

Международный Валютный Фонд

ДОКЛАД О ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

БЮЛЛЕТЕНЬ О СОСТОЯНИИ РЫНКОВ

Департамент денежно-кредитных систем и рынков капитала

Январь 2011 года

Сохраняется риск для глобальной финансовой стабильности

Почти через четыре года после начала крупнейшего со времен Великой депрессии финансового кризиса глобальная финансовая стабильность еще не обеспечена, и остаются нерешенными значительные проблемы экономической политики. Реструктуризация балансов не завершена и происходит медленно, все еще высока доля заемных средств (леверидж). Взаимосвязь между банковской системой и суверенными кредитными рисками в зоне евро остается одним из важнейших факторов, и необходимы меры политики, направленные на преодоление уязвимых мест налогово-бюджетной сферы и банковского сектора. На глобальном уровне все еще требуется провести реформы системы регулирования, с тем чтобы поставить финансовый сектор на более прочную основу. В то же время адаптивная политика в странах с развитой экономикой и относительно благоприятные основные показатели в некоторых странах с формирующимся рынком стимулируют приток капитала. Это означает, что директивным органам в странах с формирующимся рынком потребуется внимательно следить за признаками вздутых цен на активы и чрезмерного роста кредита.

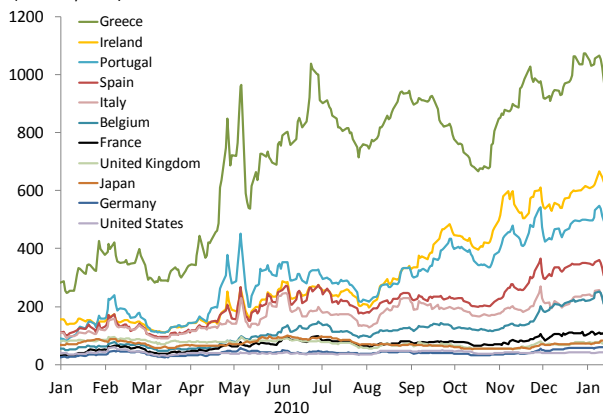
Несмотря на некоторое ускорение мирового экономического роста (см. «Бюллетень ПРМЭ»), мировая финансовая стабильность еще не обеспечена. Мировой подъем, происходящий на двух уровнях (страны с развитой экономикой растут намного медленнее, чем остальной мир), продолжает создавать трудности для экономической политики. Перспективы медленного роста в странах с развитой экономикой и сохраняющаяся слабость их бюджетных сальдо усиливают чувствительность рынка к рискам устойчивости долговой ситуации. Очевидные взаимосвязи между непрочными балансами государственного и банковского секторов приводят к возобновлению давления на рынках финансирования в зоне

евро и усилению напряженности. В то же время адаптивная политика в странах с развитой экономикой и относительно благоприятные экономические детерминанты в странах с формирующимся рынком стимулируют потоки капитала в последнюю группу стран. Это создает повышательное давление на рынки активов в странах-получателях, при этом увеличивается неявный риск резкого поворота потоков и тем самым создаются значительные трудности для экономической политики, направленной на поиски наилучшего способа освоения потоков.

Несмотря на эти факторы, показатели финансовых рынков до настоящего момента

в начале 2011 года были благоприятными, что объясняется более позитивным экономическим климатом, имеющейся в избытке ликвидностью и возрастающей склонностью к риску. Курсы акций в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком после октябрьского выпуска «Доклада о глобальной финансовой стабильности» (ДФФС) 2010 года выросли. Взлетели цены на биржевые товары — при этом цены на нефть, продукты питания, металлы и сырье быстро растут. Однако такие положительные изменения явно отсутствовали на рынках суверенного долга и в банковских системах многих стран с развитой экономикой (рис. 1). Более того, сейчас есть несколько случаев, когда спреды по свопам суверенного кредитного дефолта (СКД) превышают спреды в крупных странах с формирующимся рынком. Спреды по СКД банков в этих странах с развитой экономикой также являются значительными.

