

БЮЛЛЕТЕНЬ О СОСТОЯНИИ РЫНКОВ ДГФС**28 января 2009 года**

Финансовые рынки по всему миру отражают последствия сокращения доли заемных средств в условиях углубляющегося экономического спада. Несмотря на принимаемые крупномасштабные меры, глобальная финансовая система продолжает испытывать сильный стресс. Кроме того, ухудшающиеся экономические условия приводят к новым значительным списаниям стоимости активов финансовых организаций, которые реагируют на это сокращением балансов путем продажи активов и непродолжения кредитов с наступающим сроком. Эти меры усугубляют понижательное давление на цены активов и ограничивают доступ к кредиту. Восстановление нормального функционирования финансового сектора и доверия к нему является необходимым условием экономического подъема. Вместе с тем, требуются более решительные действия со стороны как директивных органов, так и участников рынка, чтобы сделать необходимый процесс сокращения доли заемных средств менее сумбурным. Следует в полной мере и в короткие сроки реализовать трехсторонний подход, включающий предоставление ликвидности, пополнение капитала и удаление проблемных активов, чтобы стимулировать санацию балансов. В то же время требуется международное сотрудничество для обеспечения последовательности и согласованности мер политики, необходимых для восстановления финансовой стабильности.

За период с октября 2008 года усилились риски в отношении финансовой стабильности. Возросли макроэкономические риски ввиду очень значительного замедления мирового экономического роста наряду с резким сокращением активности в мировой торговле. Кредитные риски также повысились, поскольку ухудшение экономических и финансовых условий привело к росту убытков по кредитам. В то же время избавление инвесторов от рискованных активов и недостаток ликвидности на рынках повышает издержки финансирования, тогда как ставки по безрисковым ценным бумагам снизились вследствие смягчения денежно-кредитной политики. Страны с формирующимся рынком также ощущают последствия финансовых и экономических трудностей в странах с развитой экономикой и существует вероятность того, что резкий отток инвестиций из активов стран с формирующимся рынком и возросшие издержки финансирования сведут на нет некоторые экономические достижения, которых эти страны добились за последние годы.

Отчасти благодаря широкой государственной поддержке, функционирование рынка улучшилось к концу 2008 года по ряду классов активов. Вместе с тем, усиливается негативное взаимодействие между экономикой и финансовым сектором, по мере того как последствия сокращения кредита становятся все более чувствительными и распространяются по всему миру, а доверие между финансовыми контрагентами остается ослабленным. Более того, шоковое снижение банковских доходов за последнее время и другие плохие экономические вести оказывают дополнительное понижательное давление на цены банковских акций, и величина спредов по свопам кредитного дефолта указывает на все еще повышенные системные риски (рис. 1.1 и 1.2). Несмотря на вливания государственного капитала, многие банки во всем мире, возможно, не обладают достаточным запасом капитала, чтобы выдержать глубокий глобальный экономический спад.

Трудности отслеживания все более крупных и широких по охвату списаний стоимости активов финансовых организаций наряду с сохраняющимися серьезными проблемами финансирования ограничивают способность директивных органов противостоять кризису. Уровни посредничества и доверия в предоставлении кредита сильно упали, что серьезно подрывает перспективы экономического подъема и способность организаций привлекать необходимый капитал от частных инвесторов. Если директивные органы не предпримут дополнительных твердых мер, существует опасность дальнейшего ухудшения ситуации, поскольку банки и корпорации как в странах с развитой экономикой, так и в странах с формирующимся рынком, и в меньшей степени суверенные субъекты сталкиваются с риском того, что в предстоящие годы им не удастся пролонгировать значительные суммы существующего долга.

Помимо банковской системы все больший системный риск представляют страховые компании и пенсионные фонды. Страховые компании имеют существенную долю тех активов, качество которых в настоящее время резко ухудшается. Пенсионные фонды также понесли тяжелый урон по активам.

