

Международный Валютный Фонд

ДОКЛАД О ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

БЮЛЛЕТЕНЬ О СОСТОЯНИИ РЫНКОВ

Департамент денежно-кредитных систем и рынков капитала

ДЛЯ ВЫПУСКА:

Вашингтон, 10:00 ВПВ, 24 января 2012 года

Бюллетень о состоянии рынков за январь 2012 года: в глубине зоны повышенной опасности

Со времени последнего выпуска «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» (ДФС) риски для стабильности усилились, несмотря на принятые различные меры политики с целью сдержать долговой кризис в зоне евро и ограничить проблемы в банковском секторе. Европейские директивные органы определили существенные меры политики для преодоления среднесрочных проблем, ведущих к усилению кризиса, и некоторые из них способствовали улучшению настроения на рынках, но сохраняются трудности в области финансирования суверенных заемщиков и остаются риски снижения темпов роста. Если трудности с финансированием приведут к новому раунду сокращения банками доли заемных средств, это может породить цикл негативной обратной связи для стран зоны евро. США и другие страны с развитой экономикой подвержены воздействию вторичных эффектов при потенциальном усилении кризиса в зоне евро, и некоторые из этих стран сталкиваются с собственными трудностями преодоления финансовых рисков больших отклонений, включая преодоление политических препятствий в достижении надлежащих темпов бюджетной консолидации. Изменения в зоне евро также кроют в себе угрозы для стран Европы с формирующимся рынком и могут распространиться на другие страны с формирующимся рынком. Требуются дальнейшие меры политики для восстановления доверия рынков. С этой целью необходимо будет сформировать большие по объему механизмы для поддержки финансирования суверенных заемщиков и надлежащее финансирование и капитализацию банков и поддержать достаточный приток капитала в экономику, возможно путем учреждения «контролирующего органа», которому будет поручено не допустить чрезмерного сокращения банками доли заемных средств.

Долговой кризис в зоне евро еще более усилился, что требует принятия срочных мер для предотвращения крайне дестабилизирующего развития ситуации.

Доходность суверенных облигаций стран на периферии зоны евро резко возросла, особенно кратко- и среднесрочных облигаций, что привело к изменению кривых доходности в последнем квартале 2011 года и указывает на усиление обеспокоенности рисками финансирования и дефолта. Как указывалось в сентябрьском выпуске ДФС, принятые пакеты мер политики были недостаточны, чтобы сдержать циклы негативной обратной связи, в результате чего некоторые суверенные заемщики «оказались в ловушке плохого равновесия», в то время как долгосрочные иностранные инвесторы стремились сократить свои открытые позиции. Отечественные



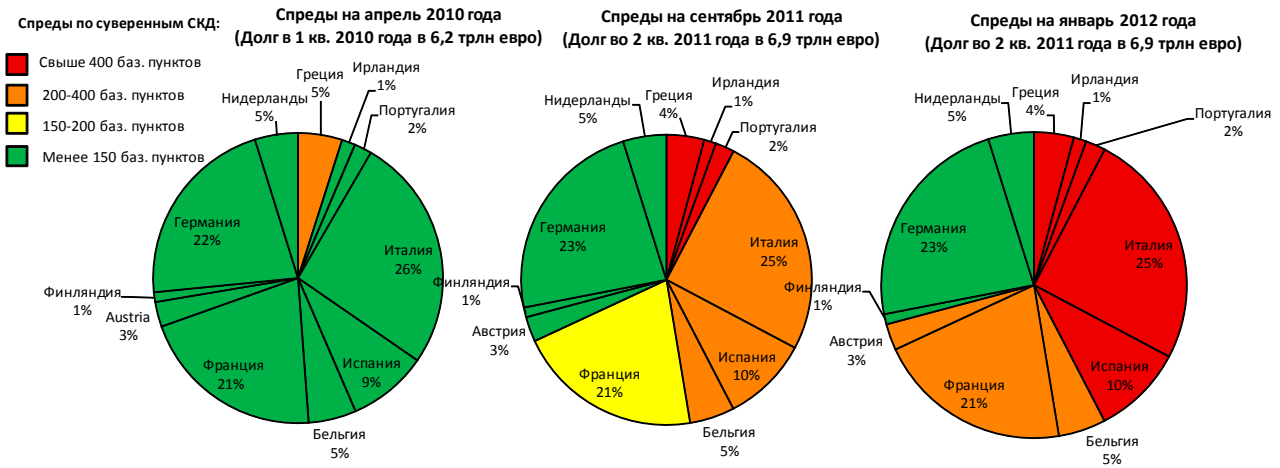
МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