Figure 1. Sovereign Credit Default Swap Spreads
(In basis points)

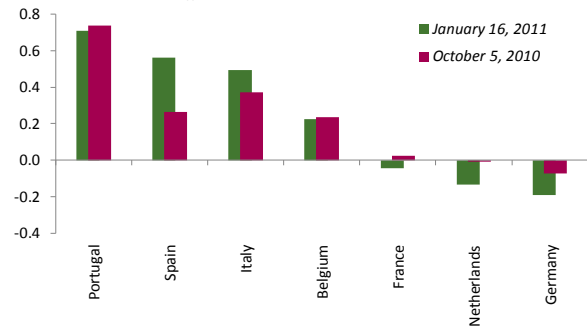


Усиление взаимосвязи между суверенными рисками и рисками банковского сектора

Несмотря на улучшение конъюнктуры в период после октябрьского выпуска ДГФС

2010 года, суверенные риски в зоне евро в целом возросли и распространились на большее число стран. Спреды по государственным облигациям в некоторых случаях достигали рекордно высоких значений, которые существенно превышали уровни, наблюдавшиеся во время потрясений в мае прошлого года. Давление на Ирландию было особенно серьезным, в результате была принята программа ЕС-ЕЦБ-МВФ. Корреляция между средней доходностью суверенных обязательств Греции и Ирландии и доходностью облигаций Португалии остается высокой, но, по мере распространения напряженности, в последние месяцы резко возросла корреляция с доходностью облигаций Испании и в меньшей степени — Италии (рис. 2).

Figure 2. Ten-Year Government Bond Correlation with Average of Greece and Ireland
(3-month correlation coefficient)

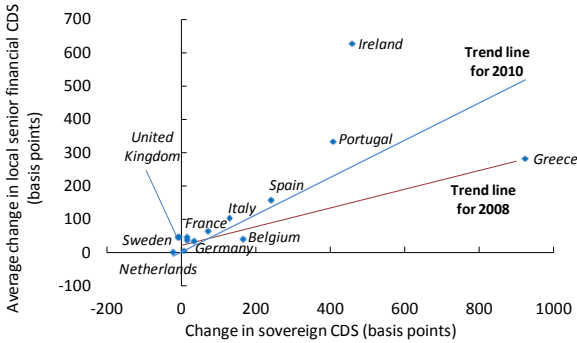


Sources: Bloomberg L.P.; and IMF staff calculations.

Негативная взаимосвязь между суверенными и банковскими рисками, хотя и ограничена все еще зоной евро, в ряде стран усилилась, что привело к нарушению работы некоторых рынков финансирования. На рис. 3 показано, что спреды СКД, выписанных на финансовые организации, больше всего выросли в тех странах, где напряженность на рынке суверенного долга была

наибольшей — и эта взаимосвязь сейчас более прочна, чем в 2008 году.

Figure 3. Sovereign and Bank Credit Default Swap Spreads¹



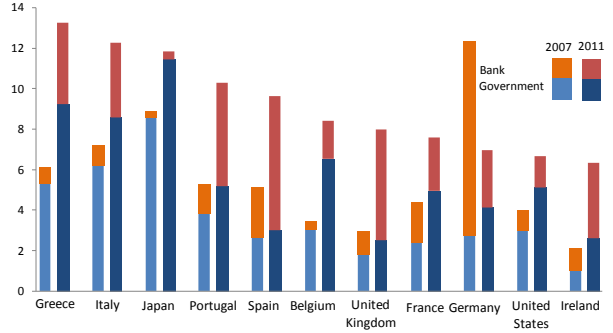
Sources: Bloomberg L.P., and IMF staff estimates.

¹January 2010 to December 2010. Data points not labeled are for Austria, Denmark, and Norway.

Небольшие и в большей степени ориентированные на внутренний рынок банки в ряде стран лишились доступа к частным источникам оптового финансирования. Многие банки, сохранившие доступ, несут более высокие расходы и могут заимствовать лишь на очень короткие сроки.

