

Ослабление финансовой стабильности с появлением суверенных рисков

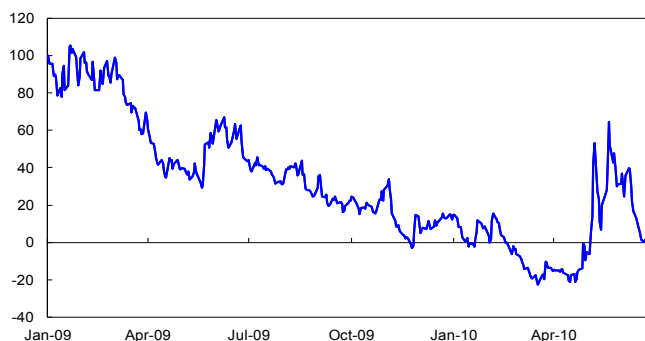
Невзирая на улучшившуюся в целом экономическую ситуацию и продолжительный период восстановления после краха фирмы Lehman Brothers, в последнее время продвижение к стабильности мировых финансов затормозилось. В разных странах зоны евро возникли суверенные риски, которые распространились на финансовый сектор и угрожают перебраться на другие регионы, что вновь приведет к возникновению цикла негативной обратной связи в экономике. Необходимы дальнейшие решительные действия в поддержку значимых национальных и наднациональных антикризисных мер, которые принимались в целях укрепления доверия к финансовой системе и обеспечения дальнейшего восстановления экономики.

Восстановление мировой экономики продолжается, однако движение в направлении финансовой стабильности в конце апреля и начале мая затормозилось. Вторичные эффекты взаимного воздействия суверенных рисков и трудностей банковских систем увеличили рыночный риск и риск ликвидности. Банки стали снова с меньшей готовностью предоставлять кредиты друг другу, за исключением кредитов с самыми короткими сроками, и это в особенности касается банков в странах зоны евро, действующих, как представляется, в более сложных условиях. Кроме того, возросла волатильность цен на финансовые активы, и уменьшилась склонность инвесторов к принятию риска. Подобные финансовые риски увеличили вероятность повторного возникновения цикла негативной обратной связи в экономике, хотя до настоящего времени этого не произошло.

За последний период, примерно месяц, наиболее острые проявления напряженности на рынке несколько уменьшились, но

рыночное доверие остается непрочным. Традиционные надежные активы, например, казначейские облигации США, облигации Германии и золото прибавили в стоимости. Цены на более рискованные активы, например, акции развитых и формирующихся рынков, потеряв значительную часть прироста начала года, недавно испытали лишь неуверенный подъем. Цены на биржевые товары вновь вернулись к уровню прошлой осени. И хотя волатильность недавно несколько снизилась, она остается выше, чем до падения на рынке (рис. 1).

Figure 1. Composite Volatility Index
(1/1/2009 = 100)

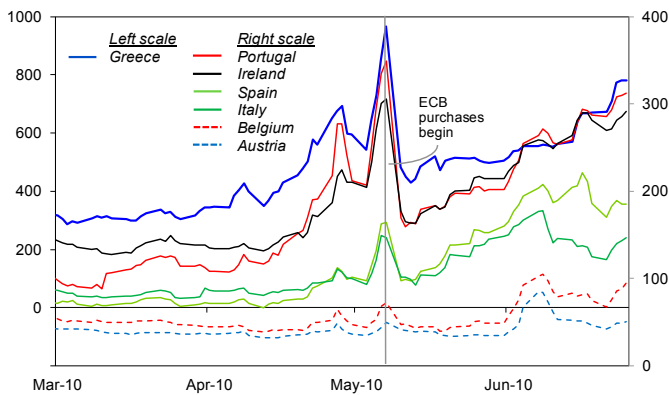


Source: IMF staff estimates.
Note: The index was constructed utilizing implied volatilities derived from options on various stock market indices, interest rates, and exchange rates.

Суверенные риски нарастают

Рыночная динамика обусловлена сохраняющимся интенсивным давлением на некоторые рынки суверенных долговых обязательств (рис. 2). Такое давление отчасти отражает продолжающуюся переоценку суверенного кредитного риска в зоне евро. Создание евро привело к исчезновению валютного риска внутри

Figure 2. Selected Euro Area Sovereign Spreads
(In basis points)



Source: Bloomberg.

зоны и породило надежды на фискальную и макроэкономическую конвергенцию стран-участников зоны евро. До самого последнего времени это выражалось в значительном сужении региональных суверенных спредов. На фоне бюджетных проблем Греции инвесторы в настоящее время переоценивают эти риски в рамках региона. Это указывает на необходимость продолжения реализации директивными органами заслуживающих доверия планов бюджетной консолидации и укрепления экономического управления в зоне евро.

