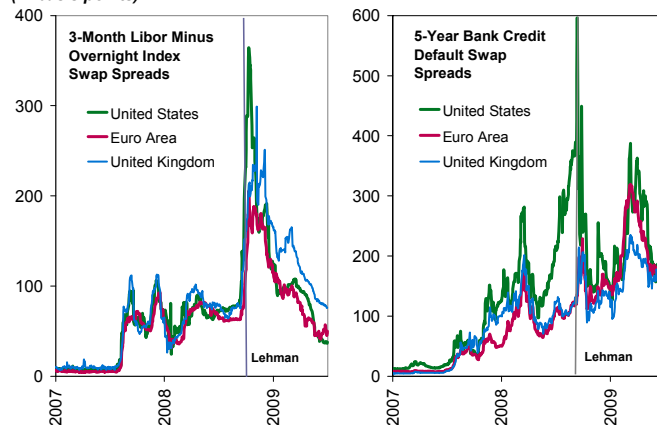


Принятые меры политики позволили уменьшить системные риски, но уязвимость сохраняется

Финансовые условия улучшились благодаря тому, что принятые беспрецедентные меры экономической политики позволили уменьшить риск системного краха и повысились ожидания экономического оживления. Тем не менее, уязвимость сохраняется, и необходимо избегать самоуспокоения. Финансовый сектор по-прежнему зависит от значительной государственной поддержки, что ведет к беспрецедентному переносу риска с частного на государственный сектор. Однако в то же время необходимо будет начать работу над стратегией «выхода» для свертывания политики финансовой, денежно-кредитной и налогово-бюджетной поддержки, с тем чтобы преодолеть неуверенность на рынках. Среднесрочная политика должна обеспечить принятие мер по нормализации экономической политики и рынков, которые соответствовали бы целям создания долговременной основы для надежного финансового регулирования, устойчивости сальдо бюджетов и поддержания стабильности цен.

Риски для глобальной финансовой системы уменьшились в сравнении с крайне высоким уровнем рисков, на который указывалось в апрельском выпуске «Доклада о глобальной финансовой стабильности» (ДФС) 2009 года. Беспрецедентные меры политики, принятые центральными банками и правительствами во всем мире, позволили стабилизировать финансовое положение банков, уменьшить давление на финансы и обеспечить контрагентским риском и поддержать совокупный спрос. Это вмешательство уменьшило риск больших отклонений, способных привести к краху еще одного системного учреждения, подобного краху Lehman Brothers. Рынки банковских долговых инструментов и межбанковские рынки возобновили свою работу, хотя и при сильной поддержке со стороны государственного сектора. Обеспокоенность риском не-

Figure 1. Bank Systemic Risk Indicators
(In basis points)



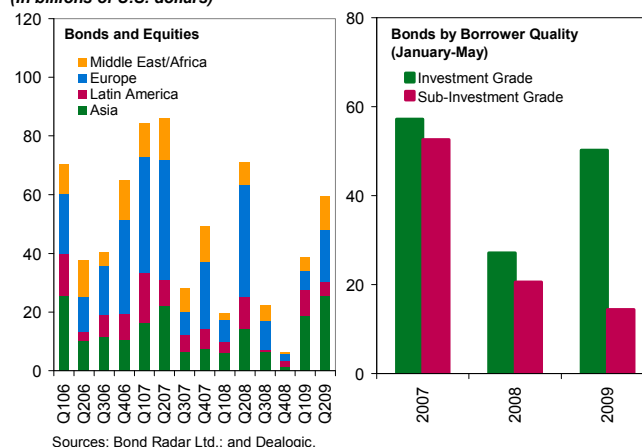
Sources: Bloomberg L.P.; and Datastream.

хватки ликвидности и контрагентским риском в банковском секторе понизилась, о чем свидетельствует уменьшение спреда между ставкой Либор и ставкой индексных свопов «овернайт» и спред по свопам кредитного дефолта (рис. 1).

Однако общие финансовые условия остаются напряженными. Рост банковского кредитования частному сектору продолжает замедляться в странах с развитой экономикой, рынки секьюритизированных инструментов, кроме тех, которые поддерживаются государственным сектором, остаются слабыми, и более низкокачественные заемщики имеют очень ограниченный доступ к финансированию на рынках капитала. Кроме того, интервенции государственного сектора, способствовавшие уменьшению рисков в частном секторе, одновременно привели к увеличению рисков в государственном секторе и повышению бремени для устойчивости налогово-бюджетной сферы.