Несколько стран, а также их крупнейшие банки, испытывают значительные потребности в финансировании в 2011 году, тогда как отношения банковского и суверенного долга к ВВП в последние несколько лет существенно увеличились (см. Бюллетень Бюджетного вестника МВФ и рис. 4). Сочетание трудностей в области финансирования и сохраняющихся уязвимых мест банковского сектора делает финансовые системы непрочными и весьма уязвимыми по отношению к ухудшению настроения участников рынка.

Figure 4. Government and Bank Bonds Due (In percent of GDP)



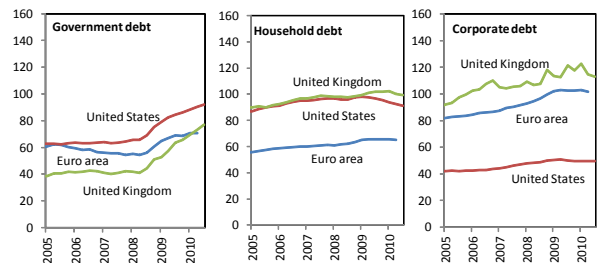
Sources: Dealogic; IMF, World Economic Outlook database; and IMF staff calculations.

Note: The first stacked bar for each country is for bonds that were due in 2007 and the second stacked bar is for bonds due in 2011. In order to compare current funding needs with the past the dataset only includes a subset of total bonds due and so does not reflect total funding needs. The chart also does not include interest payments.

Незначительный прогресс в снижении левериджа

Процесс наращивания валового долга, накопленного частным сектором в ряде стран с развитой экономикой, в большинстве случаев радикально изменил направление лишь частично, если вообще изменился (рис. 5).

Figure 5. Debt to GDP in Percent, By Sector



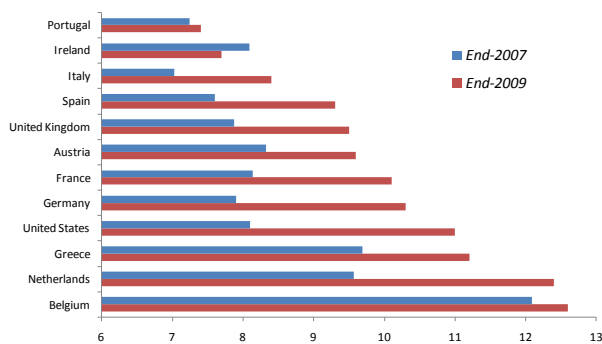
Sources: ECB; Haver; Federal Reserve; and IMF staff calculations.

Отношения долга частного сектора к ВВП должны со временем постепенно снизиться по мере повышения экономической активности, но высокие текущие уровни долга и обычная тенденция убытков по кредитам отставать от подъема все еще могут создавать риски для банковской системы.

В большинстве стран банковские системы снизили свою уязвимость путем повышения

отношения капитала первого уровня (рис. 6). Однако добиться улучшения в структуре финансирования было труднее. Кроме того, некоторые банковские системы зоны евро особенно уязвимы по отношению к ухудшению кредитного качества своих авуаров суверенных обязательств. Даже в странах, которые находятся в лучшем положении по обоим этим аспектам, еще сохраняются риски. В США необслуживаемые кредиты, связанные с коммерческой и жилой недвижимостью, по-прежнему создают риски ухудшения балансов банков, а отношение государственного долга к ВВП остается высоким.

Figure 6. Banking System Tier 1 Capital Ratios
(In percent)



Sources: EU Consolidated Banking Data; and SNL Financial.

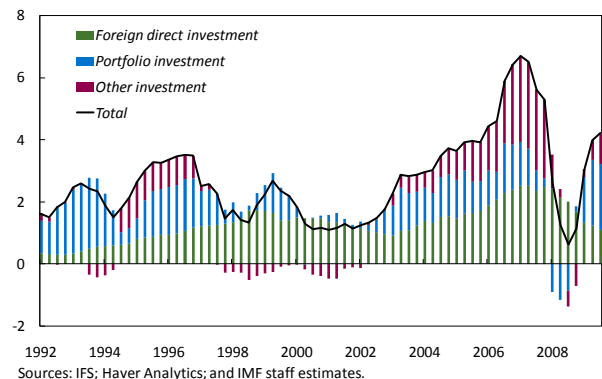
Все еще высокие уровни частного долга в некоторых странах, скорее всего, уменьшают как спрос в частном секторе на кредит, так и готовность банков предоставлять кредиты, сдерживая экономический подъем. Хотя адаптивная денежно-кредитная политика целесообразна для содействия подъему, низкие процентные ставки и использование количественной адаптации могут иметь негативные побочные эффекты для финансовой стабильности, в том числе за счет поощрения более рискованных инвестиций. Низкие ставки создают также