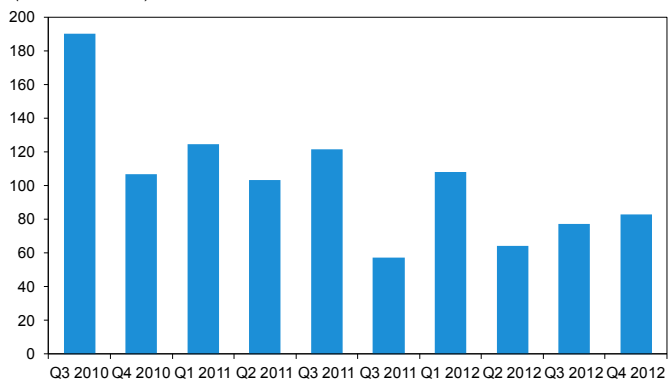
Сообщение о Европейском механизме финансовой стабильности и программе Европейского центрального банка (ЕЦБ) по покупке ценных бумаг способствовало ослаблению напряженности по некоторым наиболее острым аспектам рынка облигаций

зоны евро. После объявления в начале мая о программе покупки ценных бумаг спреда по долговым обязательствам Греции, Португалии и Ирландии относительно суверенных облигаций Германии сократились. Вместе с тем, в последнее время эффект стал уменьшаться, и рыночная ликвидность этих долговых ценных бумаг оставалась на низком уровне¹. Обратная ситуация наблюдалась в Испании и Италии, где спреды облигаций продолжали расти, и в настоящее время они гораздо больше, чем в начале года. В самое последнее время также проявилась определенная дифференциация между суверенными кредитами Германии, которая привлекала потоки капитала, искавшие безопасную зону, и такими же кредитами Бельгии, Австрии и Франции.

Напряженная ситуация на рынке государственных облигаций отчасти свидетельствует о настоятельной потребности в пролонгации. Те страны зоны евро, которые в настоящее время страдают от значительно расширившихся спредов по отношению к облигациям Германии, нуждаются в рефинансировании примерно 300 млрд евро долга, сроки погашения которого наступают в третьем и четвертом кварталах текущего года (рис. 3). При этом они столкнутся с конкуренцией с весьма крупными потребностями в рефинансировании США, Великобритании, Японии и других стран зоны евро, которые в сумме достигают примерно 4 трлн долл. со сроками погашения в третьем и четвертом кварталах.

¹ До настоящего времени ЕЦБ на чистой основе приобрел на вторичном рынке государственные долги примерно на 59 млрд евро.

Figure 3. Selected Euro Area Sovereign Bond Rollovers, Q3 2010-Q4 2012
(In billions of euros)

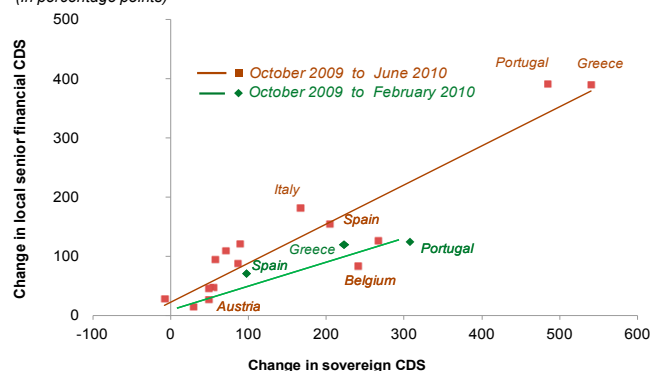


Source: Bloomberg.
Note: Includes principal and interest payments on both short-term bills and longer-term bonds for Greece, Ireland, Italy, Portugal, and Spain.

Вторичные эффекты, сказывающиеся на банках

Последствия растущих суверенных рисков для финансовой стабильности были значительными и отражали существенный фактический риск европейских банков по суверенному долгу. С момента наших оценок в ДГФС за апрель 2010 года усилилась текущая совместная динамика спредов по свопам кредитного дефолта (СКД) европейских банков и спредов по суверенным СКД (рис. 4). Это объясняется значительными объемами суверенного долга на балансе банков, а также растущими рисками циклов негативной обратной связи между суверенным и финансовым секторами и

Figure 4. Sovereign Risk Spilling over to Local Financial Credit Default Swap Spreads
(In percentage points)

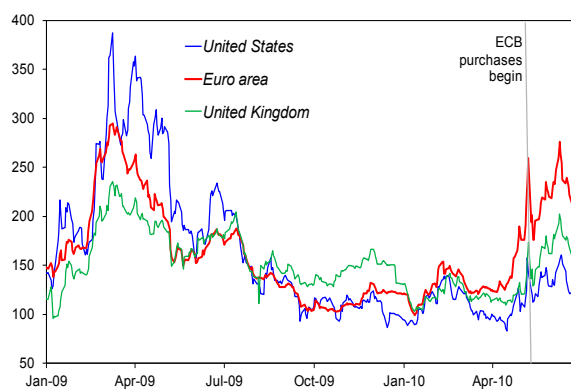


Sources: Bloomberg; Datastream; and IMF staff estimates.

