

Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности

Апрель 2009 года

Аналитическое резюме

Глобальная финансовая система продолжает подвергаться серьезному стрессу по мере распространения кризиса на домашние хозяйства, корпорации и банковский сектор как в странах с развитой экономикой, так и в странах с формирующимся рынком. Снижающаяся экономическая активность создает дополнительную нагрузку на балансы банков в обстановке продолжающегося снижения стоимости активов, которое ставит под угрозу достаточность их капитала и еще больше ослабляет стимулы к предоставлению новых кредитов. Как следствие, рост кредита замедляется и даже принимает отрицательные значения, что еще больше усиливает понижательное давление на экономическую активность. Уже происходит значительная корректировка частного сектора и вводятся в действие крупные пакеты государственной поддержки, что способствует появлению отдельных ранних признаков стабилизации. Но даже при этом необходимы дальнейшие решительные и эффективные меры политики и международная координация, чтобы поддержать эти улучшения, восстановить доверие населения к финансовым организациям и нормализовать условия на рынках. Основная задача заключается в том, чтобы разорвать снижающуюся спираль между финансовой системой и глобальной экономикой.

Для того чтобы исправить положение в финансовом секторе, необходимы меры политики, направленные на устранение напряженности на рынках финансирования банков и корпораций; восстановление банковских балансов; возобновление трансграничных потоков капитала (в частности, в страны с формирующимся рынком); и ограничение непреднамеренных побочных эффектов проводимых мер политики по борьбе с кризисом. Решение всех этих задач потребует сильной политической приверженности в трудных условиях и дальнейшего укрепления международного сотрудничества. Такая международная приверженность и решимость преодолеть проблемы, ставящиеся кризисом, крепнут, как показывают итоги саммита Группы 20-ти, состоявшегося в начале апреля.

Без тщательной очистки банковских балансов от неблагополучных активов, сопровождающейся реструктуризацией, а также, при необходимости, рекапитализацией, сохраняется риск того, что проблемы банков будут продолжать оказывать понижательное давление на экономическую активность. Согласно наилучшей оценке, хотя она и обусловлена рядом допущений, объем списаний активов, берущих начало в США, которые придется провести всем держателям таких активов с момента начала кризиса до 2010 года, увеличился с 2,2 трлн долларов США в январском выпуске Бюллетеня к «Докладу по вопросам глобальной финансовой стабильности» (ДГФС) 2009 года до 2,7 трлн долларов США, в основном в результате ухудшения базисного сценария экономического роста. В этом выпуске ДГФС оценки

списаний были расширены за счет включения активов, берущих начало в других странах с развитыми рынками, и хотя информация, лежащая в основе этих сценариев, является более неопределенной, такие оценки показывают, что списания могут достичь в целом примерно 4 трлн долларов США, примерно две трети из которых будет приходиться на банки.

В течение последних нескольких месяцев на межбанковских рынках наблюдались некоторые улучшения, но ситуация с финансированием остается напряженной, а доступ банков к более долгосрочному финансированию по мере наступления сроков погашения уменьшился. Хотя во многих юрисдикциях банки в настоящее время могут выпускать гарантированные государством долгосрочные долговые обязательства, их разрыв финансирования остается значительным. В итоге многие корпорации не могут получить от банков оборотный капитал, а некоторые испытывают трудности с привлечением долгосрочных кредитов, за исключением тех, которые предоставляются под гораздо более высокие проценты.

По мере падения цен на активы в ходе кризиса возникла напряженность в широком круге финансовых организаций. Тяжелый удар был нанесен пенсионным фондам — стоимость их активов быстро сократилась, а более низкие ставки доходности по государственным облигациям, которые используются многими для дисконтирования своих обязательств, одновременно повысили уровень дефицита их финансирования. Компании страхования жизни понесли убытки по своим авуарам в акциях и корпоративных облигациях, что в ряде случаев привело к значительному истощению их резервов уставного капитала. Хотя, возможно, большинство из этих организаций осмотрительно регулировали свои риски, некоторые из них приняли на себя более высокий риск, не вполне сознавая, что им могут предстоять потенциально напряженные эпизоды.

В настоящее время уход с внешних рынков происходит быстрее, чем процесс сокращения доли заемных средств в целом, причем резкое сокращение трансграничного финансирования усиливает кризис в нескольких странах с формирующимся рынком. Более того, изъятие средств иностранными инвесторами и банками, наряду с крахом экспортных рынков, создает давление на финансирование в странах с формирующимся рынком, которое требует неотложного внимания. Потребности стран с формирующимся рынком в финансировании велики: они оценивались на уровне примерно в 1,6 трлн долларов США в 2009 году, причем значительная часть приходилась на корпорации, включая финансовые организации. Хотя известно, что чистые потоки частного капитала в страны с формирующимся рынком прогнозировать очень сложно, согласно текущим оценкам, в 2009 году эти потоки будут отрицательными и, по всей вероятности, не вернуться на предкризисные уровни в будущем. Ситуация в странах с формирующимся рынком, которые зависели от таких потоков, уже ухудшается, что повышает значение компенсационной официальной поддержки.

