

Приводимый в данном выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» (ДГФС) анализ свидетельствует о том, что, несмотря на недавние благоприятные изменения на финансовых рынках, риски для финансовой стабильности усилились со времени подготовки апрельского выпуска ДГФС 2012 года, так как доверие к глобальной финансовой системе стало очень низким. Хотя значительные новые усилия, принятые директивными органами в Европе, устранили основные факторы, вызывавшие опасения инвесторов, кризис в зоне евро остается главным поводом для беспокойства. Восприятие риска больших отклонений в связи с реденоминацией валют вызвало сокращение частных открытых финансовых позиций по отношению к периферии зоны евро. Возникшие в результате этого бегство капитала и фрагментация рынка подрывают основы союза: интеграция рынков и эффективная единая денежно-кредитная политика.

Хотя предпринятые Европейским центральным банком в начале 2012 года исключительные операции поддержки ликвидности ослабили давление на банки сокращать активы, это давление затем вновь усилилось и сопровождалось возросшей фрагментацией рынка. Сделанное в июле заявление президента ЕЦБ и предложенные в сентябре меры ЕЦБ для усиления поддержки ликвидностью и сохранения надлежащего механизма передачи воздействия денежно-кредитной политики сыграли важную роль для устранения факторов, вызывавших наибольшие опасения инвесторов, и способствовали очередному подъему рынка. В данном выпуске ДГФС приводятся обновленные оценки представленных в апрельском выпуске 2012 года последствий сокращения доли заемных средств банков при трех сценариях: *базисном сценарии*, *сценарии слабой политики* и *сценарии полного набора мер политики*. Мы делаем вывод о том, что задержки в преодолении кризиса привели к увеличению ожидаемого сокращения активов банков. Наибольшее бремя прогнозируемого уменьшения предложения кредита приходится на периферию зоны евро, где сочетание сокращения доли заемных средств банков и напряженности в финансировании суверенных заемщиков служит сдерживающим фактором для корпоративного сектора.

В то время как в апрельском выпуске ДГФС 2012 года указывалось, что директивные органы в зоне евро должны использовать улучшение ситуации и не допускать новых срывов, в данном выпуске ДГФС делается вывод о необходимости ускорить деятельность в настоящее время. Как подробно указывается в главе 1, необходимо быстро перейти к *сценарию полного набора мер политики*, чтобы восстановить доверие, прекратить отток капитала и реинтегрировать зону евро. Ключевые элементы на национальном уровне включают в себя проведение тщательно скоординированной по срокам и поддерживающей экономический рост бюджетной консолидации; осуществление структурных реформ для уменьшения внешних дисбалансов и содействия экономическому росту; и завершение «расчистки» балансов банков, включая дальнейшие шаги по рекапитализации или реструктуризации, когда это необходимо, жизнеспособных банков и санации нежизнеспособных банков.

Эти национальные усилия должны быть поддержаны на уровне зоны евро достаточным финансированием банков посредством механизма ликвидности ЕЦБ. С точки зрения более фундаментальных мер, конкретный прогресс в создании банковского союза в зоне евро поможет разорвать пагубную связь между суверенными органами и отечественными банками и усовершенствовать надзор. В долгосрочной

перспективе успешный банковский союз потребует объединения достаточных ресурсов для создания заслуживающего доверия механизма бюджетной поддержки, как для органа банковской санации, так и совместного фонда страхования вкладов.

Разрастающийся кризис в зоне евро породил отток капитала в поисках более безопасных активов в другие страны, в частности США и Японию. Хотя эти потоки привели к тому, что стоимость финансирования государственного заимствования упала до рекордно низких уровней, как указывается в главе 2, в обеих странах сохраняются серьезные проблемы в бюджетной сфере. В США основные непосредственные риски связаны с угрозой «фискального обрыва», достижением «потолка» долга и соответствующей неопределенностью. Главным фактором, вызывающим обеспокоенность на среднесрочную перспективу, является экономически неприемлемая динамика долга. Япония стоит перед лицом высокого дефицита и рекордных уровней долга, а взаимозависимость банков и суверенных органов усиливается. В обеих странах сохраняется необходимость в безотлагательной разработке и реализации среднесрочной бюджетной корректировки. Главным уроком последних нескольких лет является то, что дисбалансы должны устраняться до того, как рынки начнут проявлять обеспокоенность в области кредитования.

