

Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности -- Сентябрь 2011 года

Аналитическое резюме

За последние несколько месяцев риски нарушения финансовой стабильности существенно возросли. Более слабые перспективы роста негативно сказываются на балансах как государственного, так и частного секторов и усугубляют проблему преодоления тяжелого бремени задолженности. Балансы государственного сектора во многих странах с формирующимся рынком весьма уязвимы по отношению к растущей стоимости финансирования, отчасти из-за передачи частных рисков государственному сектору. Напряженное положение в сфере государственных финансов заставляет директивные органы особенно осторожно применять налогово-бюджетную политику для поддержки экономической активности, тогда как денежно-кредитная политика обладает весьма ограниченными возможностями для предоставления дополнительных стимулов. В этих условиях кризис, которому сейчас пошел пятый год, перешел в новую, более политизированную фазу (рис. 1.1). В зоне евро были приняты важные меры по преодолению существующих проблем, но разногласия в вопросах политики *внутри* стран, проводящих корректировку, и *среди* стран, оказывающих поддержку, препятствовали достижению долговременного решения. Вместе с тем, США сталкиваются с растущими сомнениями относительно способности политического процесса прийти к необходимому консенсусу в отношении среднесрочной бюджетной консолидации, которая имеет критически важное значение для глобальной стабильности. Поскольку политические лидеры в этих странах с развитой экономикой еще не заручились широкомасштабной политической поддержкой для достаточного укрепления макрофинансовой стабильности и проведения стимулирующих рост реформ, участники рынка стали ставить под сомнение их способность принимать необходимые действия. Эта среда, характеризующаяся финансовыми и политическими недостатками, усиливает опасения относительно риска дефолта и требования о принятии последовательной стратегии преодоления цепного распространения и укрепления финансовых систем.

Действительно, в последнее время на мировую финансовую систему обрушилось несколько шоков: недавние рыночные потрясения, возникающие на периферии зоны евро, снижение кредитного рейтинга США, и признаки снижения экономической активности. В зоне евро давление на суверенных заемщиков угрожает возобновлением цикла негативной обратной связи между банковской системой и реальной экономикой. Напряженность в сфере суверенного кредита зоны евро, возникающая из-за стран с высокими спредами, по оценкам, с начала кризиса суверенной задолженности в 2010 году оказала прямое воздействие на банки в Европейском союзе в объеме примерно 200 млрд евро. Эта цифра не включает потребности банков в капитале, которая требует полной оценки банковских

балансов и состояния их доходов. Вместо этого делается попытка аппроксимировать увеличение суверенного кредитного риска, испытанного банками за последние два года. Эти эффекты усиливаются за счет сети весьма взаимосвязанных финансовых организаций с высокой долей заемных средств (левериджем); если включить открытые межбанковские позиции для тех же стран, масштабы вторичных эффектов увеличиваются примерно наполовину. Банки в некоторых странах уже утратили доступ к рынкам частного финансирования. Это увеличивает риск более серьезного сокращения левериджа, уменьшения кредита и сдерживания роста экономики, если не будут приняты надлежащие меры для ликвидации источников суверенных рисков с помощью действенной стратегии бюджетной консолидации и преодоления потенциальных последствий для финансовой системы благодаря повышению прочности банков.

В новом *«Докладе по вопросам глобальной финансовой стабильности»* делается предупреждение, что низкие ставки интервенции, хотя и необходимые в текущих условиях, могут быть сопряжены с долгосрочными опасностями для финансовой стабильности. В условиях сохраняющихся вялых темпов роста в странах с развитой экономикой низкие ставки являются целесообразными как естественные меры в ответ на низкий уровень экономической активности. Тем не менее, во многих странах с развитой экономикой некоторые отрасли все еще не выбрались из фазы кредитного цикла, связанной с восстановлением и реконструкцией, поскольку восстановление балансов не завершено, тогда как стремление к более высокой доходности заставляет другие сегменты увеличивать леверидж и, следовательно, они вновь становятся уязвимыми. Более того, низкие ставки направляют создание кредита в менее прозрачные механизмы, такие как теневая банковская система. Эти условия увеличивают потенциал более резкого и мощного поворота в кредитном цикле, что создает опасность большего ухудшения качества активов в случае новых шоков. Ускоренное восстановление балансов и надлежащие меры макропруденциальной политики могут содействовать ограничению этих рисков.

Страны с формирующимся рынком находятся на более высокой фазе кредитного цикла. Более радужные перспективы роста и более прочные основные показатели в сочетании с низкими ставками в странах с развитой экономикой привлекают потоки капитала. Эти потоки помогают увеличению внутренней ликвидности и кредита, приводят к росту доли заемных средства в балансах и повышают цены на активы. В результате, особенно в случае мягкой внутренней политики, возникает перегрев экономики, постепенно нарастают финансовые дисбалансы, и ухудшается качества кредита, поскольку в некоторых регионах, по прогнозам, возрастут необслуживаемые кредиты. В то же самое время страны с формирующимся рынком сталкиваются с риском резких поворотов, вызванных снижением роста мировой экономики, внезапным оттоком капитала или повышением

стоимости финансирования, что может ослабить отечественные банки. В докладе делается вывод, что достаточность капитала банков в странах с формирующимся рынком может быть снижена на величину до 6 процентных пунктов при очень неблагоприятном сценарии, сочетающем несколько шоков. Банки в Латинской Америке более уязвимы к шокам условий торговли, тогда как банки в Азии и в странах Европы с формирующимся рынком более чувствительны к повышению стоимости финансирования.