Несмотря на беспрецедентные официальные инициативы, призванные остановить снижающуюся спираль в странах с развитой экономикой, — включая массивную бюджетную поддержку и целый ряд механизмов поддержки ликвидности, — потребуются дальнейшие решительные меры политики для содействия восстановлению доверия и уменьшению неопределенности на финансовых рынках,

которая подрывает перспективы экономического подъема. Однако передача финансовых рисков от частного сектора к государственному ставит сложные задачи. Сохраняется беспокойство относительно непреднамеренных искажений, а также относительно того, что издержки, связанные с краткосрочными стимулами, включая неограниченные пакеты поддержки банкам, в сочетании с более долгосрочными потребностями, вызываемыми старением населения, будут оказывать сильное повышательное давление на государственный долг в ряде стран с развитой экономикой. Образуется также «внутренний уклон» в экономике, так как официальные органы поощряют банки предоставлять кредиты внутри страны, а потребителей — расходовать средства преимущественно на внутреннем рынке.

Эти риски, обсуждаемые в главе 1, представляют некоторые из наиболее трудных проблем, с которыми сталкивался государственный сектор за последние полвека. Ниже рассматриваются вопросы, которые, как мы полагаем, носят ключевой характер для разрыва снижающейся спирали между финансовым сектором и реальной экономикой.

Рекомендации, касающиеся неотложных мер экономической политики

Даже если меры политики будут приниматься оперативно и осуществляться по плану, процесс сокращения доли заемных средств будет медленным и болезненным, а возобновление экономического подъема, по всей вероятности, займет продолжительное время. Сопутствующее сокращение доли заемных средств и снижение экономической активности, по оценкам, приведут к тому, что рост кредита в США, Соединенном Королевстве и зоне евро снизится и даже перейдет в отрицательную фазу в ближайшее время и восстановится только через несколько лет.

Эта трудная перспектива требует энергичной реализации уже введенных мер политики и, по мере необходимости, более решительных действий в области экономической политики. Однако политическая поддержка таких действий ослабевает по мере того, как население начинает без иллюзий смотреть на то, что воспринимается им как злоупотребление средствами налогоплательщиков в ряде широко освещаемых случаев. Существует реальный риск, что правительства не захотят выделять достаточные ресурсы для решения этой проблемы. Кроме того, неопределенность относительно политической реакции может снизить вероятность того, что частный сектор примет конструктивное участие в поиске планомерных решений по преодолению финансового стресса. Следовательно, одним из важных компонентов восстановления доверия будет четкость, последовательность и надежность ответных мер политики. Прошлые эпизоды финансовых кризисов показали, что восстановление нормального функционирования банковской системы занимает несколько лет и что рецессии, как правило, бывают более глубокими и продолжительными, когда они связаны с финансовым кризисом (см. главу 3 апрельского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2009 года). Тот же опыт показывает, что в тех случаях, когда меры политики являются нечеткими и не проводятся энергично и быстро, или же не направлены на решение основополагающей проблемы, процесс восстановления еще больше затягивается, а издержки, как с точки зрения средств налогоплательщиков, так и с точки зрения экономической активности, еще больше увеличиваются.

Учитывая глобальные масштабы кризиса, эффект национальных мер политики может быть усилен, если их проведение будет скоординировано между затронутыми кризисом странами. Координация и сотрудничество должны усилить положительный импульс, приданный последним саммитом Группы 20-ти, а в плане проведения финансовой политики особенно важно избегать негативных международных вторичных эффектов мер, принимаемых на национальном уровне. В частности, трансграничная координация, результатом которой является более согласованный подход к решению банковских проблем, включая урегулирование безнадежных активов, с большей вероятностью повысит доверие и позволит избежать регулятивного арбитража и конкурентных искажений.

В краткосрочном плане сохраняют актуальность три приоритета, выделенные в предыдущих выпусках ДГФС и в явной форме признанные в Коммюнике Группы семи, принятом в феврале 2009 года: 1) обеспечить доступ банковской системы к ликвидности; 2) выявить и урегулировать неблагополучные активы; и 3) рекапитализовать слабые, но жизнеспособные организации и быстро провести санацию нежизнеспособных банков. В целом, первое является задачей для центральных банков, тогда как две последние задачи входят в обязанности правительств. В первой области был достигнут прогресс, но инициативы политики в двух других областях представляются более разрозненными и принимаются в ответ на конкретные обстоятельства. В недавних заявлениях властей различных стран признается необходимость урегулировать проблемные активы и оценить устойчивость банков к дальнейшему ухудшению состояния глобальной экономики, с тем чтобы определить потребности в рекапитализации. Это — положительные шаги, которые, когда станут известны детали, вероятно, помогут уменьшить неопределенность и скептицизм общественности. Уроки прошлых кризисов говорят о необходимости принятия правительствами более энергичных и эффективных мер, направленных на преодоление и устранение слабых мест в финансовом секторе.

Быстро провести оценку жизнеспособности банков и их рекапитализации.

Необходимо заново оценить долгосрочную жизнеспособность организаций, с тем чтобы определить их потребности в капитале, с учетом реалистической оценки убытков до настоящего момента и, теперь уже, перспектив дальнейших списаний активов. Чтобы понять порядок величины общих потребностей западных банковских систем в капитале, мы провели две серии иллюстративных расчетов, в которых учитываются потенциальные будущие списания и доходы, которые могут получить эти банки в 2009–2010 годах. Расчеты основаны на нескольких исходных допущениях, часть из которых является весьма неопределенной, поэтому потребности банков в капитале следует рассматривать как показатель тяжести проблемы. Первый расчет основан на допущении о том, что доля заемных средств, измеренная как отношение материальных обыкновенных акций (МОА) к материальным активам (МА), возвращается на уровень, преобладавший до кризиса (4 процента МОА/МА). Даже для того, чтобы достичь такого уровня, вливания капитала должны будут составлять около 275 млрд долларов для банков США, примерно 375 млрд долларов для европейских банков, примерно 125 млрд долларов для банков Соединенного Королевства и примерно 100 млрд долларов для банков в остальных развитых европейских странах.

