, механизм срочного кредитования на покупку ценных бумаг, обеспеченных активами, в США, оказавший воздействие на спреды вторичного рынка и выпуск обеспеченных активами потребительских ценных бумаг, а также решение Европейского центрального банка о прямой покупке обеспеченных облигаций, что позволило снизить спреды и возобновить эмиссию.

Слишком рано отказываться от мер государственной поддержки, однако необходима стратегия их прекращения.

Хотя время для полной отмены всех принятых нетрадиционных мер еще не пришло (более того, в некоторых странах еще могут потребоваться дополнительные государственные ресурсы), директивным органам уже пора рассмотреть вопрос о том, каким образом и в какой последовательности следует приступить к сворачиванию этих мер, и информировать об этом. Выбор сроков осложняется тем, что некоторые меры могут быть эффективными даже при ограниченном их использовании, поскольку они могут способствовать росту доверия или выполнять функции поддержки для той или иной категории организаций или инвесторов.

В главе 3 изложены некоторые соображения, касающиеся методов и сроков прекращения нетрадиционных мер политики. В принципе, если механизм можно вывести, увеличивая его стоимость или поэтапно ограничивая его доступность, представляется уместной попытка постепенного отказа от поддержки в частном секторе. Прежде всего следует рассмотреть отмену дорогостоящих мер и мер, затраты на которые несоизмеримы получаемым выгодам, а также мер, существенным образом искажающих функционирование финансовых рынков. Важно отметить, что, учитывая глобальный характер кризиса и типы использованных нетрадиционных мер, следует обратить внимание на трансграничные последствия сворачивания этих мер, и здесь может оказаться полезной координация действий, особенно в отношении отмены гарантий по долговым обязательствам банков между странами, где могут возникнуть потенциальные возможности для арбитража. Решающее значение имеет четкость информирования о стратегии сворачивания. В этом контексте использование таких вех, как индикаторы рыночных условий, а не жесткие сроки, может оказаться более полезным способом воздействия на рыночные ожидания. Учитывая что данная сфера является неизведанной для директивных органов, представляется целесообразным проверять состояние рынка. Возобновление действия некоторых механизмов не должно рассматриваться как шаг назад, если это оправдано обстоятельствами.

Для обеспечения ясности и укрепления доверия необходима четкая концепция будущей структуры регулирования финансовой системы.

Наряду с конкретной стратегией отмены нетрадиционных мер росту доверия к финансовой системе будет способствовать четкая концепция будущих реформ в области регулирования, которые необходимы для преодоления системных рисков. Наблюдающееся в последнее время уменьшение рисков больших отклонений не должно быть поводом для ослабления усилий официальных органов, направленных на определение курса к созданию более устойчивой финансовой системы. Необходимо сформулировать целостный и понятный подход, позволяющий частному сектору планировать свои действия соответствующим образом.

Приоритетной задачей должна быть реформа нормативно-правового регулирования, призванная значительно уменьшить вероятность повторения системного кризиса. Для этого следует определить не только степень увеличения капитала, отчислений в резервы и запасов ликвидности, но и способы восстановления рыночной дисциплины после периода масштабной поддержки государственным сектором системно значимых организаций во многих странах. Уже существуют предложения, в той или иной степени предусматривающие устранение процикличности в финансовой системе и увеличение буферов для покрытия убытков и сбоев в области ликвидности. Но многое еще предстоит сделать в области разработки системы повышенных требований к капиталу, страховых премий, режимов надзора и санации, а также политики в области конкуренции, с тем чтобы обеспечить, что ни одна организация не будет считаться «слишком большой, чтобы позволить ей обанкротиться». В решении этой задачи должны помочь предварительные указания по определению критериев для выявления организаций и рынков системного значения, например, разрабатываемые в настоящее время Международным Валютным Фондом, Советом по финансовой стабильности и Банком международных расчетов для Группы 20-ти. После выявления таких организаций и рынков необходимо будет сформулировать и ввести в том или ином виде дополнительный сбор или отрицательный стимул за предельный вклад в увеличение системного риска.

Необходим макропруденциальный подход к разработке и проведению глобальных мер экономической политики, чтобы восстановить рыночную дисциплину и обеспечить сохранение выгод финансовой интеграции.

Дополнительной задачей является включение этих реформ в интегрированную систему макропруденциальной политики, в рамках которой и внутренние, и трансграничные организации смогут безопасно осуществлять свою деятельность. В настоящее время стороны признают, что сочетание проциклически проводимой микропруденциальной и макроэкономической политики привело к увеличению доли заемных средств и повышению системного риска. Директивные органы должны проанализировать, каким образом их собственные действия вызывают усиление

системных рисков, независимо от того, какой надзор они осуществляют — в сфере денежно-кредитной, налогово-бюджетной или финансовой политики.

Сотрудничество и согласованность действий в области политики должны простирается через границы. В условиях трансграничных взаимосвязей между организациями и рынками директивные органы не могут действовать в одностороннем порядке, без последствий для других стран. Однако существует опасность, что после кризиса некоторые страны захотят оградить свои организации и уйти с мировых рынков, чтобы защитить свою экономику от внешних шоков. Вместо этого необходимо найти способ с выгодой использовать растущую финансовую интеграцию, обеспечив при этом сдерживание потенциально негативных вторичных эффектов и четкое понимание функций органов регулирования в странах происхождения и принимающих странах. В то время как директивные органы заняты решением этой сложной задачи, МВФ может выступать в качестве катализатора благодаря осуществлению надзорной деятельности и изучению глобальных макрофинансовых взаимосвязей.