



## ДГФС – октябрь 2013 года – Аналитическое резюме

Глобальная финансовая система претерпевает ряд переходных процессов на пути к большей финансовой стабильности. Соединенные Штаты по мере нарастания подъема в своей экономике вскоре могут перейти к менее адаптивной денежно-кредитной политике и более высоким долгосрочным процентным ставкам. После продолжительного периода мощных портфельных притоков в странах с формирующимся рынком ожидается переход к более неустойчивым внешнеэкономическим условиям и повышенным премиям за риск. Некоторым из таких стран необходимо предпринять действия для устранения финансовых и макроэкономических факторов уязвимости и повышения устойчивости в условиях перехода к режиму, при котором рост финансового сектора является более сбалансированным и стабильным. Япония движется в направлении к новому режиму экономической политики, «абеномике», которая характеризуется более решительным смягчением денежно-кредитной политики, сопровождающимся налогово-бюджетными и структурными реформами. Зона евро переходит к более прочному и надежному финансовому сектору, в том числе к более прочному валютному союзу с общей основой для сдерживания риска при укреплении финансовых систем и снижении чрезмерных уровней долга. Наконец, в мировой банковской системе поэтапно вводятся более надежные стандарты регулирования. В главе 1 рассматриваются проблемы и риски каждого из этих переходных процессов.

Первостепенная задача в связи с этими изменениями связана с преодолением побочных эффектов и прекращением со временем адаптивной денежно-кредитной политики в США. Такой переход, в том числе выгоды от сильной экономики США, должен помочь снизить риски для финансовой стабильности, связанные с длительным периодом низких процентных ставок. Однако задача обеспечения плавного перехода может оказаться сложной в условиях, когда инвесторы станут производить корректировку своих портфелей в соответствии с новым режимом с более высокими процентными ставками и большей волатильностью. В анализе в главе 1 подчеркивается риск того, что долгосрочные процентные ставки могут возрасти более резким образом, чем это ожидается сегодня. Структурное снижение ликвидности рынков и позиций с высокой долей заемных средств (леверидж) на рынках краткосрочного финансирования и в теневой банковской системе (например, в сфере доверительных фондов инвестирования в ипотеки) могло бы усилить это повышение процентных ставок и воздействовать на мировые рынки.

Проблемы финансовой стабильности также широко распространены во многих странах с формирующимся рынком. Рынки облигаций сейчас более чувствительны к изменениям адаптивной денежно-кредитной политики в странах с развитой экономикой, поскольку иностранные инвесторы массово присутствуют на национальных рынках и могут их быстро покинуть. В последние годы основные экономические показатели стран с формирующимся рынком ослабли после длительного эпизода увеличения кредита и повышения левериджа компаний. Управление рисками перехода к более сбалансированному и устойчивому

финансовому сектору при поддержании активного роста и финансовой стабильности будет одной из важнейших задач, стоящих перед директивными органами.

В период, когда центральные банки других стран рассматривают стратегии свертывания со временем нетрадиционных мер денежно-кредитной политики, Япония наращивает денежно-кредитные стимулы в рамках режима «абеномики», стремясь вытащить экономику из дефляционной ямы. Успешная реализация полного набора мер политики, предусматривающего налогово-бюджетные и структурные реформы, позволила бы укрепить внутреннюю финансовую стабильность и одновременно, скорее всего, усилила бы отток капитала. Но программа может сопровождаться значительными рисками для финансовой стабильности, если запланированные налогово-бюджетные и структурные реформы не будут реализованы в полном объеме. Неспособность провести эти реформы может привести к возвращению дефляции и увеличению банковских авуаров в форме государственных долговых инструментов, что еще больше увеличит уже сложный узел суверенных обязательств и банков. При более хаотичном сценарии с более высокими темпами инфляции и повышенными премиями за риск могут еще больше увеличиться риски как для внутренней, так и для мировой финансовой стабильности, в том числе могут быстро увеличиться показатели доходности облигаций и их волатильность, и резко расширится отток средств.

В зоне евро реформы, проведенные на уровне стран, и важные меры, принятые для улучшения архитектуры валютного союза, помогли сократить проблемы с финансированием банков и суверенных заемщиков. Однако в переживающих экономические трудности Италии, Португалии и Испании тяжелая долговая нагрузка сектора предприятий и фрагментация финансового сектора по-прежнему создают проблемы. Даже если в среднесрочной перспективе ликвидировать финансовую фрагментацию, по оценкам настоящего доклада, останется хроническая чрезмерная задолженность, составляющая почти одну пятую совокупного корпоративного долга Италии, Португалии и Испании. Если не будет принято дополнительных мер по улучшению экономических и финансовых условий, что будет соответствовать более неблагоприятному исходу, чем циклическое улучшение, заложенное в базисный сценарий октябрьского выпуска *«Перспектив развития мировой экономики»* 2013 года, некоторым банкам в таких странах потребуется еще больше увеличить резервные фонды для решения проблемы потенциального ухудшения качества активов в портфелях корпоративных ссуд. Это может поглотить значительную часть прибылей банков в будущем. Недавние действия по оценке качества активов и увеличению резервов и капитала помогли повысить способности банков покрывать убытки, но крайне необходимы дальнейшие усилия по очистке банковских балансов и переходу к полномасштабному банковскому союзу. Эти шаги должны дополняться комплексной оценкой и стратегией по устранению чрезмерной задолженности нефинансовых компаний.

