

БЮЛЛЕТЕНЬ О СОСТОЯНИИ РЫНКОВ ДГФС**28 июля 2008 года**

Последние несколько месяцев характеризовались существенной коррекцией на финансовых рынках и проведением чрезвычайных интервенций директивными органами. Тем не менее состояние глобальных финансовых рынков остается непрочным при сохранении повышенных значений показателей системного риска. Качество многих категорий кредитов начало ухудшаться в условиях снижения цен на недвижимость и замедления экономического роста. Несмотря на то что банкам удалось привлечь дополнительный капитал, их балансы вновь начали подвергаться стрессу, а котировки акций банков резко снизились. Это усложнило привлечение дополнительного капитала и увеличило вероятность негативных взаимосвязей между коррекцией в банковской системе и реальной экономикой. Наряду с этим становится все труднее находить правильный баланс между мерами в отношении инфляции, роста и финансовой стабильности при проведении политики. Стойкость формирующихся рынков к глобальным потрясениям подвергается испытанию в связи с ужесточением внешних финансовых условий и возрастающей угрозой инфляции, встающей перед разработчиками политики.

Резюме произошедших изменений

Несмотря на принимаемые официальными органами меры уровень кредитных рисков остается повышенным, и финансовые рынки продолжают испытывать системные напряжения, а уровень готовности принимать на себя риски неизменно остается низким. На финансовых рынках не произошло возврата к повышенным уровням системного риска, наблюдавшимся весной, однако все большую обеспокоенность вызывают взаимосвязи между макроэкономическими перспективами и рынками (рис. 1).

Сохранение высоких кредитных рисков

Несмотря на то что ожидаемые потери по позициям, связанным с непервоклассными ипотечными кредитами США, остаются высокими, к настоящему времени они уже были в основном признаны. Все большие опасения вызывает то, что в условиях резкого увеличения неплатежей по кредитам и отчуждений за долги на жилищном рынке США, а также неуклонного снижения цен на жилье ухудшение кредитов становится все более распространенным явлением. Качество большинства ипотечных кредитов высшего качества в США продолжает снижаться (рис. 2). Объемы списаний в США сейчас увеличиваются, пусть и с низкого в целом базового уровня, для всех основных категорий кредитов

(рис. 3), что вызывает опасения, подкрепляемые крахом банка IndyMac, по поводу того, что в будущем убытки понесут некоторые крупные коммерческие банки США.

Отсутствие определенности в отношении будущих потерь и потребностей в капитале стало причиной резкого падения котировок акций спонсируемых правительством предприятий (СПП), занимающихся ипотечным кредитованием в США (рис. 4). Наличие широкой базы инвесторов в долговые обязательства СПП (в том числе крупные портфели таких обязательств в банках США и у иностранных инвесторов) и сегодняшняя зависимость ипотечного кредитования в США от секьюритизации учреждениями-посредниками означали, что возникновение сомнений в надежности долговых обязательств СПП будет иметь системные последствия. Задача, которая стоит сегодня в области политики, заключается в том, чтобы отыскать четкое и постоянное решение и при этом продолжать оказывать поддержку секьюритизации ипотек в США.

Спад на жилищном рынке США необходимо остановить в интересах стабилизации рынка, поскольку это поможет оправиться не только населению, но и финансовым организациям. В настоящее время еще не видно нижнего предела падения цен на жилищном рынке; однако некоторые недавние изменения в доступности жилья, возможно, заложат основу для стабилизации цен на жилье. Цены на жилье снижаются и в ряде других стран ОЭСР (прежде всего в Ирландии, Испании и Соединенном Королевстве (рис. 5)), что вызывает обеспокоенность в связи с будущими убытками по кредитам в сферах ипотечного кредитования, строительства и коммерческого имущества.

Сохраняющиеся напряжения в банковском секторе

Несмотря на списания ипотек и ценных бумаг на общую сумму свыше 400 млрд долларов, банкам в США, Европе и Азии, как правило, удавалось мобилизовать капитал (рис. 6). Однако раскрытая сумма убытков пока превышает объем привлеченного капитала, и банки испытывают трудности с поддержанием уровня доходов ввиду снижения качества кредитов, сокращения доходов от оплаты услуг, высокой стоимости финансирования и рисков по операциям с узкоспециализированными и ипотечными страховщиками. Вследствие этого котировки акций банков резко снизились, а показатели риска дефолта по кредитам возросли (рис. 7). С учетом рыночных цен на ценные бумаги, обеспеченные активами, и сохраняющейся динамики неплатежей по кредитам у нас нет достаточных оснований для изменения оценки общей суммы убытков в текущих рыночных ценах, опубликованной в апрельском выпуске ДГФС.