потенциального воздействия на баланс сектора государственного управления, если нестабильные банки будут нуждаться в поддержке.

На фоне возросшей неопределенности относительно состояния некоторых банков средние спреды по банковским СКД продолжают увеличиваться в Великобритании, США и зоне евро (рис. 5).

Figure 5. Bank Credit Default Swap Spreads
(In basis points)



Source: Datastream.

Давление на банки отчасти усугублялось последствиями незавершенной очистки банковских балансов за прошедшие три года (процесса, который проходил медленнее в зоне евро, чем в Великобритании и США), что привело к сохраняющимся очагам уязвимости, излишкам мощностей и низкой рентабельности, по крайней мере, в случае банков некоторых типов. Кроме того, отсутствие подробной информации о формах банковского регулирования или сборах, которые будут взиматься, и графике их введения усиливает неопределенность инвесторов.

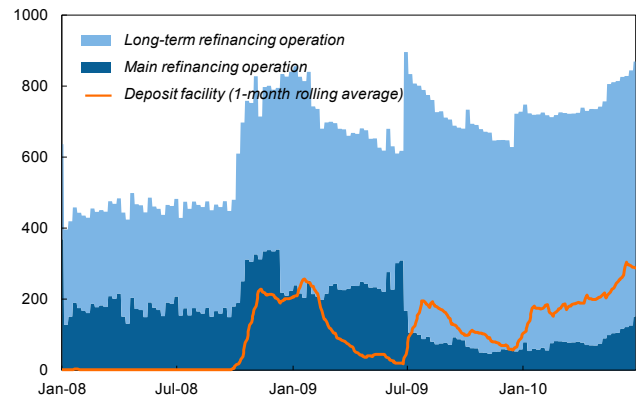
Фактический риск банков по трансграничным операциям обеспечивает условия для распространения

суверенных рисков на банки и их последующего перехода на другие банковские системы в регионе и за его пределами. Хотя в благоприятных условиях подобные взаимосвязи имеют преимущества диверсификации, в напряженной ситуации они становятся каналами распространения.

Неопределенность фактического риска банков по суверенному долгу в странах, сталкивающихся с проблемами экономической политики, привела к значительной напряженности в сфере межбанковского финансирования. Нарастающие опасения состоянием контрагентов вновь вызвали рост спредов между долгосрочными ставками ЛИБОР и рынком индексных свопов «овернайт» (ИСО). Для ослабления подобной напряженности в сфере финансирования ЕЦБ и Федеральная резервная система США вновь допустили определенную гибкость в своих операциях с ликвидностью. ЕЦБ отменил требования залогового обеспечения в отношении суверенного долга Греции и возобновил некоторые долгосрочные операции, в то время как Федеральная резервная система восстановила линии валютных свопов. Несмотря на эти усилия по улучшению функционирования межбанковского рынка, банки зоны евро продолжают накапливать ликвидность и вкладывать эти средства в механизм депозитов ЕЦБ (рис. 6)².

² Накопление депозитов в ЕЦБ отчасти происходило в ожидании истечения сроков годовой операции долгосрочного рефинансирования 30 июня, и после этой даты произошло некоторое снижение таких авуаров.

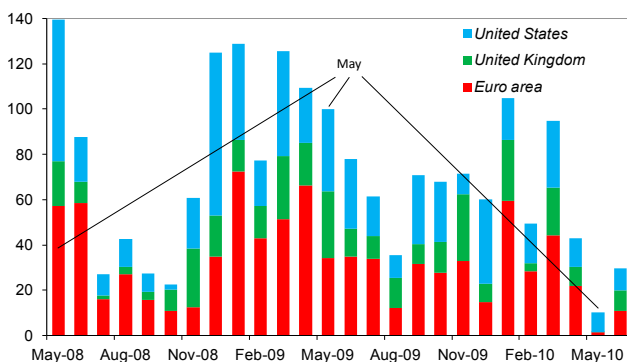
Figure 6. ECB Liquidity Operations
(In billions of euros)



Source: Bloomberg.

На межбанковском рынке наблюдается высокий спрос на краткосрочное финансирование в долларах США. Например, фонды денежного рынка в США снижают свой фактический риск по европейским финансовым активам, сокращая источники долларového финансирования европейских организаций. Линии валютных свопов центральных банков, восстановленные в целях поддержки рынка, помогли создать основу для доверия, несмотря на то, что используются они достаточно редко.