Риски сильного спада ослабли благодаря принятию согласованных мер налогово-бюджетного и денежно-кредитного стимулирования (как обсуждается в июльском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2009 года). Это помогло стимулировать восстановление некоторой склонности к риску и снижение волатильности, благодаря чему инвесторы начали переводить средства из безопасных в более рискованные активы. Хотя воспринимаемый кредитный риск уменьшился, о чем свидетельствуют более узкие спреды и более низкие прогнозируемые коэффициенты дефолта, он остается высоким. Риски в странах с формирующимся рынком также ослабли, что отражает восстановление цен на биржевые товары и возобновление притока портфельного капитала, а также рост цен на активы (рис. 2). Эти улучшения не были равномерно распределены, и трансграничные банковские потоки в страны с формирующимся рынком остаются слабыми. Риски в странах Европы с формирующимся рынком также уменьшились, но напряженность остается и

Figure 2. Emerging Market External Securities Issuance
(In billions of U.S. dollars)



сохраняются факторы уязвимости, отмеченные в апрельском выпуске ДГФС 2009 года.

В апрельском выпуске ДГФС 2009 года были отмечены три основных области риска: (i) слабость банковского сектора в странах с развитой экономикой и, как следствие, сильное замедление роста кредитования и экономического оживления; (ii) сохраняющаяся уязвимость стран с формирующимся рынком при замедлении или остановке притока капитала; и (iii) существенный рост доходности по суверенным долговым инструментам и вытеснение частных заемщиков, если бремя для баланса государственного сектора не будет управляться заслуживающим доверия способом. Хотя прогресс в этих областях был достигнут, основания для беспокойства сохраняются.

Необходимо восстановить прочное состояние балансов банков

Риск широкого банковского кризиса ослаб, и возможные в будущем списания задолженности в форме ценных бумаг, вероятно, будут несколько меньшими, что является результатом восстановления стоимостных оценок, рассчитанных на основе рыночных

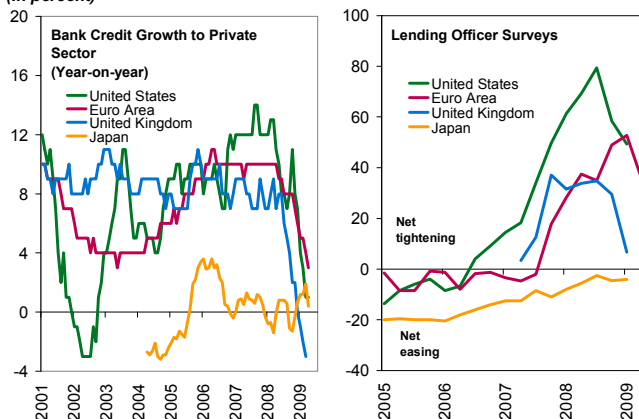
показателей стоимости, но капитализация банков по-прежнему вызывает беспокойство, так как ожидаются дальнейшие списания кредитов. Доверие к банковской системе США повысилась благодаря более высоким, чем ожидалось, показателям прибыли, успешному проведению стресс-тестов, принятому правительством США обязательству поддержать 19 крупнейших банков, а также увеличению капитала ряда банков. Однако ожидается, что коэффициенты потерь по кредитам будут продолжать расти. В Европе универсальные банки также улучшили свое положение благодаря увеличению прибыли и капитала. Однако ожидается, что коэффициенты потерь возрастут. Комитет европейских органов банковского надзора проводит скоординированные стресс-тесты на общесистемной основе, что должно помочь восстановить доверие рынка к банковской системе. Однако по обе стороны Атлантического океана оказывается трудным эффективно реализовывать меры для полного решения проблемы неблагополучных активов на балансах банков, в результате чего банки остаются уязвимыми при дальнейшем ухудшении качества этих активов в случае более глубокого и более длительного, чем прогнозируется, глобального спада.