Рост объема списания активов

Банкам пока удается привлекать достаточный капитал, чтобы компенсировать сокращение стоимости активов, но это достигнуто, главным образом, благодаря массивным вливаниям капитала государственного сектора в четвертом квартале (рис. 2). Ухудшение кредитных условий, захватывающее все более широкий круг рынков, заставило нас повысить нашу оценку потенциального снижения качества выпущенных в США кредитных активов в портфелях банков и других субъектов с 1,4 триллиона долл. США в октябрьском выпуске ДСГФ 2008 года до 2,2 триллиона долл. США. Это ухудшение в значительной мере приходится на часть нашей оценки, рассчитанную на основе рыночной стоимости (в основном стоимости ценных бумаг), особенно по ценным бумагам корпораций и ценным бумагам, связанным с

коммерческой недвижимостью, но оно также затрагивает кредитные портфели банков вследствие ослабления перспектив экономики.

В дальнейшем банкам потребуется еще больше капитала ввиду прогнозируемого дальнейшего роста убытков. В глобальном масштабе трудно строить оценки, но согласно нашим приблизительным оценкам ожидаемых списаний в течение 2009 и 2010 годов, отчасти компенсированных прогнозируемыми доходами за тот же период, чистый дефицит капитала банков Европы и США (с учетом их рисков по активам с domicilio не только в США, но и в Европе и в странах с формирующимся рынком), составит как минимум полтриллиона долларов. Из этого следует, что такая сумма нового капитала необходима банкам США и Европы в совокупности только для того, чтобы предотвратить дальнейшее ухудшение их капитала. Кроме того, потребуются дополнительные вливания капитала в сочетании с энергичными мерами по очистке банковских балансов от проблемных активов, чтобы укрепить доверие к банковской системе.

Хеджевые фонды и паевые инвестиционные фонды также понесли тяжелые потери; сумма активов в их управлении сократилась из-за переключения инвесторов на более безопасные классы активов. Учитывая сочетание снижения цен активов и погашения обязательств, можно предположить, что балансы хеджевых фондов сократились приблизительно наполовину за последний квартал 2008 года, что вызывает особую обеспокоенность в случае рынков, на которых хеджевые фонды обеспечивали значительную часть ликвидности для трейдинговых операций.

Увеличение дефицита финансирования

Несмотря на вливания капитала и предоставление гарантий, банки лишь понемногу получают доступ на рынки финансирования. Объем секьюритизированных оптовых займов ограничен: почти вся существующая секьюритизация остается на балансах инициаторов кредита для использования в качестве обеспечения в центральном банке, тогда как банки не в состоянии выпускать экономически эффективные необеспеченные долговые обязательства, если они не гарантированы государством. При помощи различных программ государственных гарантий банки начали привлекать значительные объемы срочного финансирования для стабилизации своих балансов.

Принимаемые центральными банками меры по вливанию ликвидности и снижению процентных ставок оказывают понижающее давление на межбанковские ставки, и ожидается, что премии по более долгосрочным кредитам будут продолжать постепенно снижаться (рис. 3). Вместе с тем, несмотря на то что большинство банков нуждается в более долгосрочной ликвидности, значительная часть ликвидности, предоставляемой центральными банками, «рециклируется» на рынке суточных

кредитов или возвращается в центральные банки, что еще больше повышает риски пролонгации (рис. 4). Эта динамика отражает сохраняющуюся обеспокоенность относительно потенциальных шоков ликвидности и надежности контрагентов, а также неопределенность относительно сумм, необходимых для финансирования будущих активов.