Второй иллюстративный расчет основан на допущении о возврате доли заемных средств на уровень середины 1990-х годов (6 процентов МОА/МА). Этот более высокий уровень увеличивает размер капитала, который потребуется влить, до примерно 500 млрд долларов для банков США, 725 млрд долларов для европейских банков, и 250 млрд долларов для банков Соединенного Королевства и 225 млрд долларов для банков в остальных развитых европейских странах. Эти приближенные оценки, основанные на наших сценариях, показывают, что, помимо компенсации убытков, дополнительная потребность в капитале связана с более жесткими требованиями в отношении доли заемных средств и более высокими требованиями в отношении собственного капитала, которые в настоящее время предъявляются рынками ввиду неопределенности, связанной со стоимостной оценкой активов и качеством капитала. Без вынесения какого-либо суждения относительно уместности использования коэффициента МОА/МА, важно отметить, что эти суммы уменьшаются в той степени, в которой привилегированные акции конвертируются в обыкновенные акции (что приводит к образованию вида капитала, лучше позволяющего амортизировать убытки), а также в той степени, в которой правительства предоставили банкам гарантии от будущих убытков по некоторым безнадежным активам на их балансах. Например, в США объем привилегированных акций, выпущенных в последние годы, довольно велик и при конвертации мог бы способствовать повышению коэффициентов МОА/МА. В ряде стран правительства согласились принять на себя значительные доли будущих убытков, понесенных некоторыми банками по отдельным наборам активов.

Таким образом, для стабилизации банковской системы и уменьшения этой неопределенности необходимы три составляющие:

- более активная роль надзорных органов в определении жизнеспособности организаций и надлежащих коррективных мер, включая установление потребностей в капитале на основе объема списаний, ожидаемых в течение следующих двух лет;
- полное и прозрачное раскрытие информации об ухудшении качества банковских балансов, проверенных надзорными органами на основе согласованного набора критериев;
- четкость определения надзорными органами видов требуемого капитала — либо как материальных обыкновенных акций, либо как капитала первого уровня, — и периодов времени, отводимых для достижения новых обязательных коэффициентов достаточности капитала.

Условия вливания капитала государством должны быть жесткими. Помимо учета списаний и имеющегося капитала, органы банковского надзора, проводящие оценку жизнеспособности банков, также должны удостовериться в устойчивости их структур финансирования, бизнес-планов и процессов управления риском, приемлемости политики компенсации и силе руководства. Жизнеспособные банки, не имеющие достаточного капитала, должны получать вливания капитала от органов государственного управления, предпочтительно таких, которые стимулируют приток частного капитала для повышения коэффициентов достаточности капитала до уровня, достаточного для восстановления доверия рынка к этому банку, и должны подлежать

тщательной реструктуризации. Пока эти организации держат государственный капитал, их операции должны быть объектом пристального мониторинга и выплата дивидендов должна быть ограничена. Пакеты оплаты труда и возможная замена высшего руководства должны внимательно анализироваться. Нежизнеспособные финансовые организации должны подвергаться санации в кратчайшие возможные сроки. Такая санация может повлечь за собой реструктуризацию, сокращение штатов организации, а также, возможно, ее упорядоченное закрытие, при условии что это не ставит под угрозу общесистемную финансовую стабильность.

Реструктуризация может потребовать временного перехода организации в собственность государства. Неспособность в настоящее время привлекать частные денежные средства говорит о том, что кризис углубился до такой степени, при которой органы государственного управления должны предпринять более решительные шаги и не избегать вливания капитала в форме обыкновенных акций, даже если это означает принятие мажоритарного или даже полного контроля над организациями. Таким образом, временная собственность государства может быть необходима, но исключительно с целью реструктуризации организации для скорейшего возврата ее в частный сектор. Наиболее важно то, что объем материальных обыкновенных акций должен быть достаточным для возобновления функционирования банка, так как они являются тем видом капитала, который рынки требуют держать на случай потенциальных списаний активов. До настоящего времени большинство вливаний капитала органами государственного управления проводились с использованием привилегированных акций, сопряженных с высокими издержками, которые могут ослабить способность банков привлекать другие формы частного капитала. Следует рассмотреть вопрос о конвертации этих акций в обыкновенные акции, с тем чтобы уменьшить это бремя. Неопределенность относительно дальнейшего вмешательства государства также препятствует притоку частного капитала, и потому необходимы четкие сообщения для устранения такой неопределенности. В условиях системного банковского кризиса преференциальное отношение к новым держателям облигаций и создание неблагоприятных условий для существующих держателей может иметь дестабилизирующие последствия, так как многие держатели облигаций сами являются финансовыми организациями, испытывающими стресс. Власти должны осознавать, при каких юридических условиях их вмешательство может рассматриваться как «кредитное событие», приводящее к поставке производных кредитных инструментов, с тем чтобы избежать дальнейших системных эффектов для других организаций или рынков.

Международное сотрудничество и согласованность имеют большое значение. Международная координация принципов, лежащих в основе решений частного сектора о проведении вливаний капитал и условий для таких вливаний, имеет важнейшее значение для того, чтобы избежать регулятивного арбитража или конкурентных искажений. Хотя в нынешнем политическом климате координировать меры политики нелегко, властям было бы целесообразно стремиться к проведению сопоставлений между их предложениями и предложениями, принимаемыми за границей, в целях обеспечения большей ясности.