Вновь начали работать рынки корпоративных облигаций, но рост банковского кредитования продолжает замедляться

Рынки корпоративных облигаций работают в более нормальном режиме, что имеет особое значение для стран, особенно Соединенных Штатов, которые в большей степени полагаются на небанковское рыночное фи-

нансирование. Спреды по корпоративным кредитам и обеспеченным активами инструментам существенно понизились, а выпуски возросли, так как фирмы ищут альтернативы дефицитному банковскому кредитованию. Выпуски высокодоходных инструментов также увеличились в последнее время, но по-прежнему ограничиваются более высококачественными кредитами, а спреды остаются рекордно высокими. Однако банковское кредитование остается ограниченным, несмотря на нетрадиционные меры политики, направленные на оживление кредитования конечных пользователей. Общий рост банковского кредитования продолжает понижаться при сохранении давления в результате сокращения доли за-

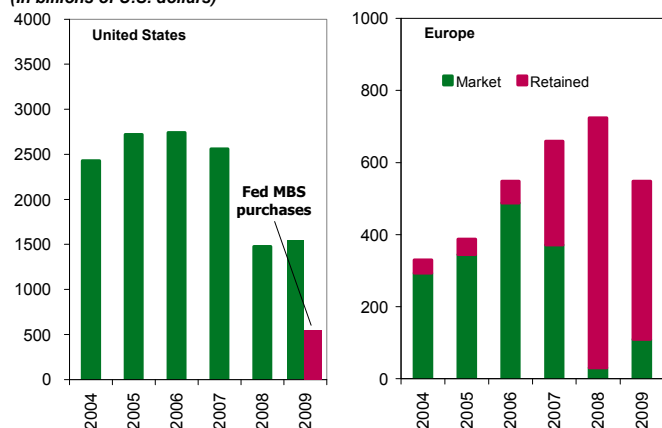
Figure 3. Credit and Lending Conditions
(In percent)



Sources: Bank for International Settlements; and central banks.
Lending surveys represent weighted average of conditions for households and corporates.

емных средств (рис. 3). Рынки секьюритизированных инструментов остаются слабыми, за исключением рынков инструментов, которые напрямую поддерживаются государственными программами или механизмами центральных банков (рис. 4).

Figure 4. Securitization Issuance
(In billions of U.S. dollars)



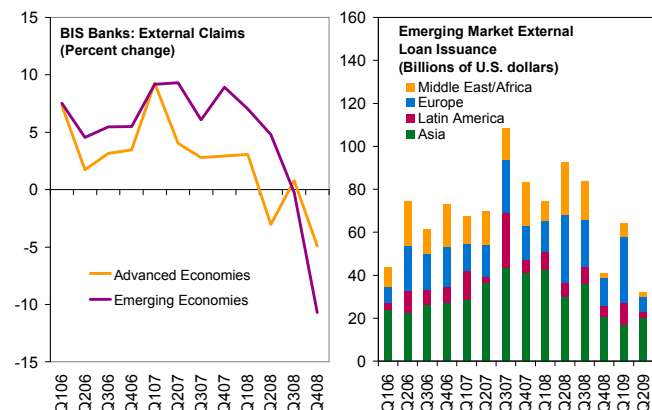
Sources: Citigroup; European Securitization Forum; and SIFMA.
Issuance data annualized for 2009 and include mortgage-related and asset-backed securities.
Purchasing data through end-June.

Настроение в странах с формирующимся рынком улучшилось, но рынки остаются уязвимыми в случае оттока капитала

На активы стран с формирующимся рынком оказало положительное влияние восстановление цен на биржевые товары и улучшение перспектив экономического роста, особенно в странах Азии. Возвращение склонности к риску также привело к возобновлению притока портфельных инвестиций. Цены на акции стран с формирующимся рынком восстановились на 30–60 процентов относительно уровня в конце февраля, и темпы их роста соответствовали темпам роста цен на акции в странах с развитой экономикой или опережали их. Спреды по глобальному суверенному индексу долговых обязательств развивающихся стран (EMBI Global) понизились более чем вдвое с тех пор, как они достигли своего пика в октябре. Несмотря на эти положительные изменения, общие перспективы стран с формирующимся рынком остаются чувствительными к более низким, чем ожидается, глобальным темпам экономического роста, а также ограниченному международному банковскому кредитованию. Как отмечалось в апрельском выпуске ДГФС 2009

года, банки сокращают свои трансграничные позиции более быстрыми темпами, чем уменьшаются их отечественные балансы, хотя имеются сведения, указывающие на то, что материнские банки сохранили уровни финансирования дочерних организаций в странах с формирующимся рынком (рис. 5). Таким образом, сокращение доли трансгра-

Figure 5. Cross-Border Bank Lending



Sources: Bank for International Settlements; and Dealogic.