Ряд мер политики может содействовать упорядоченному переходу к большей финансовой стабильности:

- Более активный рост в Соединенных Штатах создает условия для нормализации денежно-кредитной политики. Для достижения плавного перехода

- необходимы меры политики по преодолению последствий возросшей волатильности и корректировки портфелей и одновременному устранению структурных недостатков ликвидности и системных факторов уязвимости. Критически важное значение имеет четкая хорошо спланированная стратегия для информирования общественности должностными лицами центрального банка. По сравнению с предыдущими циклами ужесточения, у официальных органов в распоряжении имеется более обширный инструментарий. Однако в случае негативных потрясений могут потребоваться механизмы поддержки при непредвиденных обстоятельствах для преодоления риска экстренной распродажи активов в некоторых сегментах рынка и проведения упорядоченной корректировки или ликвидации. Усиленный надзор помог бы уменьшить связанные с этим риски чрезмерного леввериджа в теневой банковской системе, и особенно в более крупных доверительных фондах инвестирования в ипотеки.
- Для стран с формирующимся рынком основным механизмом передачи воздействия внешнего давления, скорее всего, будет напряженность с ликвидностью на рынках государственных облигаций и валютных рынках, а не каналы банковского финансирования. Кроме того, действия иностранных инвесторов в ответ на изменения ожиданий относительно денежно-кредитной политики США будут и далее сказываться на внутренних рынках. В случае значительного оттока капитала некоторым странам, возможно, потребуется сосредоточить усилия на обеспечении упорядоченной работы рынка на основе осмотрительного использования резервов для проведения политики. Для сохранения устойчивости экономики стран с формирующимся рынком необходимо уделять усиленное внимание внутренним факторам уязвимости в условиях, когда относительные перспективы роста становятся более скромными, номинальные ставки США увеличиваются, а потоки капитала уменьшаются. Директивным органам следует тщательно следить за быстрым ростом леввериджа компаний и сдерживать его. Национальным органам банковского регулирования необходимо предупреждать перекосы в финансировании в иностранной валюте, влияющие на балансы банков, в том числе за счет заимствования компаний в иностранной валюте. Кроме того, создание достаточных резервов и преодоление макроэкономических дисбалансов, скорее всего, будет целесообразным для смягчения последствий возросшей волатильности и более высоких премий за риск.
  - Ограничение рисков для финансовой системы Китая является одновременно очень важной и очень сложной задачей. Необходимо сдерживать общий рост кредитования в целях снижения рисков финансовой стабильности и содействия

переориентации экономики Китая к отходу от капитальных вложений и инвестиций в недвижимость, подпитываемых доступностью кредита. Важно укрепить пруденциальный надзор за теневой банковской деятельностью, устранить стимулы для регулятивного арбитража за счет последовательной финансовой либерализации (например, ставок по депозитам), а также противодействовать широко распространенному представлению о неявных гарантиях и экстренной помощи для рискованных корпоративных ссуд и механизмов сбережений. Пока кредиторы и сберегатели не возьмут кредитные потери на себя, государство будет сталкиваться с крупными и непредсказуемыми бюджетными затратами.

- Решительные меры политики Японии необходимо завершить, при этом официальным органам следует выполнить обязательства по налогово-бюджетной и структурной политике, с тем чтобы избежать рисков ухудшения ситуации. Эти меры необходимы для сдерживания возможного резкого повышения премий за риск по государственным облигациям, если динамика суверенного долга не улучшится. Для содействия уменьшению рисков для стабильности необходимо также повысить устойчивость рыночных структур (например, за счет модификации «предохранителей» на рынках производных инструментов) и решить проблему структуры рисков региональных банков.
- В зоне евро необходимо продолжить сокращение избыточной задолженности и укрепление банковских балансов наряду с усилением финансовой архитектуры зоны евро и завершением программы создания банковского союза. Требуется восстановить в полном объеме доверие инвесторов к банковским балансам в зоне евро и усилить потоки кредитов к жизнеспособным предприятиям: первым шагом, как планировалось, должно стать проведение тщательной, реалистичной оценки балансов на прозрачной основе. Необходимо ввести надежные механизмы пополнения капитала для покрытия любой выявленной недостаточности и сообщить о них до опубликования результатов процедуры. Устранение чрезмерной задолженности компаний следует проводить на основе комплексного подхода, включающего расчистку корпоративного долга, улучшение системы корпоративного банкротства и активное содействие небанковским источникам кредита. Дальнейшая монетарная поддержка со стороны Европейского центрального банка и кредитная поддержка жизнеспособных компаний Европейским инвестиционным банком критически важны для обеспечения времени для восстановления балансов частного сектора.