Системный подход к урегулированию «безнадежных активов» — компании по управлению активами и гарантии.

Учитывая различия в проблемах, с которыми сталкиваются банковские системы, и доли их безнадежных активов, были приняты различные подходы. Наиболее важный приоритет заключается в выборе надлежащего подхода, обеспечении его адекватного финансирования и его четком осуществлении. Однако поскольку страны используют различные методы, еще большее значение приобретает координация основополагающих принципов, применяемых при проведении стоимостной оценки активов и определении доли убытков, которые должен принять на себя государственный сектор. В качестве одного из методов, использовавшихся до настоящего времени, Соединенное Королевство предпочло хранить активы в банках, но предоставляя при этом гарантии, ограничивающие воздействие дальнейших убытков. Один из альтернативных вариантов заключается в том, чтобы разместить безнадежные активы в отдельной компании по управлению активами (КУА) (так называемом «неблагополучном банке») — подход, который был принят Швейцарией в отношении компании «UBS» и которого в настоящее время придерживается Ирландия. Данный подход имеет то преимущество, что он относительно прозрачен, и в случае перевода значительной части безнадежных активов банка в КУА, «благополучный банк» сохраняет чистый баланс. США предоставили гарантию в отношении пула активов, которые либо являются проблемными, либо подвержены крупным убыткам, в случае Citibank и Bank of America, а также предлагают создать партнерства между государственным и частным сектором для приобретения неблагополучных активов у банков. Нынешнее предложение содержит в себе элементы, призванные стимулировать участие частного сектора, но пока неясно, будут ли банки иметь достаточно стимулов, чтобы действительно продавать свои неблагополучные активы. В целом, действенными могут оказаться различные подходы, в зависимости от обстоятельств конкретных стран.

Кроме того, поскольку проблемы стоимостной оценки остаются важным источником неопределенности, правительствам необходимо разработать методологии для реалистической стоимостной оценки неликвидных секьюритизированных кредитных инструментов, которые они намерены поддерживать. В тех случаях, когда активы не находятся в регулярном обращении и их рыночные цены основаны на «срочных продажах», стоимостная оценка должна проводиться, исходя из ожидаемых экономических условий, с тем чтобы определить чистую текущую стоимость будущих потоков доходов. Предпочтительно, и с учетом сложности некоторых из этих активов, чтобы такая базовая методология была согласована и последовательно применялась всеми странами во избежание чрезмерно положительных оценок, регулятивного арбитража или конкурентных искажений. Совет по финансовой стабильности, в сотрудничестве с учреждениями, устанавливающими стандарты, был бы оптимально приспособлен для содействия скоординированному подходу.

Предоставление достаточной ликвидности в дополнение к реструктуризации банков.

Рынки банковского финансирования продолжают подвергаться значительному стрессу и восстановятся лишь тогда, когда риск невыполнения обязательств третьими

сторонами уменьшится, и банки и поставщики ликвидности для оптовых рынков будут испытывать большую уверенность относительно использования их средств. Многие правительства ввели меры по защите вкладчиков и предоставили гарантии по различным видам банковских долговых обязательств, но без такой государственной поддержки имеется мало возможностей для получения более долгосрочного финансирования. Даже в этих условиях разрыв оптового финансирования остается широким, и можно было бы лучше согласовать структуры страновых программ, чтобы повысить четкость и уменьшить трения. Как результат, в обозримом будущем центральным банкам потребуется продолжать предоставлять банкам большой объем краткосрочной ликвидности, а правительствам потребуется предоставлять гарантии ликвидности. Однако уже пора рассмотреть вопрос о мерах политики выхода, которые в любом случае должны осуществляться постепенно. Такие меры политики должны быть направлены на постепенный пересмотр стоимости применяемых механизмов и ограничение условий их использования, с тем чтобы у банков имелись стимулы вернуться на частные рынки.

* * *

В дополнение к этим трем приоритетным задачам, касающимся банковских секторов стран с развитой экономикой, другие неотложные меры экономической политики должны быть направлены на преодоление распространения кризиса на страны с формирующимся рынком, а также риска финансового протекционизма.

Обеспечить наличие в странах с формирующимся рынком адекватной защиты против сокращения доли заемных средств и несклонности к риску инвесторов из стран с развитой экономикой.

Проблемы банковских секторов стран с развитой экономикой и глобального экономического спада в настоящее время оказывают серьезное воздействие на страны с формирующимся рынком. Согласно нашему прогнозу, отток трансграничных портфельных инвестиций в следующие несколько лет составит примерно 1 процент ВВП стран с формирующимся рынком. В рамках умеренных сценариев потоки частного капитала в страны с формирующимся рынком могут превратиться в оттоки в 2009 году с небольшими шансами на возобновление притоков в 2010 и 2011 году.

Как и в странах с развитой экономикой, центральные банки стран с формирующимся рынком должны будут обеспечить наличие достаточной ликвидности в своих банковских системах. Однако во многих случаях внутренний межбанковский рынок не является главным источником финансирования, поскольку в последние годы значительная часть банковского финансирования поступала из внешних источников. Поэтому центральным банкам может потребоваться предоставлять иностранную валюту посредством свопов или прямых продаж. Центральные банки, имеющие крупные резервы в иностранной валюте, могут использовать этот резерв, но необходимо также располагать другими средствами защиты, такими как своповые кредитные линии с центральными банками стран с развитой экономикой или использование механизмов МВФ. Большой объем ресурсов, имеющихся в распоряжении МВФ после саммита Группы 20-ти, может помочь странам смягчить воздействие финансового кризиса на активность в реальном секторе а также, в особенности в развивающихся странах, ограничить его последствия для малоимущих.