проблему для таких инвесторов в инструменты с фиксированным доходом, как пенсионные фонды и страховые компании, которые полагаются на более доходные активы для покрытия своих долгосрочных фиксированных обязательств.

Возобновление потоков капитала в страны с формирующимся рынком

Улучшающиеся экономические детерминанты на некоторых ведущих формирующихся рынках наряду с низкими процентными ставками в странах с развитой экономикой привели к оживлению потоков капитала после значительного снижения в разгар финансового кризиса. Чистый приток в страны с формирующимся рынком сейчас в совокупности составляет около 4 процентов ВВП (рис. 7). Для сравнения, приток до кризиса превышал 6 процентов ВВП. Приток капитала сопровождается крупным увеличением выпусков акций и облигаций, что потенциально ограничивает некоторые эффекты притока для цен на эти активы.

Figure 7. Capital Flow to Emerging Markets
(Net liabilities, percent of aggregate GDP, 4-quarter moving average)



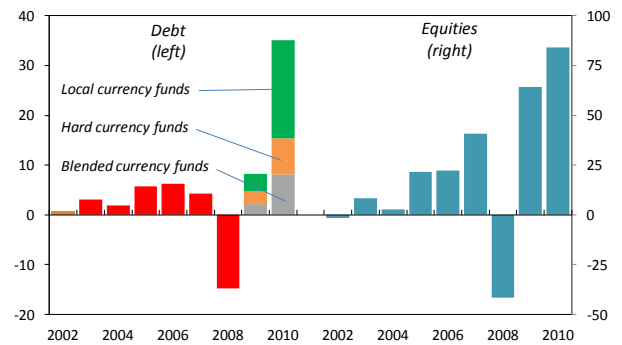
Sources: IFS; Haver Analytics; and IMF staff estimates.

Данные потоки капитала могут частично быть обусловлены структурными факторами, лежащими в основе решений

об изменении распределения активов со стороны институциональных инвесторов, которые сейчас более благоприятно относятся к активам стран с формирующимся рынком. Однако эти потоки также вызваны процентными арбитражными операциями, когда инвесторы надеются получить прибыль от разницы в процентных ставках и ожиданий относительно повышения валютных курсов. Такие ожидания часто сопровождаются мерами политики, призванными временно ограничить укрепление валюты. Форвардные процентные ставки показывают, что ожидается увеличение текущей разницы между ставками интервенции стран с формирующимся рынком и стран с развитой экономикой, что еще больше увеличит стимул для таких арбитражных операций. Это свидетельствует об уязвимости по отношению к перемене направления потоков, например, в ответ на неожиданное повышение ставок в странах с развитой экономикой, изменение перспектив роста в странах с формирующимся рынком или усиление несклонности к рискам.

Приток капитала обычно является благоприятным для стран-получателей, но устойчивый приток может создать нагрузку на возможности освоения средств внутренними финансовыми системами. Розничные потоки в паевые фонды, инвестирующие в долг и акции, были активными, особенно в фонды, специализирующиеся на акциях, и могут привести к вздутым ценам на активы, если предложение местных активов ограничено (рис. 8).