Вашингтон, округ Колумбия 20431 • Телефон 202-623-7100 • Факс 202-623-6772 • www.imf.org

учреждения были неспособны заполнить образовавшийся пробел, и Европейский центральный банк (ЕЦБ) стал важным источником поддержки суверенных заемщиков на периферии зоны евро посредством учрежденной им Программы для рынков ценных бумаг (ПРЦБ). Кризис по мере его усиления распространялся со стран на периферии к странам в центре зоны евро, что вызвало рост доходности и расширение спредов, в том числе по суверенному долгу Австрии и Франции. На конец 2011 года спред по свопам кредитного дефолта (СКД) более двух третей суверенной задолженности стран зоны евро превышал 200 базисных пунктов (рис. 1). Начиная с сентября понижение рейтинга и негативные перспективы широкого круга суверенных заемщиков в зоне евро также способствовали росту доходности. Хотя в последнее время имело место некоторое улучшение рыночных условий, фундаментальные трудности сохраняются.

Рисунок 1. Рынки государственных облигаций зоны евро

(В процентах от всей государственной задолженности стран зоны евро)



Источники: Банк международных расчетов; Bloomberg L.P.; оценки персонала МВФ.

Напряженность на рынках суверенных инструментов распространилась и на банковскую систему зоны евро, так как некоторые каналы финансирования закрылись, а межбанковские спреды увеличились. Доступ банков к срочному финансированию резко сузился, и даже рынки краткосрочного капитала испытали напряженность, в то время как сроки погашения кредитов стали исчисляться не месяцами и неделями, а днями. Фонды денежного рынка США резко сократили кредитование банков зоны евро (рис. 2). Это побудило многие из этих банков продавать активы в долларах США.

На многих рынках стоимость финансирования в настоящее время выше, чем во время кризиса Lehman Brothers. Напряженность в сфере финансирования начинает распространяться на экономику в целом, что ведет к ужесточению условий доступа к кредиту для малых и средних

Рисунок 2. Открытые позиции первичного денежного рынка США по отношению к банкам

(В процентах от всех активов)

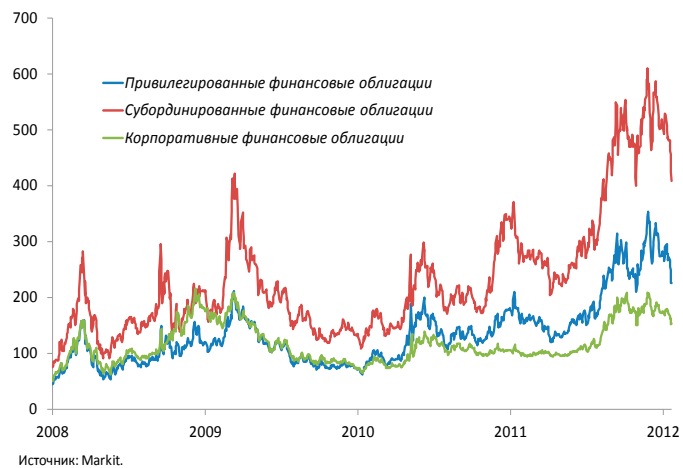


Источник: Fitch.

предприятий и домашних хозяйств, так как сокращаются возможности банков по финансированию активов, что ведет к возрастанию кредитного риска (рис. 3)¹.