Кроме того, программы МВФ в некоторых случаях могут играть полезную роль в мобилизации поддержки от других сторон.

Значительная часть риска пролонгации внешнего долга странами с формирующимся рынком сосредоточена в корпоративном секторе. Может быть целесообразна прямая государственная поддержка корпоративного заимствования. В некоторых странах были предоставлены гарантии по банковским долговым обязательствам перед корпорациями, в основном тем, которые связаны с экспортными рынками. В отдельных странах принимаются меры по поддержке финансирования торговли при помощи различных механизмов, что помогает поддержать торговые потоки и ограничивает ущерб для реальной экономики. Но даже при этом надлежит разработать планы на случай чрезвычайных обстоятельств, с тем чтобы подготовиться к потенциально крупномасштабной реструктуризации, если обстоятельства еще больше ухудшатся.

Ввиду сильной трансграничной зависимости стран Европы очень важно, чтобы власти стран с развитой экономикой и стран с формирующимся рынком работали совместно над выработкой взаимовыгодных решений. Недавно опубликованный доклад «Группы де Ларозьера» представляет собой хорошее начало для обсуждения вопросов координации и сотрудничества внутри Европейского союза. Обеспокоенность по поводу пролонгации долговых обязательств с наступающими сроками погашения и продолжающееся внешнее финансирование дефицита по счетам текущих операций в странах Европы с формирующимся рынком требуют принятия мер. Кроме того, необходимы совместные действия по разрешению проблем банковской системы — включая координацию стресс-тестов с участием материнских и дочерних компаний, улучшение сотрудничества между странами происхождения и назначения и обмен информацией, — а также подготовка к урегулированию стрессов, связанных с обслуживанием долга домашних хозяйств и корпораций. В тех случаях, когда западноевропейские банки имеют по нескольку филиалов в странах Европы с формирующимся рынком, совместные обсуждения путей преодоления общих трудностей соответствующими надзорными органами, по всей вероятности, приведут к лучшим результатам для всех сторон.

Координация мер между странами во избежание политики разорения соседа.

Давление в сторону поддержки внутреннего кредитования может привести к финансовому протекционизму. Когда страны действуют в одностороннем порядке, чтобы поддержать свои собственные финансовые системы, это может иметь негативные последствия для других стран. В ряде стран власти заявили, что получающие поддержку банки должны сохранять объем кредитов, предоставляемых ими внутри страны, на определенном уровне (или, предпочтительно, увеличивать). Это может привести к вытеснению внешнего кредитования, по мере того как банки будут испытывать постоянное давление, заставляющее их сокращать долю заемных средств на своих балансах, продавать иностранные отделения и стремиться к удалению более рискованных активов, что вызовет негативные последствия для стран с формирующимся рынком и, следовательно, для глобальной экономики в более широком плане. В то же время достигнутые в последнее время договоренности между

материнскими банками в ряде стран о продолжении обеспечения кредитом своих филиалов в странах назначения являются обнадеживающими.

Обеспечение согласованности и повышение эффективности макроэкономической политики

Чтобы обеспечить основу для устойчивого экономического подъема, исключительно важно стабилизировать глобальную финансовую систему. Как отмечалось в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2009 года, меры политики, направленные на финансовый сектор, также будут более эффективными, если они будут подкрепляться соответствующими мерами налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики.

Содействие проведению взаимоусиливающих мер налогово-бюджетной и финансовой политики.

Возобновление роста кредита необходимо для поддержания экономической активности. Налогово-бюджетные стимулы, направленные на поддержание экономической активности и ограничение снижения стоимости активов, должны повысить кредитоспособность заемщиков и улучшить залоговое обеспечение, лежащее в основе кредитов, а также, в сочетании с мерами финансовой политики по укреплению банковских балансов, обеспечить возможность для устойчивого расширения кредита. Кроме того, фонды первоначального капитала для партнерств между государственным и частным сектором, создаваемых в целях осуществления инфраструктурных проектов, могут повысить спрос на кредиты.

В тех странах, которые имеют бюджетное пространство для маневра, налогово-бюджетные стимулы будут рассматриваться рынками положительно, что может помочь восстановить общее доверие. Однако рынки будут менее приветливо настроены по отношению к действиям правительств, которые уже имеют крупные дефициты или слабые институты разработки и проведения политики. Обеспокоенность рынков в связи с потенциальными бюджетными издержками государственной поддержки банковских систем уже очевидна в странах, в которых предоставлялась явная или неявная поддержка, особенно там, где финансовая система имеет большие размеры по сравнению с размерами экономики страны. Хотя в последнее время наблюдаются определенные улучшения, повышенные ставки доходности по государственным облигациям, расширяющиеся спреды по свопам кредитного дефолта или снижение валютных курсов — все это является проявлениями такой обеспокоенности. Власти должны снизить риски рефинансирования путем удлинения сроков погашения государственного долга в той мере, в которой позволяет спрос инвесторов.