Страны с формирующимся рынком до сих пор успешно преодолевали глобальные шоки, но должны будут принять меры против возможных будущих «ударных волн» при урегулировании замедления темпов роста, которое может усилить риски для внутренней финансовой стабильности. Местные рынки облигаций продолжают притягивать потоки капитала, даже несмотря на усиление кризиса в зоне евро. В целом многие страны в Центральной и Восточной Европе являются наиболее уязвимыми вследствие их прямой подверженности рискам в зоне евро и определенных схожих характеристик со странами на периферии зоны евро. Страны Азии и Латинской Америки в целом представляются более устойчивыми, однако ряд ключевых стран в этих регионах подвержены рискам, связанным с тем, что они находятся в поздней фазе кредитного цикла, охарактеризованного продолжительным периодом роста цен на недвижимость и уровней задолженности. Тем временем в ряде стран возможности для нового стимулирования с помощью мер политики несколько ограничены, что подчеркивает необходимость успешного решения проблем, стоящих перед конкретными странами.

Кризис подстегнул целый ряд реформ в области регулирования с целью повысить надежность финансовой системы. В главе 3 приводится промежуточный отчет по вопросу о том, ведут ли эти реформы в финансовом секторе к изменениям в правильном направлении путем сравнения с контрольным набором желательных характеристик: повышение прозрачности финансовых организаций и рынков, снижение их сложности и уменьшение доли заемных средств. Анализ показывает, что, несмотря на определенный прогресс, достигнутый за последние пять лет, финансовые системы ненамного приблизились к этим желательным характеристикам: они по-прежнему являются чрезмерно сложными при сильных внутренних межбанковских связях и высококонцентрированными при сохранении проблемы «слишком больших, чтобы обанкротиться» организаций. Хотя до настоящего времени не было каких-либо серьезных отступлений от финансовой глобализации, страны, в отсутствие надлежащей политики, остаются незащищенными перед отрицательными трансграничными вторичными эффектами. Частично прогресс был ограниченным из-за

того, что многие реформы в области регулирования по-прежнему находятся на ранних стадиях реализации, а также частично из-за того, что рядом стран по-прежнему проводятся интервенции, связанные с кризисом, что задерживает «перезагрузку» финансовой системы для ее перевода в более надежный режим работы. Хотя осуществляемые в настоящее время реформы со временем, вероятно, приведут к более надежной банковской системе, в главе отмечаются некоторые вопросы, которым по-прежнему требуется уделять внимание: 1) глобальное обсуждение преимуществ и недостатков прямых ограничений деловой активности для решения проблемы «слишком больших, чтобы обанкротиться» организаций; 2) уделение большего внимания сегментам банковской системы, которые могут создавать системные риски; и 3) достижение дальнейшего прогресса в реализации планов восстановления и санации крупных организаций, особенно действующих в международных масштабах.

В главе 4 поднимается фундаментальный вопрос о том, ведут ли определенные аспекты финансовой структуры к усилению экономических результатов. Существует ли вероятность того, что те силы, которые в настоящее время преобразуют финансовые структуры, включая реформы в области регулирования, приведут к созданию структур, которые будут поддерживать более высокие и менее подверженные колебаниям темпы роста, и к более стабильной финансовой системе? В главе делается вывод о том, что одни структурные характеристики действительно ассоциируются с более высокими экономическими результатами, а другие — с менее высокими и более подверженными колебаниям темпам роста. В частности, финансовые буферы (для капитала и ликвидности) обычно ассоциируются с более высокими экономическими показателями, в то время как некоторые виды нетрадиционного банковского посредничества ведут к менее благоприятным результатам. Анализ также показывает, что некоторые положительные характеристики могут иногда становиться отрицательными. Например, некоторые трансграничные связи большую часть времени являются положительными, но в отсутствие надлежащего управления во время кризиса могут становиться механизмами передачи дестабилизирующих шоков. В целом результаты анализа следует интерпретировать с осторожностью, так как он ограничивался серьезными пробелами в данных и имел относительно короткий период выборки, включавший глобальный финансовый кризис. Поэтому выводы для политики можно рассматривать только как предварительные. Тем не менее, были сделаны следующие два вывода: 1) финансовые буферы, состоящие из высококачественного капитала и действительно ликвидных активов, обычно способствуют росту экономических показателей; и 2) требуется тщательным образом управлять глобальными взаимосвязями банков, с тем чтобы можно было использовать выгоды от трансграничной активности, ограничивая отрицательные вторичные эффекты в периоды кризиса.

В главах 3 и 4 также подчеркивается, что успехи мер, направленных на создание более надежной финансовой системы, зависят от эффективной реализации и сильного надзора. Без этих элементов реформа в области регулирования может не привести к большей финансовой стабильности.