Уровень рисков является повышенным, а время для преодоления факторов уязвимости, которые угрожают мировой финансовой системе и продолжающемуся экономическому подъему, истекает. Приоритеты в странах с развитой экономикой заключаются в преодолении последствий кризиса и скорейшем завершении реформ в области финансового регулирования в целях повышения стойкости системы. Страны с формирующимся рынком должны ограничить нарастание финансовых дисбалансов и одновременно заложить основы для более прочной финансовой системы. В частности, необходимы следующие элементы.

- *Для снижения суверенных рисков в странах с развитой экономикой и предотвращения цепного распространения необходимы согласованные политические решения.* Саммит зоны евро 21 июля и последующие заявления Европейского центрального банка представляют собой существенные шаги для совершенствования системы урегулирования кризисов зоны евро. Однако крайне важно обеспечить быструю реализацию принятых мер и рассмотреть дополнительные меры по совершенствованию системы экономического и финансового управления зоны евро. США и Японии должны преодолеть суверенный риск благодаря стратегии, обеспечивающей консолидацию в налогово-бюджетной политике в среднесрочной перспективе, принимая во внимание, в частности, многочисленные неблагоприятные глобальные экономические и финансовые последствия неспособности решить бюджетные проблемы США надлежащим образом.
- *Для повышения стойкости финансовой системы и предупреждения эксцессов необходимы действенные меры.* Соответствующие бюджетные действия, в сочетании с мерами по укреплению банков за счет восстановления балансов и достаточного резерва капитала, могут разорвать связь между суверенным риском и банками. Если бюджетные меры страны приведут к успешному восстановлению долгосрочной устойчивости ее государственных финансов, премия за суверенный риск снизится, и это уменьшит давление на банки. Тем не менее, ввиду повышенных рисков и неопределенностей, а также необходимости убедить рынки, некоторым банкам, особенно тем, кто сильно зависит от оптового финансирования и имеет открытые позиции по более рискованным государственным долговым обязательствам, также может потребоваться дополнительный капитал. Кроме того,

необходимая сумма нового капитала будет также отчасти зависеть от доверия к мерам макроэкономической политики, принимаемым для искоренения причин суверенного риска. Нарращивание резервов капитала также будет содействовать кредитованию частного сектора. Слабые банки должны будут подвергнуться реструктуризации или ликвидации. Все потребности в капитале по возможности должны обеспечиваться из частных источников, но в некоторых случаях для жизнеспособных банков могут быть необходимыми и целесообразными вливания государственного капитала. Для сдерживания рисков, связанных с длительным периодом низких процентных ставок, и рисков кредитного цикла могут потребоваться более жесткие макропруденциальные меры.

- *Директивным органам стран с формирующимся рынком необходимо принять меры против перегрева экономики и нарастания финансовых дисбалансов за счет достаточных мер макроэкономической и финансовой политики.* Стресс-тесты показывают, что существуют основания для дальнейшего укрепления банковских балансов среди многих стран с формирующимся рынком.
- *Программу финансовых реформ необходимо завершить как можно скорее и провести в жизнь в международных масштабах последовательным образом.* Это включает завершение реализации системы Базель III, принятие подхода к системно значимым финансовым организациям и преодоление проблем, создаваемых теневым банковским сектором.

В главе 2 этого доклада «Долгосрочные инвесторы и распределение активов: какова ситуация сейчас?» рассматриваются движущие силы, определяющие глобальное распределение активов долгосрочных, обладающих реальными деньгами институциональных инвесторов, и потенциально долгосрочное воздействие кризиса на их инвестиционное поведение. Государственные и частные пенсионные фонды, страховые компании и управляющие активами, которые им помогают, как было установлено, изменили свое поведение во время кризиса и избегают рискованных неликвидных активов. В этой главе делается предостережение, что общий переход к более безопасным и ликвидным ценным бумагам может уменьшить стабилизирующую роль, которую инвесторы с длительным горизонтом планирования могут играть на мировых рынках.

В главе делается вывод об ускорении долгосрочной тенденции к увеличению доли активов стран с формирующимся рынком. Основными определяющими факторами являются хорошие перспективы внутреннего экономического роста и снижение воспринимаемого уровня страновых рисков, а не разница в процентных ставках. Величина оттока средств из фондов, инвестирующих в акции и облигации формирующихся рынков, может быть значительной, в некоторых случаях может превышать объем во время самого кризиса, если фундаментальные факторы, которые

определяют эти потоки, изменятся. Для этих стран данная угроза подчеркивает важность мер политики, направленных на поддержание высоких и стабильных темпов роста, а также на обеспечение прочности финансовой системы.

В главе 3 «На пути к реализации макропруденциальной политики: когда принимать меры?» выявляются переменные, которые могут служить индикаторами системных событий. Делается вывод, что среди кредитных переменных годовые темпы роста отношения кредита к ВВП свыше 5 процентных пунктов в год могут сигнализировать о возросшем риске финансового кризиса примерно за два года. Это особенно верно, если кредит включает прямые трансграничные кредиты от иностранных финансовых организаций. Важно отметить, что индикаторы, основанные на кредите, намного более эффективны, если они сочетаются с другими переменными, поскольку это позволяет лучше понимать исходные причины увеличения кредита. Это снижает риск неправильного применения мер макропруденциальной политики, когда расширение кредита обеспечивает здоровый рост экономики.

Наконец, в главе проливается свет на применение инструментов политики для ослабления нарастания системных рисков. В ней анализируется, как антициклические резервы капитала (важнейший макропруденциальный инструмент), могут предотвратить дестабилизирующие циклы. Интересно отметить, что на способности антициклических норм по минимальному капиталу смягчать системный риск не сказываются курсовые режимы. Это означает, что данный инструмент может быть во многих случаях эффективным в странах с различными типами экономики. В целом в главе делается шаг вперед в разработке и функционировании макропруденциальных систем, после кризиса эта тема активно обсуждается во многих странах.