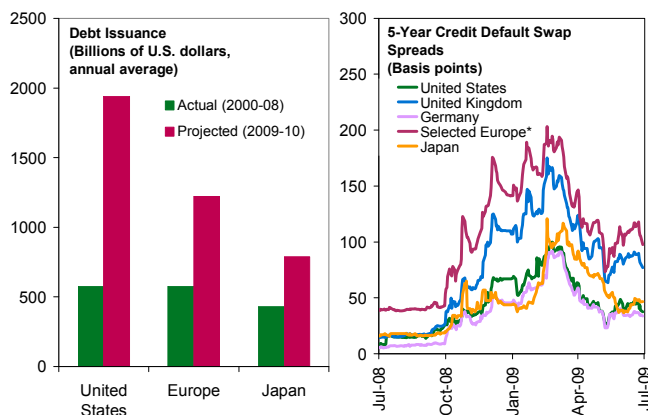
ничных заемных средств ведет к свертыванию быстрой финансовой глобализации, происшедшей в течение последних 10 лет. Эта тенденция, вероятно, будет продолжать оказывать дополнительное давление на банковские системы, которые сильно зависят от трансграничного финансирования. Особо чувствительны к сокращению трансграничного финансирования страны Европы с формирующимся рынком и Содружество Независимых Государств, и они не испытали положительного воздействия восстановления рынков, отмечавшегося в других странах.

Усиление обеспокоенности в отношении рынков суверенных долговых инструментов

В глобальных масштабах наклон кривой доходности по суверенным инструментам зна-

чительно усилился, так как ослабление обычных мер денежно-кредитной политики помогло зафиксировать краткосрочные ставки, в то время как на более долгосрочную перспективу кривая резко возросла, что частично отражает улучшившиеся перспективы оживления и сокращение рисков дефляции. Однако на повышении доходности может также сказываться обеспокоенность способностью рынков абсорбировать предложение новых государственных облигаций (рис. 6). Поскольку ожидается, что уровень государственного долга существенно повысится во многих странах с развитой экономикой, усиление внимания устойчивости налогово-бюджетной сферы, возможно, находит отражение в спредах по свопам суверенного кредитного дефолта, которые остаются значительно выше докризисного уровня.

Figure 6. Sovereign Debt



Sources: Bloomberg L.P.; and IMF, *World Economic Outlook*.
* Greece, Ireland, Italy, Portugal, and Spain.

Риски на перспективу

В апрельском выпуске ДГФС 2009 года были подняты немедленные задачи перед политикой, связанные с усилением рисков для системной стабильности и дальнейшим сокращением кредита, что указывало на необ-

ходимость принятия целого ряда мер финансовой политики для уменьшения риска снижения темпов роста. Предпринятые с тех пор беспрецедентные меры политики позволили снизить вероятность крупных банкротств, что является важным шагом в сторону восстановления доверия.

Необходимо избегать самоуспокоения. Существует риск того, что недавние улучшения в финансовой сфере могут привести к самоуспокоению. Требуется дальнейшие усилия на уровне политики для устранения возможности того, что некоторые из недавних достижений могут быть утрачены. Хотя финансовая система преодолела период чрезвычайной неопределенности, ее уровень остается очень высоким, что соответствует значительным нарушениям в работе некоторых финансовых рынков. Доверие остается хрупким, и вновь могут возникнуть риски больших отклонений. Улучшения в работе финансовых рынков во многом связаны с широкомасштабной поддержкой со стороны государственного сектора. Таким образом, прочное восстановление широкого диапазона рынков, необходимое для эффективного финансового посредничества, далеко не гарантировано.

Требуется проведение большей работы для налаживания функционирования банков и рынков. Что касается банков, то в одних случаях это подразумевает реализацию уже принятых мер, а в других — принятие новых мер. Несмотря на недавнее увеличение капитала банками, необходимо обеспечить достаточный уровень капитала на будущее при возрастании коэффициента дефолтов, а также, где это необходимо, проведение реструктуризации. Более того, по-прежнему требуется принятие мер, с тем чтобы помочь

банкам эффективно урегулировать проблемные активы. Только в этом случае они будут иметь возможность поддержать реальную экономику. Параллельно с этим крайне важно изыскать способы вновь открыть рынки секьюритизации, переведя их на более прочную основу, так как они служат важным каналом предоставления кредитов.