Потенциальные последствия напряженности в сфере финансирования уже очевидны. Ряд банков объявили о планах существенного сокращения доли заемных средств в их балансах. Эти планы включают реализацию активов в странах зоны евро, США и других развитых странах, а также в странах с формирующимся рынком. Осуществление некоторых из этих планов пострадавшими банками может повлиять на широкий круг видов экономической деятельности, от торговли и финансирования проектов до трансграничного арбитража.

Рисунок 3. Спреды по свопам кредитного дефолта стран Европы (В базисных пунктах)



Источник: Markit.

Европейские директивные органы приняли существенные меры для ограничения кризиса...

На саммитах ЕС в октябре и декабре были достигнуты договоренности по важным шагам для стабилизации рыночных условий и восстановления доверия. ЕС будет стремиться к более сильному совместному экономическому управлению, и больший вес будет придан проведению структурной политики, ведущей к усилению экономического роста. Банки должны быть усилены путем предоставления им нового капитала и поддержки финансирования. Проблема чрезмерного объема долга Греции должна быть решена путем добровольного обмена долговыми инструментами с частными кредиторами. Европейский фонд финансовой стабильности (ЕФФС) должен быть усилен, с тем чтобы он оказал помощь банкам и мог финансировать национальные программы стабилизации, а дата начала работы Европейского механизма стабильности (ЕМС) должна быть перенесена на более ранний срок, июль 2012 года.

Правительства стран недавно приняли важные меры для повышения макрофинансовой стабильности. Италия и Испания вслед за изменениями в составе правительств объявили о мерах для уменьшения структурного дефицита бюджета, снижения отношения долга к ВВП в среднесрочной перспективе и преодоления давней структурной негибкости для улучшения перспектив экономического роста.

Учитывая особо напряженные условия на частных рынках финансирования для банков зоны евро, в том числе из-за отсутствия отвечающего требованиям залога для проведения операций репо, ЕЦБ принял чрезвычайные меры для стабилизации условий финансирования. Они включали в себя сокращение норм обязательных резервов, расширение категории отвечающего требованиям залога и предложение более долгосрочных, 3-летних операций рефинансирования (ДСОР), с тем чтобы уменьшить последствия напряженности в сфере финансирования для кредитования частного сектора и создать альтернативу вынужденной срочной распродаже

¹ См. Euro Area Bank Lending Survey, ECB на веб-сайте <http://www.ecb.int/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>.

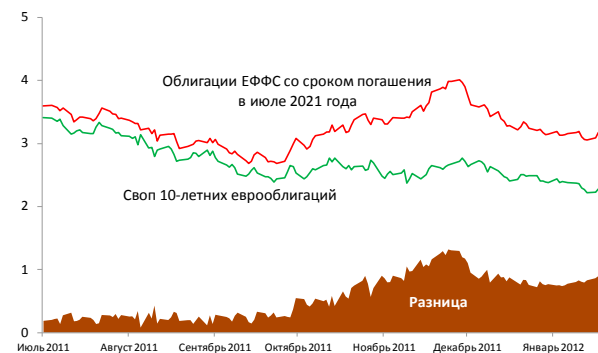
активов. Стремясь уменьшить трудности доступа к финансированию в долларах, ФРС США и пять других центральных банков снизили стоимость существующих долларовых своповых линий. Хотя функционирование рынков по-прежнему далеко от нормального, некоторые из этих мер, в особенности 3-летние ДСОР, оказали положительное влияние на рыночные настроения и условия финансирования.

... однако сохраняются повышенные риски для стабильности, так как финансирование суверенных заемщиков будет затрудненным, а механизмы для поддержки финансирования еще не являются достаточными...

Восстановление доступа суверенных заемщиков к финансированию под экономически приемлемую доходность облигаций является ключевой задачей, так как многие из них остаются уязвимыми при изменении рыночных настроений. Однако для восстановления доверия рынков, вероятно, потребуется время, в течение которого внутренние реформы, возможно, потребуются подкрепить краткосрочной внешней поддержкой первичных и вторичных рынков, если существующая поддержка со стороны частных рынков будет недостаточной. Хотя 3-летние ДСОР позволили во многом уменьшить обеспокоенность ситуацией с финансированием банков, они до сих пор в меньшей степени влияли на доходность суверенных инструментов на периферии зоны евро, которая понижается для краткосрочных инструментов, но практически не меняется для долгосрочных.