Очевидно, что в настоящее время необходимы стимулирующие меры политики, но необходимо уделять пристальное внимание степени устойчивости бюджета, а также последствиям с точки зрения потребностей правительств в финансировании, связанным с любым пакетом стимулов, особенно учитывая риски непредвиденных ситуаций для баланса государства¹. В тех случаях, когда пакеты стимулов показывают, что

¹См. раздел, озаглавленный «Затраты, связанные с официальной поддержкой, потенциальными вторичными эффектами и рисками для экономической политики» в главе 1, а также вставку 3.5 в главе 3.

бюджетные целевые показатели не могут быть достигнуты, такие пакеты должны сопровождаться вызывающими доверие среднесрочными бюджетными параметрами, обеспечивающими снижение дефицита и уровней долга². Без таких мер, органы государственного управления рискуют утратить доверие к их платежеспособности.

Использование, в случае необходимости, нетрадиционных мер политики центральных банков для возобновления работы рынков кредита и финансирования.

В ряде стран были быстро понижены номинальные ставки интервенции в качестве первой линии защиты от рецессии, и в некоторых странах эта ставка приближается к нулю (или уже достигла нуля), тогда как спреды ставок потребительского и коммерческого кредита остаются высокими. В ряде случаев использовались нетрадиционные меры политики центральных банков, направленные на возобновление работы рынков кредита и финансирования, и может потребоваться рассмотреть другие такие меры. Эффективность дополнительных инструментов до настоящего времени трудно оценить, но очевидно, что шаги по расширению и изменению структуры балансов центральных банков получают все большее распространение. По мере того, как центральные банки все шире используют такие инструменты, следует более тщательно продумать надлежащие стратегии выхода после улучшения ситуации. Правительствам может потребоваться предоставить гарантии как надежности баланса центрального банка, так и его независимости в общем плане.

В некоторых странах с формирующимся рынком проведение политики в отношении процентных ставок в существующих условиях затрудняется необходимостью учитывать последствия для валютных курсов. Некоторые страны могут не иметь возможности для снижения курсов и могут быть даже вынуждены повысить их, если их снижение привело бы к оттоку капитала. Как и в случае налогово-бюджетной политики, методы использования денежно-кредитной политики будут диктоваться обстоятельствами отдельных стран. В некоторых странах может иметься возможность для ослабления давления на валютные курсы путем предоставления ликвидности в иностранной валюте.

Подготовка к созданию более устойчивой глобальной финансовой системы

Неотложным приоритетом директивных органов является преодоление текущего кризиса. В то же время продолжается работа над созданием более устойчивой финансовой системы на более долгосрочную перспективу. Помимо обеспечения более устойчивой и эффективной финансовой системы после окончания кризиса, четкое понимание направленности долгосрочной финансовой политики также может способствовать устранению неопределенности и повышению доверия рынка в краткосрочном плане. Хотя многие предложения, приведенные ниже, могут показаться концептуальными, их последствия реальны. Надлежащая реализация этих

²См. документ МВФ “The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis,” («Состояние государственных финансов: перспективы и среднесрочная политика после кризиса 2008 года»), 6 марта 2009 года. Имеется в Интернете по адресу: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030609.pdf>.

предложений потребует значительных изменений в структуре и ресурсах, и при этом важнейшее значение будет иметь международная согласованность³.

Нет сомнений в том, что кризис потребует далеко идущих изменений в структуре и функционировании финансовых рынков, и что финансовая система будет характеризоваться низкими уровнями заемных средств, меньшими несоответствиями в структуре финансирования, более низким риском невыполнения обязательств контрагентами и более прозрачными и простыми финансовыми инструментами, чем в докризисный период. Основная ответственность за внесение вклада в создание этой новой среды путем совершенствования управления риском, включая уделение внимания вопросам управления и политики в отношении вознаграждений, лежит на частном секторе.

Поскольку и рыночная дисциплина, и государственный надзор оказались недостаточными для надлежащей оценки и ограничения роста системных рисков, улучшение финансового регулирования и надзора является ключевым составляющим элементом предотвращения будущих кризисов. Основное внимание следует сосредоточить на том, как выявлять и смягчать системные риски при помощи более совершенного регулирования.

Хотя попытки устранить все системные риски не только были бы безуспешными, но и замедлили бы экономический рост и ограничили творческий подход и инновации, текущий кризис показывает, что необходимо уделять больше внимания системно ориентированному надзору и регулированию. В то же время, более совершенная макропруденциальная основа денежно-кредитной политики также способствовала бы снижению системных рисков. Хотя необходимо стремиться к тому, чтобы регулирование, по мере возможности, обеспечивало стимулы для частных организаций к действиям, укрепляющим финансовую стабильность, следует понимать, что общесистемная стабильность является общественным благом, которое будет недооцениваться частными организациями, и необходимо, чтобы нормы регулирования заставляли системно значимые фирмы в большей степени интернализировать совокупные общественные издержки нестабильности. Для того чтобы это происходило, мандаты центральных банков, органов регулирования и надзора должны включать финансовую стабильность. Потребуется ввести четкую основу для оценки и принятия мер в отношении системных рисков с четким указанием ведущего системного регулирующего органа.

Чтобы иметь возможность для оценки системных рисков, необходимо лучше определять и измерять эти риски. В главах 2 и 3 освещаются различные системы показателей, помогающие выявлять системно значимые организации путем наблюдения за прямыми и косвенными связями. В некоторых случаях эти показатели могут рассматриваться как отправная точка для рассмотрения возможности введения дополнительной надбавки к капиталу, которая может предусматриваться в качестве

³ Набор соответствующих рекомендаций приведен в документе МВФ “Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management,” («Уроки финансового кризиса для будущего регулирования финансовых организаций и рынков и управления ликвидностью», 4 февраля 2009 года. Имеется в Интернете по адресу: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020409.pdf>.