В перспективе страны с формирующимся рынком, и особенно корпоративные заемщики в этих странах, остаются уязвимыми для дальнейшего снижения доли заемных средств и сокращения кредита. В результате распространения кризиса синдицированное кредитование стран с формирующимся рынком резко уменьшилось в четвертом квартале, причем особенно значительно в европейских странах с формирующимся рынком. Рынки облигаций стран с формирующимся рынком практически перестали функционировать в течение части четвертого квартала, хотя в январе суверенные заемщики с наиболее высоким рейтингом отчасти возобновили выпуск облигаций (рис. 5). По мере того как корпорации привлекают краткосрочные кредиты от банков, средние сроки погашения корпоративных долговых обязательств также сокращаются, что еще более повышает риски пролонгации. Рынки капитала все еще неохотно предоставляют кредит, пока не возникла необходимость пролонгации большого объема внешних займов, и корпорации сталкиваются с дополнительной проблемой сокращения доходов по мере снижения глобальной экономической активности, что повышает риск дефолта корпораций.

Нарушение процесса предоставления кредита

В условиях, когда межбанковские рынки все еще не выполняют свои функции, а банки накапливают ликвидность, правительствам в некоторых случаях следует принимать меры для поддержки финансового посредничества. В тех ситуациях, когда они принимали такие меры, механизмы посредничества продолжали в какой-то степени работать. Это очевидно в случае эмиссии банковских долговых обязательств, где почти все недавно выпущенные банковские долговые обязательства имеют государственную гарантию. В США программа ФРС для коммерческих бумаг позволила успешно укрепить рынок, а программа ФРС покупки ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, также способствовала снижению ставок и выпуску эквивалентных ценных бумаг в большем объеме. Работа рынков, не получивших официальной поддержки, напротив, практически не улучшилась, — в США рынок ценных бумаг, обеспеченных дебиторской задолженностью по автомобилям и кредитным картам, улучшился лишь незначительно, а положение в секторе коммерческой недвижимости ухудшилось.

Рост кредита внутреннему частному сектору снижается во многих странах, тогда как рост кредита государственному сектору растет (рис. 6). До настоящего времени это в основном было вызвано ужесточением банковских стандартов кредитования, но в будущем это все чаще будет связано с уменьшением спроса на кредит. Эта тенденция

также очевидна в сфере трансграничного кредитования, что является плохим предзнаменованием для стран с формирующимся рынком, полагающимся на внешние средства для расширения своего внутреннего кредита или финансирования торговли. Более того, торговый кредит, по-видимому, резко сократился, и это сокращение, как представляется, по крайней мере отчасти, объясняется нежеланием банков предоставлять кредит, поскольку они пытаются уменьшить долю заемных средств в своих балансах. Несколько банковских систем в Западной Европе, в свою очередь, сохраняет значительные фактические риски по отношению к ухудшению качества активов в странах Европы с формирующимся рынком (рис. 7). Несмотря на выгоды диверсификации, существует опасность того, что кризис может еще больше расширяться, когда потрясения будут распространяться между банковскими системами стран со зрелыми и формирующимися рынками.

Необходимость решительных и срочных мер политики

В отношении рекомендаций в области политики в финансовой сфере в октябрьском выпуске ДГФС 2008 года подчеркивался трехсторонний подход к преодолению кризиса: предоставление достаточной ликвидности и срочного финансирования со стороны центральных банков, рекапитализация банков и меры относительно проблемных активов. В докладе отмечалось, что в целях эффективности меры финансовой политики должны иметь комплексный характер, а их применение должно координироваться в международном масштабе, чтобы уменьшить нежелательные трансграничные последствия.

До настоящего времени меры по сдерживанию потенциальных банковских убытков и пополнению капитала еще не позволили преодолеть опасения относительно состояния финансовой системы. В целом, процесс все еще представляется набором разрозненных решений — предоставление капитала при возникновении непосредственной необходимости; поддержка для некоторых типов активов и конкретных категорий кредитования; предоставление различных гарантий. Хотя эти меры привели к стабилизации некоторых финансовых организаций, они связаны с риском внесения искажений в процесс принятия решений о распределении кредита; вытеснения рынков, которые не получили особого статуса; дискриминации более эффективных финансовых организаций, не нуждающихся в государственной поддержке; и с потенциальным увеличением конечных затрат для налогоплательщиков. Действительно, уже возникают опасения относительно бюджетных последствий государственных гарантий и рекапитализации банков, которые проявляются в более высоких спредах свопов кредитного дефолта и неопределенности относительно кредитных рейтингов для некоторых суверенных субъектов.