ЕФФС теперь может действовать на первичных и вторичных рынках государственных долговых инструментов, но его потенциал остается ограниченным. С учетом ресурсов, уже зарезервированных для финансирования программ, он располагает приблизительно лишь 300 млрд евро, которые могут быть выделены на другие цели. Хотя некоторые предложения, касающиеся увеличения доли заемных средств ЕФФС, заслуживают внимания, даже при реалистичных масштабах привлечения заемных средств общий объем доступной «огневой мощи», вероятно, по-прежнему будет недостаточным, чтобы сдержать рост спредов по суверенным инструментам согласно стрессовым сценариям. Более того, недавнее увеличение спредов по инструментам ЕФФС (рис. 4) и принятое в середине января решение агентства S&P о понижении рейтинга «AAA» механизма указывает на то, что даже текущая модель финансирования механизма может испытывать давление.

Рисунок 4. Доходность и спреды по инструментам ЕФФС
(В процентах)



Источник: Bloomberg L.P.

... и сокращение доли заемных средств банками может породить цикл негативной обратной связи для стран зоны евро...

Давление на европейские банки в последнее время возросло, что отражает усиление напряженности с финансированием суверенных заемщиков, а также то, что многие частные каналы финансирования закрылись. Для того чтобы изолировать банки от таких отрицательных шоков, крайне необходимы глобальные меры по созданию более надежной финансовой системы. В этой связи Европейский орган банковского надзора (ЕОБН) инициировал

процесс, в рамках которого банкам предлагается выйти на более высокий уровень коэффициентов достаточности капитала². По его мнению, требуется 85 млрд евро дополнительного капитала (исключая 30 млрд евро уже включенных в программы для Греции), для того чтобы достичь базового 9-процентного коэффициента достаточности капитала первого уровня и обеспечить достаточный буфер суверенного капитала ((рис. 5).

Сохраняется возможность цикла негативной обратной связи между кредитными рынками и реальной экономикой в зоне евро и за ее пределами, как было указано в сценарии ухудшения ситуации, описанном в январском выпуске «Бюллетеня перспектив развития мировой экономики» 2012 года. Недавно принятые ЕЦБ меры, вероятно, предвосхитили надвигающийся кризис, так как в текущем году банкам зоны евро потребуются пролонгировать существенные объемы задолженности с истекающим сроком погашения, причем значительная их сумма приходится на первый квартал. Но даже с учетом этого финансирования и последующей операции ДСОР, которая будет проведена в феврале, сокращение доли заемных средств может оказаться существенным.



Хотя некоторое сокращение доли заемных средств может быть неизбежным, многое зависит от того, как оно будет осуществлено: существует «положительное» и «отрицательное» сокращение доли заемных средств. Некоторые виды сокращения доли заемных средств на балансе не обязательно ведут к уменьшению кредита реальной экономике. Например, некоторые банки (особенно в Германии, Ирландии и Соединенном Королевстве) стремятся к уменьшению баланса путем избавления от ряда активов, которые сохраняются со времени первоначального кредитного кризиса. В других случаях банки могут продавать непрофильные предприятия (например, подразделения по управлению активами, страховые компании или трансграничные операции) или даже кредитные портфели. Если в результате этого активы передаются «в хорошие руки», это не ведет к уменьшению кредита экономике, хотя продажа активов может вызывать снижение цен на активы, негативные последствия которого сказываются не только на продавцах, что создает дополнительное давление на капитал. Однако кредитование реальной экономики больше всего страдает, когда банки решают по истечении сроков кредитных линий и ссуд не возобновлять их и уменьшают выдачу новых кредитов.

... что может усилить риски для финансовой стабильности в США...