Figure 8. Annual Retail Flows to Emerging Market Debt and Equity Mutual Funds
(In billions of U.S. dollars)

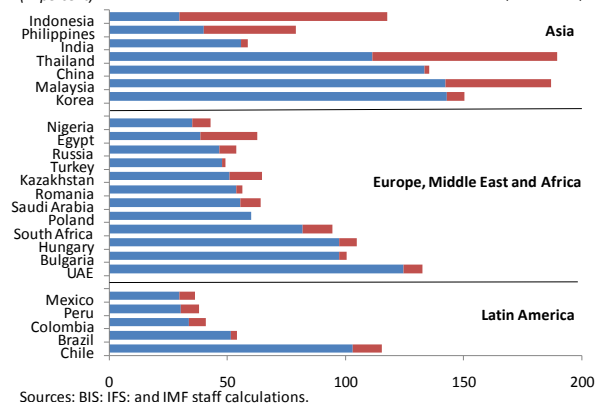


Sources: EPFR; and IMF staff estimates.

Хотя большинство показателей курсов акций находятся в диапазонах прошлых периодов, некоторые «горячие точки» возникают на фондовых рынках Колумбии и Мексики и в меньшей степени — САР Гонконг, Индии и Перу.

Приток капитала может также приводить к быстрому росту задолженности частного сектора в странах-получателях. Как показано на рис. 9, в некоторых странах Азии и Латинской Америки нефинансовый частный долг приближается к максимальным относительным показателям, достигнутым

Figure 9. Non-Financial Private Sector Debt to GDP
(In percent)



Sources: BIS; IFS; and IMF staff calculations.

в период 1996–2010 годов (например, в Бразилии, Индии, Китае, Корее и Чили)¹. Хотя в некоторых странах это изменение может отражать углубление и здоровое развитие финансового рынка, в других странах это может сигнализировать об увеличении риска, при этом важно, чтобы власти стран сохраняли бдительность.

Другой симптом крупного притока капитала заключается в том, что структуры с низким рейтингом получают более широкий доступ к рынку для эмиссии долга, что вызывает снижение среднего качества активов, находящихся у инвесторов. В течение последних двух лет происходит увеличение доли долга, выпущенного структурами с более низкой кредитоспособностью.

Приоритеты экономической политики

Необходимы меры политики, с тем чтобы обеспечить проведение требуемых реструктуризации и восстановления балансов — как банков, так и суверенных заемщиков — и продвижение реформы системы регулирования.

Время, купленное за счет чрезвычайных мер поддержки, применявшихся последние несколько лет, истекает. Эффект низких ставок интервенции, которые близки к нулевой границе, скорее всего, со временем будет уменьшаться. Бюджетный стимул и дальнейшая государственная поддержка финансового сектора также становятся все менее политически приемлемыми. Очевидно,

¹ Долг частного сектора включает внутренние и трансграничные банковские кредиты и внутренний и международный корпоративный долг.

что поддержка в сфере денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики может быть результативной в краткосрочном плане, но такая поддержка не является заменой структурных решений долгосрочных проблем. Такие решения должны позволить преодолеть суверенный риск и факторы финансовой уязвимости целостным и всеобъемлющим образом.

Разрыв цикла негативной обратной связи между суверенным долгом и финансовой сферой

Необходимо ликвидировать корень проблемы во многих странах, пострадавших от кризиса, — пагубную взаимосвязь между суверенным риском и риском финансового сектора. Это в особенности касается стран зоны евро, где, несмотря на создание общих инструментов, рынки по-прежнему озабочены отсутствием достаточно всесторонней и последовательной стратегии восстановления балансов бюджетной сферы и финансовой системы.

Все страны с чрезмерным уровнем долга (как внутри, так и за пределами зоны евро) должны добиться дополнительного среднесрочного, масштабного и внушающего доверия продвижения в реализации стратегий бюджетной консолидации, наряду с улучшением управления государственным долгом на основе Стокгольмских принципов². В частности, в странах, испытывающих трудности в области финансирования, официальным органам по-прежнему необходимо убедить рынки в том, что они

² См. www.imf.org/external/np/mcm/Stockholm/principles.htm, где приводится полный свод принципов.