Скорость и масштабы воздействия цикла отрицательной обратной связи между экономикой и финансовой системой до настоящего времени не получили должного ответа. Необходимы решительные и безотлагательные действия для остановки процесса нарастания убытков. Затраты, скорее всего, превысят уже выделенные суммы, хотя многое зависит от темпов восстановления доверия. В частности, необходимо выработать комплексный и согласованный подход в рамках стратегии, которая содержит следующие элементы.

- *Быстрое продвижение в области рекапитализации и принятия мер по проблемным активам.* Органы надзора должны проактивно провести оценку бизнес-планов банков и решить, каким финансовым организациям потребуются государственные средства с учетом их жизнеспособности, поскольку история учит, что чем дольше период выживания, тем больше затраты для бюджета. Банки с тяжелым бременем проблемных активов, но платежеспособные и жизнеспособные, будут реструктуризованы и рекапитализованы, а нежизнеспособные банки могут быть поглощены государственным сектором, а затем или реструктуризованы и проданы, или ликвидированы упорядоченным образом. Как правило, по мере того как банки получают все большие суммы государственных средств, к ним должны применяться все более строгие условия. Процесс реструктуризации может предусматривать использование принадлежащего государству «плохого банка» для удаления всех проблемных активов из балансов кредитных организаций.
- *Ближайшие, краткосрочные меры и действия должны быть согласованы с долгосрочной стратегией относительно структуры жизнеспособной финансовой системы.* Без этой конечной цели доверие к мерам политики ослабнет. Кроме того, важно признать, что стабилизация будет продолжаться в течение некоторого времени, и устойчивый финансовый сектор будущего будет характеризоваться меньшей долей заемных средств и, следовательно, будет меньше по сравнению с остальной экономикой. В то же время, повышение коэффициентов собственного капитала необходимо осуществлять постепенно, чтобы избежать любых дополнительных последствий отрицательной обратной связи и содействовать кредитованию надежных заемщиков. Опыт прошлых кризисов показывает, что рост кредита будет возвращаться медленно и не нормализуется до тех пор, пока балансы банков не подвергнутся санации.
- *Правила, определяющие процесс продвижения к более стабильной финансовой системе, должны быть ясными и последовательными.* Прозрачность и четкость крайне необходимы как для действий частного сектора, так для мер государственной политики. Властям следует сохранять прозрачность мер политики, использования государственной поддержки и любых решений относительно отдельных финансовых организаций. Это, в частности, относится к определению и

стоимостной оценке активов, особенно тех, от которых освобождаются банки, к условиям рекапитализации банков и к уровню резервов капитала, которые власти считают достаточными.

- *Международному сотрудничеству в области финансовой политики, базирующемуся на общей основе, следует уделять самое первоочередное внимание.* Следует избегать применения существенно различающихся условий при поддержке финансовых организаций, с тем чтобы предотвратить нежелательные последствия, которые могут возникнуть в результате искажения конкуренции и регулятивного арбитража. Международная координация также необходима во избежание чрезмерных «национальных предпочтений», когда отечественным организациям отдается предпочтение или поощряется предоставление внутреннего кредита в ущерб другим странам. Целесообразно введение более последовательной системы норм о несостоятельности финансовых организаций.

Ни одна модель реструктуризации не является целесообразной для каждой страны или каждого банка, но даже если модели различаются, международная координация крайне необходима. В случае необходимости выработки решений с учетом местной специфики, это необходимо делать в рамках общей стратегии и системы, обеспечивающей ясность и равные условия.

Следует приветствовать приверженность поиску решений, проявляющуюся в широкомасштабных мерах политики и действиях по преодолению кризиса. В среднесрочной перспективе уже осуществляемые инициативы по совершенствованию систем регулирования и надзора будут иметь принципиальное значение для формирования устойчивой и инновационной финансовой системы.