сдерживающего фактора, не позволяющего фирмам становиться «слишком связанными, чтобы можно было позволить им обанкротиться». Даже если эти предлагаемые меры не будут использоваться официально, они могут служить руководством для директивных органов в ограничении масштабов различных рисков среди организаций. Очевидно, что такие методы потребуют очень тщательного рассмотрения и применения, с тем чтобы избежать ситуаций, когда организации в итоге находят другие способы принятия рисков, приносящих прибыль. Прежде чем вводить нормы регулирования, основанные на этой работе, необходимы дополнительные обсуждения и исследования.

Что касается реформ регулирования, мы считаем, что здесь существует пять приоритетных областей: расширение периметра регулирования для охвата системно значимых организаций и видов деятельности, предотвращение чрезмерного увеличения доли заемных средств и снижение процикличности, решение проблем, связанных с рыночной дисциплиной и информационными разрывами, улучшение трансграничного и многофункционального регулирования и совершенствование управления системной ликвидностью. Основные уроки могут быть резюмированы нижеследующим образом.

Определить системно значимые организации и периметр пруденциального регулирования.

Как было признано в последнем Коммюнике Группы 20-ти, текущий кризис продемонстрировал, что регулирование должно охватывать все системно значимые организации. Традиционно, системно значимыми считались только основные крупные банки, но кризис показал, что и другие финансовые посредники, кроме банков, могут быть системно значимыми, и их банкротство может вызывать дестабилизирующие эффекты. Для системной значимости важен не только размер организации — имеет значение также ее связь с другими организациями и уязвимость ее моделей ведения деятельности по отношению к чрезмерной доле заемных средств или структуре финансирования, характеризующейся повышенным риском.

Чтобы лучше выявлять системные риски, необходимо распространить регулирование на более широкий спектр организаций и рынков. Хотя регулироваться должны, разумеется, не все финансовые организации, пруденциальный надзор должен будет охватывать некоторые организации, которые ранее рассматривались как не входящие в число ключевых организаций (например, инвестиционные банки). Кроме того, органам регулирования необходимо будет вести надзор за определенными видами деятельности (такими как производные кредитные инструменты и страхование), независимо от организационно-правовой формы, к которой они относятся.

Наиболее эффективным может быть подход с использованием двух уровней. Организации, относящиеся к более широкому уровню, обязаны будут представлять информацию, на основе которой органы надзора смогут устанавливать, какие организации являются системно значимыми. Другой уровень образует более узкий — хотя и более широкий, чем в настоящее время, — периметр более интенсивного пруденциального регулирования и надзора, который будет охватывать все системно значимые организации. Хотя эти организации будут подлежать более тщательной проверке, учитывая их системную значимость, другие организации будут продолжать быть объектом надзора как участники платежной или банковской системы, либо

в целях защиты потребителей или инвесторов. В главах 2 и 3 приведены методологии, которые могут использоваться для определения тесноты связей между организациями и, следовательно, контуров внутреннего уровня. Эти методы будут изучаться более подробно по мере разработки Фондом практического определения системно значимой организации в соответствии с запросом Группы 20-ти.

Предотвращать чрезмерную долю заемных средств и ограничивать проциклическость.

Необходимы новые подходы к регулированию во избежание нарастания системных рисков с последующим трудным процессом сокращения доли заемных средств. Поиск решений, касающихся ограничения доли заемных средств в будущем и снижения проциклических тенденций, присущих коммерческой практике и существующему регулированию, остается сложной задачей. Регулирование должно стремиться к тому, чтобы укреплять процесс принятия финансовыми организациями обоснованных решений, основанных на оценке риска, тогда как создание препятствий к принятию риска в глобальной экономике было бы нецелесообразным. Регулирование должно обеспечивать стимулы, поддерживающие финансовую стабильность, одновременно снижая стимулы к регулятивному арбитражу и краткосрочному подходу, но более высокие стандарты должны вводиться постепенно с течением времени, с тем чтобы они не усугубляли существующую ситуацию.

Нормативы достаточности капитала и стандарты бухгалтерского учета должны включать стимулы и руководящие положения, обеспечивающие возможность для накопления дополнительных резервов капитала во время подъемов, когда риски имеют тенденцию к увеличению и, как правило, недооцениваются. Это послужит лучшим отражением рисков в течение цикла и, таким образом, позволит увеличить капитал и резервы, которые можно было бы использовать для покрытия возможных убытков во времена спадов. Теоретически, такие контрциклические нормативы достаточности капитала не должны носить дискреционный характер: они должны действовать как автоматические стабилизаторы и быть встроены в нормы регулирования. Это не ограничит возможности надзорных органов для принятия дополнительных мер в случае необходимости. Верхний предел доли заемных средств, основанный на простом показателе, мог бы послужить в качестве дополнительного ограничения при проведении более надежных расчетов достаточности капитала, взвешенного с учетом риска.

Следует улучшить правила учета и методы стоимостной оценки, с тем чтобы они отражали более широкий диапазон имеющейся информации об изменении рисков в течение цикла. Учреждения, устанавливающие стандарты бухгалтерского учета, и органы пруденциального регулирования должны сотрудничать в достижении этих целей, причем особое внимание должно уделяться созданию возможностей для увеличения резервов на покрытие возможных убытков по кредитам в периоды быстрого расширения кредита, анализу подходов к стоимостной оценке резервов или корректировок в тех случаях, когда стоимостная оценка резервов в трейдинговом реестре является весьма неопределенной, и изучению других путей смягчения неблагоприятной динамики, потенциально связанной с учетом по справедливой стоимости.