могут сократить и сократят зависимость от пролонгации и удлинит структуру своего долга по срокам погашения. Этот процесс неизбежно будет связан с другими мерами, в частности, структурными мерами, направленными на поддержку потенциального роста. Значимые шаги в этом направлении были сделаны в ряде стран зоны евро, но еще необходимы последовательные дальнейшие меры. В США задержка с выработкой надежной стратегии среднесрочной бюджетной консолидации в конечном итоге должна привести к росту процентных ставок США, с эффектами цепной реакции для стоимости заимствования в других странах. Чем дольше откладывается бюджетная стабилизация, тем более вероятно резкое повышение доходности казначейских бумаг, которое может иметь дестабилизирующие последствия для глобальных финансовых рынков и мировой экономики. Другой стране с высоким уровнем долга, Японии, также необходимо продолжить работу по снижению этого уровня и обеспечению устойчивости бюджета в условиях старения населения.

В то же самое время необходимо восстановить финансовую систему — укрепить банковский сектор благодаря целенаправленным корректирующим мерам, устранению рисков больших отклонений и созданию более совершенной системы регулирования.

В Европейском союзе для снижения неопределенности и восстановления уверенности на рынках необходимы шаги, перечисленные ниже.

- Требуется провести дальнейшие тщательные и надежные стресс-тесты

банков, а также принять последующие планы рекапитализации и реструктуризации жизнеспособных организаций с недостаточным капиталом и закрытия нежизнеспособных структур с конкретными сроками.

- Фактические размеры Европейского фонда финансовой стабильности следует увеличить, а он сам должен быть наделен более гибким мандатом. В странах, где банковская система образует значительную часть экономики, сейчас еще более критически важно обеспечить доступ к достаточным источникам средств, если необходимо, используя механизмы поддержки, помимо национальных.
- Необходимо задействовать и укрепить, если это требуется, механизмы санации для зоны евро. Введение общеевропейской системы санации банков с механизмом бюджетной поддержки в масштабах ЕС должно содействовать разделению суверенных и банковских рисков.
- Европейскому центральному банку потребуется по-прежнему предоставлять ликвидность нуждающимся в ней банкам и продолжать свою Программу интервенций на рынках ценных бумаг, признав также, что этот комплекс мер является временным и не решит исходных проблем.

В США необходимы действия для преодоления сдерживающего влияния все

еще не восстановившихся рынков недвижимости.

- Важно найти пути уменьшения негативного влияния макрофинансовых связей с крупным «теневым» объемом жилья на продажу (то есть жилья, которое находится в процессе отчуждения за неуплату или, как ожидается, будет в состоянии дефолта), который, скорее всего, будет угнетать цены на жилье в течение некоторого времени и усугублять проблемы отрицательного капитала собственников жилья. Необходимы также меры по активизации работы рынков секьюритизации, при одновременном обеспечении соответствия структурированных кредитных инструментов целям системной стабильности.
- Как подчеркивалось в выводах недавнего доклада в рамках Программы оценки финансового сектора (ФСАП), необходим пересмотр системы финансирования жилья в США, в том числе роли спонсируемых государством предприятий, связанных с ипотекой. Они могут быть приватизированы или преобразованы в коммунальные предприятия с явной (и финансируемой явным образом) гарантией. Официальным органам не следует откладывать выработку плана будущих действий.

Во многих странах с развитой экономикой банковские балансы и реструктуризация операций необходимы для сохранения долгосрочной жизнеспособности

финансовых организаций и, следовательно, уменьшения неявного давления на суверенные балансы в этих странах. В некоторых банковских системах проблемы являются в меньшей степени цикличными и носят в большей мере структурный характер, а именно связаны с хронически низкой рентабельностью и сокращением сфер деятельности. В тех случаях, когда долговременные решения невозможны, требуются эффективные инструменты санации, которые могут сохранить финансовую стабильность в условиях все более сложной и взаимосвязанной глобальной финансовой системы и которые в то же время позволяют в конечном итоге нести убытки кредиторам, а не налогоплательщикам. Правительствам сейчас необходимо тщательно продумать, как благодаря улучшению структуры капитала и, возможно, ограничениям на сферы и рискованность операций сделать крупные финансовые организации менее опасными для общесистемной стабильности и суверенных балансов.

Необходимо продолжать работу по реформе системы регулирования

На глобальном уровне работа по реформе системы регулирования продвигается, но все в большей мере сдерживается усталостью от реформ и огромной сложностью вопросов. Были достигнуты успехи в микропруденциальном регулировании банков, направленном на обеспечение надежности отдельных организаций, хотя остаются важные пробелы.