В условиях, когда банки снижают уровень своего леввериджа посредством мобилизации капитала и восстановления резервных запасов ликвидности, сохраняется повышенный уровень межбанковских ставок (рис. 8) и происходит увеличение стоимости финансирования (рис. 9) несмотря на создание новых механизмов чрезвычайной ликвидной поддержки некоторыми центральными

банками. Спреды по долговым обязательствам финансовых организаций продолжают расширяться по причине отсутствия определенности в отношении масштабов будущих списаний кредитов, поглощения забалансовых структур и способности приносить доход в будущем.

Ужесточение условий кредитования и задачи в области денежно-кредитной политики

Стремление банков снизить уровень своего леввериджа и сэкономить на капитале сопровождается продажей активов и ужесточением условий кредитования, что ведет к замедлению роста кредитов в США и зоне евро. В условиях возрастания рисков инфляции сузились возможности поддержания финансовой стабильности средствами денежно-кредитной политики. В первом квартале 2008 года общий рост объемов заимствования частного сектора снизился до 5,2 процента — уровня, наблюдавшегося в последний раз после рецессии 2001 года. В условиях сохранения давлений, вынуждающих банки снижать уровень своего леввериджа, рост такого заимствования может еще более замедлиться согласно тому, как это описано в апрельском выпуске ДГФС (рис. 10). Одним из положительных явлений стала сохраняющаяся «жизнестойкость» выпусков облигаций инвестиционного класса, хотя рынки высокодоходных и структурированных кредитов остаются по сути закрытыми.

Повышение рисков на формирующихся рынках

Страны с формирующимися рынками пока остаются относительно устойчивыми к кредитным потрясениям. Однако, по мере того как кризис приобретает затяжной характер, условия внешнего финансирования ужесточаются, и некоторые страны с формирующимся рынком начинают подвергаться пристальному анализу, прежде всего в отношении мер политики, принимаемых ими в ответ на рост инфляционного давления.

Сейчас уже есть явные признаки того, что инвесторы начинают более осторожно подходить к расширению своих позиций. После недавнего достижения высшего значения в середине мая показатели рынков акционерного капитала стран с формирующимся рынком немного уступают аналогичным показателям стран с развитым рынком. Отток средств из инвестиционных фондов, специализирующихся на акционерных капиталах стран с формирующимся рынком, затронул прежде всего рынки стран Азии, в которых наблюдаются наиболее высокие значения инфляции и рисков замедления роста.

По мере увеличения цен на биржевые товары, ослабления готовности брать на себя риски и ужесточения условий внешнего финансирования рынки становятся все более селективными в своих подходах к рискам, сопряженным с крупными внешними дисбалансами. Премии за риск для стран с формирующимся рынком с внешней несбалансированностью (определяемой как дефицит счета текущих операций в размере 5 процентов ВВП и более) вновь выходят на свои наивысшие

уровни, наблюдавшиеся в середине марта, а показатели рынков акционерного капитала уступают показателям стран с меньшими внешними дисбалансами (рис. 11).

Ответные меры политики

На сегодняшний день меры, принятые центральными банками в целях продления сроков погашения и расширения допустимых видов обеспечения и контрагентов, принесли успех в ограничении системных рисков. Однако в условиях снижения уровня леввериджа и неопределенности в отношении оценки стоимости активов уровень кредитных рисков остается повышенным, и это говорит о том, что ряду финансовых организаций, возможно, будет необходимо дополнительно привлечь капитал. На этом этапе кризиса в центре внимания оказались характер стратегии мер по оздоровлению и степень государственной поддержки.

Ввиду системного значения СПП администрация США приняла краткосрочные меры по обеспечению доступа этих учреждений к ликвидности, необходимой для поддержания их деятельности. Тем не менее, корни проблемы отчасти уходят в существующую систему регулирования СПП, которая позволила расширить балансы этих организаций до их сегодняшних, имеющих системное значение масштабов. Как только условия стабилизируются, необходимо будет подвергнуть анализу модель деловой деятельности СПП и надзора за ними. Законодательный акт, недавно рассмотренный Конгрессом США, предусматривает создание независимого органа регулирования.

Развитие кризиса выделило значение продвижения вперед в осуществлении необходимых реформ, сформулированных МВФК и Форумом по финансовой стабильности. Соответствующие организации и форумы добились успеха в вопросах политики на кратко- и среднесрочную перспективу. МВФ определил порядок приоритетности своих усилий в ключевых областях своей компетенции в рамках программы политических инициатив, в том числе в области оценки и мониторинга капитала и ликвидности, прозрачности и стоимостной оценки, а также системы антикризисного управления и преодоления кризисов.