- Мировая капитализация банков остается неоднородной, поскольку финансовые организации находятся на разных этапах оздоровления балансов и действуют в различных экономических и нормативных условиях. Основные задачи заключаются в том, чтобы повысить доверие к балансам, увеличить степень их прозрачности и прочность, избегая при этом неоправданного давления на банки в результате нескоординированных национальных инициатив в области регулирования и неопределенности. Необходимы дополнительные меры по оценке того, как изменения на рынке и инициативы в области регулирования, затрагивающие бизнес-модели банков-дилеров, могут сказаться на затратах и обеспечении ликвидности рынка. Как минимум, в условиях, когда финансовые рынки переходят к режиму более высоких процентных ставок и повышенной волатильности, будут необходимы усиленный надзор и большая бдительность в отношении последствий напряженности в сфере ликвидности, связанной с трейдингом.

Если эти задачи экономической политики будут решаться надлежащим образом, а реформы проведены, как было обещано, переход к большей финансовой стабильности должен пройти гладко и обеспечить более прочную основу для деятельности финансового сектора и экономического роста. Но неспособность провести реформы, необходимые для решения многих задач экономической политики, выделенных выше, могла бы привести к серьезным вторичным эффектам для разных регионов и, возможно, подорвать плавный переход к большей стабильности.

В главе 2 изучаются меры политики, которые были приняты директивными органами для активизации вялого роста кредитования, который многие считают одним из основных факторов, объясняющих медленное восстановление экономики. В главе систематизируются меры политики, принятые разными странами, и предлагается основа для оценки их результативности. Утверждается, что меры политики наиболее эффективны, если они направлены на устранение ограничений, лежащих в основе слабости роста кредита. На основе использования нескольких аналитических инструментов в этой главе делается вывод о том, что ограничения кредитных рынков зависят от страны и меняются с течением времени, что требует тщательных оценок по отдельным странам. Более качественные данные о новом кредитовании также помогут в выявлении ограничений. Во многих случаях меры, ориентированные на спрос, и меры, ориентированные на предложение, дополняют друг друга, но их относительные масштабы и последовательность могут иметь большое значение. Кроме того, директивным органам следует учитывать бюджетные издержки и последствия мер политики, направленных на стимулирование кредита, для финансовой стабильности. Основные риски связаны с повышенным кредитным риском, в том числе с ослаблением стандартов андеррайтинга и опасностью бесконечной пролонгации существующих кредитов. Меры по смягчению этих рисков, возможно, не являются необходимыми или целесообразными, пока экономический подъем еще остается

слабым, поскольку это может противоречить целям кредитной политики (которая часто направлена на поощрение принятия рисков); тем не менее, директивным органам потребуется постоянно сопоставлять краткосрочные выгоды с более долгосрочными издержками мер политики, направленных на стимулирование кредитования.

В главе 3 авторы изучают, как структуры финансирования банков сказываются на финансовой стабильности, и рассматривают вопрос о том, приведут ли, скорее всего, инициативы в области реформ системы регулирования к более стабильным, диверсифицированным и устойчивым структурам. В этой главе делается вывод о том, что устойчивые банки в большей степени полагаются на собственный капитал и в меньшей степени на заемные средства (в особенности на краткосрочное оптовое финансирование, которое было одной из причин глобального финансового кризиса) и используют в качестве основного источника финансирования депозиты. Различные реформы обоснованно содействуют многим из этих желательных характеристик, но между ними могут возникать потенциальные противоречия. С одной стороны, существуют требования использовать в большем объеме обеспеченное финансирование (приводящие к повышению уровней обремененных активов), а также депозиты, с тем чтобы снизить уязвимость банков по отношению к резким изменениям на рынках оптового финансирования. С другой стороны, введение полномочий для вовлечения кредиторов и установление дополнительных привилегий для вкладчиков обеспечивает более надежную защиту налогоплательщиков и вкладчиков за счет оптовых держателей необеспеченных долговых инструментов. Численный анализ показывает соответствующее воздействие на стоимость необеспеченных долговых обязательств в условиях, когда возрастает доля вновь защищенных кредиторов. В существующих условиях и при действующей защите вкладчиков увеличение будет небольшим (особенно для банков с хорошим уровнем капитализации); однако если защита вкладчиков существенно расширится, то воздействие будет весьма значительным. Осмотрительное проведение реформ может смягчить противоречия: систему «Базель-III» и реформы внебиржевых производных финансовых инструментов следует ввести, как это было запланировано, но директивным органам следует вести мониторинг возросшего спроса на залоговое обеспечение и гарантировать наличие достаточного объема необремененных активов для возможности достаточного привлечения первоочередных необеспеченных кредиторов.