² ЕОБН издал свою рекомендацию 8 декабря 2011 года, отметив, что «банкам следует вначале использовать частные источники финансирования для укрепления своих показателей капитала в соответствии с установленными целевыми параметрами, в том числе за счет нераспределенной прибыли, уменьшения выплат премий, новых выпусков обыкновенных акций и соответствующего усиления условного капитала, а также принятия других мер в области управления обязательствами. Национальные органы надзора после консультаций с ЕОБН могут согласиться на частичное выполнение целевых показателей путем продажей отдельных активов, не ведущей к сокращению притока кредитных ресурсов в реальную экономику стран ЕС и означающей простую передачу коммерческих договоров или подразделений третьим сторонам.

Экономика США чувствительна к целому ряду шоков, исходящих из зоны евро, что отражает тесную финансово-торговую интеграцию стран по обе стороны Атлантики. Потенциальные вторичные эффекты могут включать в себя прямую подверженность банков США фактическим рискам, связанным с положением банков в зоне евро или продажей американских активов европейскими банками. Например, в последние месяцы давление испытывают рынки обеспеченных коммерческой недвижимостью ипотечных ценных бумаг и рынки обеспеченных активами ценных бумаг, которое усиливается большим объемом продаж активов в Европе. В более общем плане может возрасти напряженность в финансовом секторе, что создаст давление на банковскую систему США. Важной демонстрацией этого служит постоянное увеличение межбанковских спредов на долларовых рынках с середины 2011 года параллельно с расширением межбанковских спредов по активам в евро.

Кроме того, сохраняются некоторые внутренние риски. Хотя условия финансирования суверенных заимствований США в целом улучшились вследствие «бегства в надежность» от зоны евро, нельзя ожидать, что такая ситуация будет сохраняться перманентно. Поэтому необходимо преодолеть «политический тупик» в отношении бюджетной ситуации в США, как отмечается в январском выпуске «Бюллетеня перспектив развития мировой экономики» 2012 года. Хотя банковская система США в значительной степени оздоровилась после кризиса, а дальнейшие стресс-тесты ФРС должны быть по-прежнему сосредоточены на вопросах прозрачности, унаследованные с прошлого периода проблемы в ипотечном секторе сохраняются, что сказывается на потреблении и перекладывает определенное бремя поддержки спроса на государственный сектор. В более широком плане банкам будет труднее поддерживать ранее достигнутые уровни прибыли на акции, особенно в новых условиях при более жестком регулировании.

... таит в себе угрозу для стран Европы с формирующимся рынком и может породить вторичные эффекты для стран с формирующимся рынком в целом.

Страны Европы с формирующимся рынком будут в существенной степени затронуты сокращением доли заемных средств в масштабах, предполагаемых сценарием ухудшения ситуации в январском выпуске «Бюллетеня перспектив развития мировой экономики» 2012 года, что отражает крупное присутствие банков зоны евро в этих странах. Глубокая рецессия в странах Европы с формирующимся рынком в 2009 году во многом явилась результатом неожиданной остановки притока капитала от банков Западной Европы, что резко оборвало кредитный бум.

Страны с формирующимся рынком за пределами Центральной и Восточной Европы могут испытать вторичные эффекты европейского долгового кризиса вследствие действия нескольких механизмов. В целом *макроэкономические перспективы* для стран с формирующимся рынком уже ухудшились, и существуют риски снижения темпов роста, обусловленные ситуацией в Европе, как обсуждается в январском выпуске «Бюллетеня перспектив развития мировой экономики» 2012 года. Хотя в прошлом году страны с формирующимся рынком за пределами Европы были весьма устойчивы к шокам и событиям в экономике ведущих стран, их показатели в последнее время существенно ослабли и общая деловая конъюнктура ухудшилась.