Сокращение доли заемных средств и риск больших отклонений. Если не будут эффективно решены остающиеся проблемы банков стран с развитой экономикой, процесс сокращения доли заемных средств, необходимый для восстановления их положения, будет более жестким, чем это требуется, и он будет сильнее тормозить оживление экономики. Действительно, нормализация работы банков остается необходимым условием устойчивого оживления. Поскольку улучшения финансовых условий во многом были связаны с устойчивым ростом рискованных активов за период с марта, существует риск значительного отката на рынках, если финансовые рынки станут слишком опережать оживление экономики. Действительно, могут вновь возникнуть риски больших отклонений, если крупная коррекция цен на активы вновь подорвет доверие к финансовым учреждениям.

Дальнейшие меры все еще необходимы, чтобы восстановить доверие к банковскому сектору и облегчить кредитование. Многие страны активно занялись оценкой своих банковских систем путем проведения стресс-тестов, которые, если они будут дополняться заслуживающими доверия мерами для устранения любой нехватки капитала, могут стать эффективным инструментом восстановления прочных балансов банков.

Опыт США и недавние европейские инициативы по организации скоординированных стресс-тестов являются положительным важным шагом. В более общем плане следует обязать жизнеспособные банки, испытывающие нехватку капитала, представить планы действий для повышения их коэффициентов собственного капитала. Если осуществление таких планов в краткосрочной перспективе не является целесообразным, банки, которые рассматриваются как жизнеспособные, должны получить временные инъекции капитала от правительств на соответствующих условиях. В некоторых случаях за такими инъекциями капитала, возможно, должна последовать реструктуризация, включая возможную продажу или ликвидацию отдельных подразделений банков. Банки, которые не считаются жизнеспособными, как только это станет возможным, должны быть подвергнуты санации. Целевая направленная и достаточно прозрачная реализация такой политики поможет восстановить доверие к банковской системе.

Рынки суверенных долговых инструментов могут подвергнуться риску дестабилизации, если бремя государственного долгового финансирования будет сочтено экономически неприемлемым. Страны с формирующимся рынком остаются уязвимыми к вторичным эффектам событий в странах с развитой экономикой, которые могут привести к более общему замедлению или остановке притока капитала. Особо чувствительны корпоративные заемщики в странах с формирующимся рынком ввиду их высоких потребностей в пролонгации кредитов и ограниченного доступа к альтернативным источникам финансирования. Кроме того, локализованные проблемы в отдельных странах с формирующимся рынком могут иметь более

широкие последствия, если они не будут действенным образом преодолены.

Согласованные на глобальном уровне стратегии «выхода». Даже при том, что еще не настало время начинать отменять всевозможные формы официальной поддержки, которая была оказана в качестве ответной меры на кризис, необходимо принять тщательно проработанные и скоординированные стратегии «выхода». Информирование общества о таких стратегиях может иметь огромное значение для уменьшения неопределенности на рынке. Общие задачи, которые должны учитываться при разработке политики «выхода», заключаются в обеспечении стабильности цен, прочности финансовой системы, основанной на рыночных принципах, и устойчивости налогово-бюджетной сферы. В рамках самих стран стратегии «выхода» должны быть скоординированы на уровне денежно-кредитной, финансовой и налогово-бюджетной политики. Центральные банки должны располагать диапазоном эффективных инструментов для своевременного изъятия ликвидности, с тем чтобы избежать нарушений в работе рынков. Может также потребоваться очистка балансов центральных банков от последствий квазифискальных интервенций, с тем чтобы обеспечить их финансовую независимость. При восстановлении доверия возможные варианты политики отмены чрезвычайной государственной поддержки

включают в себя естественное прекращение действия принятых обязательств по мере восстановления рынков и упорядоченную отмену мер по предоставлению ликвидности и финансирования. Важным моментом при осуществлении «выхода» станет согласование политики между странами, с тем чтобы свести к минимуму возможности для регулятивного арбитража и негативных финансовых потоков. Вероятно, будет осуществляться политическое давление с целью как задержать, так и ускорить «выход» из различных мер кризисной политики, которому необходимо будет противостоять по вышеуказанным причинам.

На данном критически важном этапе выхода из кризиса необходимо, чтобы разработчики политики защитили достигнутые успехи. Беспрецедентные масштабы самого кризиса и меры, которые были приняты, с тем чтобы сдержать его, потребуют сопоставимых ответных мер политики. В этом процессе особо важное значение имеют сроки и способы принятия мер. Использование, когда это возможно, рыночных механизмов позволит наиболее оптимальным способом достичь результатов, соответствующих задачам стратегии «выхода», заключающимся в обеспечении стабильности цен, прочности финансовой системы и устойчивости налогово-бюджетной сферы.