Макропруденциальная политика, направленная на сохранение стабильности финансовой системы в целом, в большинстве стран находится еще на самом раннем этапе, и есть опасения, что

системные факторы уязвимости вновь усилятся до того, как будут достигнуты солидные результаты в целях предотвращения такого усиления. Финансовым системам потребуется адаптироваться к новым реформам, в том числе в условиях, когда экономический подъем наберет обороты, а процентные ставки повысятся. Это будет труднее для таких стран, как Япония, где на протяжении длительного времени действовали низкие процентные ставки и происходило накопление долга.

Создаются новые структуры для улучшения системного надзора. Им следует как можно скорее начать сбор и анализ данных и вносить рекомендации по вопросам финансовой политики, особенно с учетом текущих низких процентных ставок, которые вполне могут создавать условия для новых факторов финансовой уязвимости. Новый Европейский совет по системному риску приступил к работе в этом месяце, и участники рынков будут внимательно следить за возможными решительными предупреждениями о риске и рекомендациями. Новому Совету по надзору за финансовой стабильностью в США, который уже начал проводить регулярные встречи, необходимо продемонстрировать, что механизмы финансовой стабильности и сопутствующая структура регулирования были усовершенствованы с учетом уроков кризиса.

Разрабатываются рекомендации по выявлению системно значимых финансовых организаций и оценки их вклада в системный риск, хотя остается открытым вопрос, как уменьшить риски, создаваемые ими для финансовой системы. В частности, трудным и еще не решенным является вопрос

о способах работы с системно значимыми небанковскими организациями и рынками. Кроме того, методы повышения качества надзора и создания полностью функционального механизма трансграничной санации все еще фигурируют в списке предстоящих задач.

Как справиться с притоком капитала

Необходимость выработки и проведения макропруденциальной политики также очень актуальна для стран с формирующимся рынком, сталкивающимся с ограничениями возможности освоения притока капитала. Эти меры политики дополняют традиционные меры макроэкономической политики, а не заменяют их. До настоящего времени признаки вздутых цен на активы и кредитных бумов все еще ограничены отдельными секторами в нескольких странах, но приток фондовых средств и процентные арбитражные операции являются в целом весьма активными, за этими потоками необходимо внимательно наблюдать, особенно в тех случаях, когда могут использоваться заемные средства.

Директивным органам необходимо быть внимательными и своевременно принимать меры, когда усиливается давление, вызванное притоками, поскольку для получения результатов от мер политики требуется время. Странам, испытывающим мощный приток и проводящим проциклическую политику, необходимо перейти к нейтральной направленности политики. Странам с заниженными обменными курсами следует позволить этому ценовому механизму работать для нейтрализации давления притока капитала. Однако если укрепление валюты не является приемлемым, то следует

использовать другие средства, такие как денежно-кредитная и/или налогово-бюджетная политика. Вместе с тем, ответные меры макроэкономической политики, возможно, необходимо дополнить усиленными макропруденциальными мерами (например, повышением отношения суммы кредита к стоимости залога, ограничениями по структуре источников финансирования) и в некоторых случаях, мерами контроля над потоками капитала.

* * *

В целом, хотя были достигнуты успехи и большинство финансовых секторов восстанавливается, риски для глобальной финансовой стабильности сохраняются. Проблемы в Греции, а теперь в Ирландии, вновь вызывают вопросы об устойчивости ситуации с суверенным долгом и состоянии банковского сектора в более широкой группе стран зоны евро и, возможно, за ее пределами. Существующую проблему пагубной взаимосвязи между стабильностью финансовой системы и устойчивостью ситуации с суверенным долгом необходимо решать всеобъемлющим образом, с тем чтобы разорвать цикл негативной обратной связи, который может выйти за пределы небольших стран зоны евро. Продвижение программы реформ системы регулирования (как организаций, так и рынков) сохраняет критически важное значение. Без дальнейших сдвигов в этой области глобальная финансовая стабильность и устойчивый рост останутся труднодостижимыми.