Во-первых, могут оказаться нарушенными *каналы кредитования*, так как давление на европейские банки может привести к сокращению трансграничного кредитования, в частности операций финансирования торговли, а также к утрате поддержки со стороны материнских банков для осуществления местного кредитования. Например, банки зоны евро обеспечивают

приблизительно 30 процентов финансирования торговли и проектов в азиатском регионе, даже притом что на долю их балансов приходится всего лишь около 5 процентов банковских активов. Степень воздействия будет зависеть от того, насколько местные банки смогут перекрыть разрыв в финансировании: даже несмотря на то, что балансы некоторых банков позволяют им сделать это, существуют значительные операционные трудности в некоторых областях финансирования торговли. Новые участники должны будут также мобилизовать значительные объемы финансирования в долларах в условиях напряженного рынка. Факторы, сдерживающие долгосрочное финансирование, могут существенно ограничить возможности банков в таких областях, как торговое финансирование судоходства и авиации, а также финансирование проектов и инфраструктуры.

Во-вторых, *местные рынки активов* (иностранной валюты, инструментов с фиксированным доходом и акций) могут испытать новую напряженность в результате оттока капитала, снижения ликвидности и переоценки активов, что может повлиять на местные условия финансирования. Особенно могут пострадать страны с формирующимся рынком, которые сильно зависят от притока внешних портфельных инвестиций.

Насколько страны с формирующимся рынком устойчивы, чтобы решать эти сложные задачи? Многие страны с формирующимся рынком создали значительные буферы капитала и ликвидности, чтобы противостоять негативным шокам, и местные рынки в целом достаточно успешно пережили период напряженности, вызванной кризисом Lehman Brothers. С тех пор некоторые страны создали дополнительные (хотя ограниченные) резервы для проведения антициклической экономической политики, хотя ситуация различается между странами и регионами. Особо уязвимыми являются страны Европы с формирующимся рынком, учитывая концентрацию европейских банковских кредитов и зависимость от Европы как экспортного рынка. Буферные запасы стран этого региона в целом являются более слабыми, чем запасы стран с формирующимся рынком в других регионах, а другие давние факторы уязвимости в финансовой системе, включая несоответствия активов и обязательств по срокам погашения и валютам в некоторых странах, могут создать напряженность для балансов.

Требуются дополнительные меры политики для осуществления комплексного плана

Столкнувшись с вышеуказанными рисками, директивные органы всех ведущих стран должны сосредоточить внимание на решении ряда взаимосвязанных проблем. Европейские директивные органы должны оперативно принять комплексный пакет мер для восстановления доверия. Помимо проведения надлежащей макроэкономической и финансовой политики, европейские директивные органы должны активно осуществлять меры политики, согласованные на октябрьском и декабрьском саммитах. Кроме того, необходимо выстроить достаточно прочную систему защиты, чтобы не допустить дестабилизирующей спирали высокой стоимости финансирования для суверенных заемщиков и банков; управлять процессом корректировки балансов в банковской системе, чтобы не допустить неупорядоченного сокращения доли заемных средств и вместо этого обеспечить надлежащий приток кредитов в частный сектор; а также принять дополнительные меры, которые могут потребоваться, чтобы укрепить доверие к глобальной финансовой системе как для стран с формирующимся рынком, так и стран с развитой экономикой. Для реализации такой программы необходимо своевременное и тщательное выполнение последних инициатив, а также принятие новых мер политики для повышения и укрепления финансовой стабильности.

В частности:

- ***Система защиты должна быть достаточно прочной и внушающей доверие.***
Суверенным заемщикам, которые являются платежеспособными, но испытывают трудности с доступом к финансированию, может потребоваться достаточно длительный период успешной реализации политики, прежде чем инвесторы вернуться в их страны. В промежуточный период будет важно получить доступ к внешнему финансированию на приемлемых условиях. С этой целью в зоне евро был создан ЕФФС. Однако учитывая его размеры и структуру, ЕФФС обладает ограниченными возможностями для выполнения этой роли. Для обеспечения доверия крайне желательно повысить размеры и усилить гибкость ЕФФС/ЕМС, как только появится такая возможность. До тех пор пока не будет создана такая достаточно прочная система защиты, обеспечение силами ЕЦБ существенной и устойчивой поддержки ликвидности для стабилизации рынков финансирования государственного долга и банков будет оставаться крайне важным.
- ***Необходим «макропруденциальный контролирующий орган» с целью обеспечения того, чтобы планы сокращения доли заемных средств не нарушали приток кредитов для поддержания экономической активности,*** а также чтобы не допустить понижательной спирали цен на активы. В ЕС такую роль при координации своих действий могли бы выполнять ЕОБН, Европейский совет по управлению системными рисками (ЕСУСР), национальные органы банковского надзора и собственно банки. Страны должны стремиться контролировать и ограничивать сокращение доли заемных средств их банками не только на внутренних рынках, но и в других странах, в которых такие усилия обычно принимаются в сотрудничестве с местными органами регулирования. Возможным прецедентом функции такого контролирующего органа является текущая Венская инициатива, которая имеет своей целью координацию национальных усилий по предотвращению негативных трансграничных последствий для стран Европы с формирующимся рынком сокращения доли заемных средств банками зоны евро.
- ***Заслуживающее доверие увеличение буферов капитала банков в соответствии с рекомендациями ЕОБН остается необходимым для восстановления доверия рынков.***
Как предусмотрено руководящими принципами ЕОБН, это должно быть осуществлено в максимально возможной степени путем увеличения капитала, а не сокращения кредита. Уже принимаются меры для введения требований к банкам по соблюдению определенного уровня номинального капитала (как это было сделано в рамках Программы выкупа проблемных активов в США и Фонда для упорядоченной банковской реструктуризации в Испании), а не его коэффициента, который служит стимулом для уменьшения активов. Необходимо поощрять банки к мобилизации капитала из частных источников. Однако учитывая трудности в выполнении этой задачи, с которыми в последнее время столкнулись банки, в качестве механизма для поддержки таких усилий необходимо обеспечить доступ к государственному финансированию, но на определенных строгих условиях. Некоторый банковский капитал может быть мобилизован посредством равносильных государственных инъекций или с применением условных инструментов участия в капитале. Кроме того, необходимо создание специального механизма в рамках всей зоны евро, который смог бы принимать прямое участие в капитале банков. В дополнение к операциям ДСОР ЕЦБ на уровне зоны евро необходимо ввести механизмы банковской гарантии, чтобы помочь в воссоздании частных рынков финансирования. Наконец, по-прежнему существует сегмент слабых банков с малым капиталом и низкой доходностью, уязвимых к шокам на стороне

финансирования, которые тормозят оживление. Некоторые из них нуждаются в реструктуризации и рекапитализации или санации.

- ***Проведение корректировки остается важной задачей, но необходимо учитывать ее краткосрочное воздействие на рост.*** Как признают директивные органы, в большинстве стран с развитой экономикой необходимо принять заслуживающие доверия обязательства по проведению бюджетной консолидации в среднесрочной перспективе, для того чтобы устранить риск больших отклонений в долгосрочной перспективе, способных привести к резкому увеличению спредов по суверенным инструментам. Как указывается в январском выпуске «Бюллетеня перспектив развития мировой экономики» 2012 года, в случае если экономический рост замедлится в большей степени, чем ожидается, необходимо будет допустить действие автоматических стабилизаторов, а в США необходимо будет возобновить меры политики по поддержанию спроса, срок действия которых истекает. Денежно-кредитная политика должна быть также достаточно адаптивной, а меры структурной политики при необходимости должны быть нацелены на содействие экономическому росту, в частности путем восстановления конкурентоспособности частного сектора.
- ***Директивные органы стран с формирующимся рынком должны быть готовы компенсировать ограничения доступа к финансированию и кредиту и принять антициклические меры при наличии достаточного пространства для маневра.*** Многие страны с формирующимся рынком создали достаточные запасы резервов, которые могут быть использованы, чтобы противостоять внешним шокам ликвидности. Надлежащее гибкое сочетание мер макроэкономической и финансовой политики может помочь ограничить воздействие внешних шоков, но необходимо действовать с осторожностью, чтобы не допустить финансовых искажений.