Необходимо также уменьшить процикличность риска ликвидности путем принятия мер к увеличению буферных запасов ликвидности и финансирования управления риском. Во времена подъемов необходимо уделять больше внимания структурам сроков погашения и надежности источников финансирования, которые могут оказаться уязвимыми во времена спадов.

Решать проблемы, связанные с рыночной дисциплиной и информационными разрывами.

Важно устранить информационные разрывы, которые были выявлены кризисом. Во многих случаях информация, необходимая для обнаружения системных рисков, либо не собирается, либо не анализируется с учетом системных рисков — особенно данные, необходимые для изучения системных связей, так как это требует наличия информации о взаимных открытых позициях организаций. Однако, помимо некоторых технических трудностей, связанных со сбором и формальной оценкой открытых позиций, существуют юридические преграды их сбору по различным видам организаций, а также на трансграничной основе. Для того чтобы добиться прогресса в этой области, необходимы согласованность отчетности и определений и более активный обмен информацией между юрисдикциями.

Необходима более качественная информация о внебалансовых рисках, сложных структурированных продуктах, производных инструментах, доле заемных средств, а также трансграничных рисках и рисках невыполнения обязательств контрагентами, дополняющая существующий набор показателей, используемых в системах раннего предупреждения. Необходимо усовершенствовать практику раскрытия информации по системно значимым финансовым организациям, включая методологии стоимостной оценки и методы регулирования риска, пересмотренный набор показателей финансовой устойчивости и более эффективные оценки системного риска директивными органами. Эти элементы подкрепляются анализом, проведенным в главах 2 и 3. Кроме того, более широкая общедоступная информация поможет инвесторам проводить надлежащую оценку клиентов, недостаток которой был одной из основных причин текущего кризиса.

Укрепить трансграничное и многофункциональное регулирование.

Более совершенное трансграничное и многофункциональное регулирование потребует улучшения институциональных и правовых условий. Необходим прогресс в уменьшении ненужных различий, устранении препятствий для надзора за фирмами, имеющими глобальное и региональное значение, с более гармонизированными ранними коррективными мерами, правовыми основами санации банков и практическими методами надзора за трансграничными фирмами. Назначение ведущего регулирующего учреждения — которым, в принципе, мог бы служить национальный официальный орган, — коллегией органов регулирования, осуществляющей надзор за фирмой, будет иметь важнейшее значение для обеспечения адекватного надзора. Страны происхождения должны прилагать усилия к укреплению сотрудничества с принимающими странами, с тем чтобы обеспечить наличие открытых линий связи в тех случаях, когда требуется быстрая реакция, — планирование на случай непредвиденных обстоятельств должно охватывать все соответствующие стороны.

Совершенствовать управление системной ликвидностью.

В отношении управления системной ликвидностью центральные банки могут извлечь из кризиса ряд уроков, касающихся гибкости их операционных основ, инфраструктуры, лежащей в основе основных денежных рынков и необходимости в лучших механизмах для предоставления трансграничной ликвидности.

Другой способ ограничить системные связи и риск того, что напряженность распространится на целый ряд организаций, состоит в том, чтобы создать клиринговые механизмы, уменьшающие риск невыполнения обязательств контрагентами при помощи взаимозачета трейдинговых операций, и сделать этот клиринговый механизм контрагентом по каждой операции. Недавние попытки предоставлять некоторые из этих услуг на рынке свопов кредитного дефолта заслуживают одобрения. Однако допуск большого числа предлагаемых организаций несет в себе опасность того, что остро необходимое уменьшение риска невыполнения обязательств контрагентами может быть ослаблено в связи с расщеплением объемов и уменьшением возможности для взаимозачета. Конкурентные условия потенциально могут привести к принятию мер по сокращению затрат, которые ослабят системы управления риском. Таким образом, если множественные клиринговые механизмы будут разрешены, они должны подлежать строгому надзору с использованием международно-принятых стандартов, обеспечивающих возможность для проведения клиринга и расчетов между странами и в различных валютах. Во вставке 2.4 приведены принципы построения таких механизмов.

* * *

Многие из этих рекомендаций уже обсуждались на международных форумах, и они составляют основу для новых или пересмотренных норм регулирования или руководящих принципов надзора. Совет по финансовой стабильности силами своей основной рабочей группы, создал ряд подгрупп для разработки руководства по вопросам политики в ряде областей, включая некоторых из тех, которые выделены здесь. Базельский комитет рассматривает вопрос о внесении изменений в систему «Базель-II» и основу управления риском ликвидности. Совет по международным стандартам бухгалтерского учета и Совет по стандартам финансовой отчетности издали руководящие положения, касающиеся методов оценки стоимости неликвидных активов, и внесли другие изменения в свои руководящие положения и стандарты бухгалтерского учета, принимая во внимание кризис и его причины. Другие международные организации пересматривают свои руководящие положения и оптимальную практику. Со своей стороны, МВФ будет пересматривать свои Программы оценки финансового сектора, а также совершенствовать надзор на многосторонней и двусторонней основе. Совместный Проект по разработке систем раннего предупреждения, осуществляемый МВФ в сотрудничестве с Советом по финансовой стабильности, укрепит глобальную координацию оценки риска с целью предоставления более обоснованных рекомендаций по экономической политике для предотвращения нарастания системных рисков.