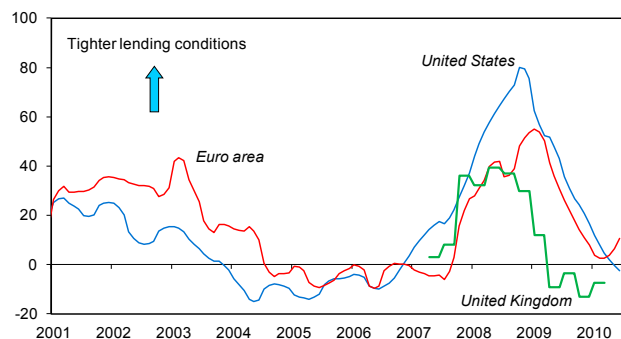
Банки также сталкиваются со значительной напряженностью в сфере финансирования в связи с наступлением сроков погашения облигаций. Как подчеркивалось в ДГФС за апрель 2010 года, в предстоящие несколько лет банки ждет целая волна сроков погашения, особенно в зоне евро, и в связи с недавними потрясениями это хотя бы временно ограничило деятельность первичного рынка по эмиссии облигаций финансовых организаций (рис. 7).

Figure 7. Financial Bond Issuance*(In billions of U.S. dollars)*

Source: Dealogic.

Угрозы для подъема экономики

Несмотря на преимущественно финансовый характер текущего механизма передачи суверенного риска, возросла вероятность негативной обратной связи с экономикой. Как отмечается в Бюллетене ПРМЭ за июль 2010 года, резко возросли риски ухудшения ситуации для подъема. Напряженная ситуация с банковским финансированием может ускорить продолжающийся процесс снижения доли заемных средств. Слишком рано говорить о том, затормозится ли реальный рост банковского кредитования в зоне евро после недавней стабилизации на едва положительном уровне в годовом исчислении. Предварительные указания свидетельствуют о том, что стандарты кредитования банков зоны евро отчасти изменили свою тенденцию к снижению, вновь подвергшись ужесточению (рис. 8).

Figure 8. Lending Conditions*(Net percentage of domestic respondents tightening standards for loans)*

Sources: Lending surveys by the Bank of England, European Central Bank, and the U.S. Federal Reserve for households and corporates; and IMF staff estimates.

Помимо потенциального неблагоприятного воздействия на банковское кредитование, недавние рыночные потрясения и расширение кредитных спредов совпали с майским обвалом эмиссии нефинансовых корпоративных облигаций. Несмотря на недавнее восстановление объемов в июне, эмиссия европейских компаний была особенно вялой и незначительной по сравнению с периодом, на который пришлось банкротство Lehman. Если такие более жесткие условия сохранятся, они могут начать оказывать существенное воздействие на доступность кредитов для корпораций.

В ряде стран задерживается отход от чрезвычайных мер политики

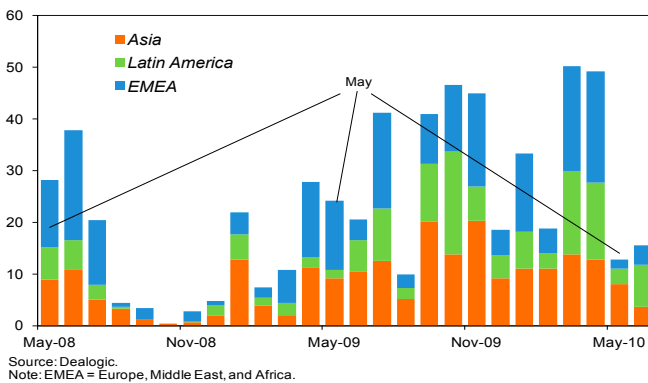
Потенциальные риски ухудшения экономической ситуации и напряженность на межбанковском и суверенном рынках осложнили сворачивание чрезвычайных мер налогово-бюджетной, денежно-кредитной и финансовой политики, принятых несколько месяцев тому назад. В случае ведущих центральных банков, особенно ЕЦБ, рынки в настоящее время ожидают продления «продолжительного периода» весьма адаптивной денежно-кредитной политики. Более того, ЕЦБ не только возобновил некоторые из своих чрезвычайных операций по обеспечению ликвидности, но также объявил о программе приобретения суверенных долговых обязательств.

Ужесточение условий финансирования стран с формирующимся рынком

На страны с формирующимся рынком воздействуют возросшие риски в зоне евро за счет общего сокращения склонности

к принятию рисков, которое повлекло за собой ужесточение финансовых условий. Портфельные потоки в страны с формирующимся рынком частично изменили свое направление после значительного подъема в течение почти года с марта 2009 года по апрель 2010 года, снизились также цены на активы. Кроме того, в мае также замедлилась эмиссия суверенных и корпоративных облигаций и акций в странах с формирующимся рынком, хотя некоторые регионы пострадали в меньшей степени по сравнению с другими, и данное явление может по большей части носить временный характер (рис. 9). Например, в странах Азии не наблюдалось резкого сокращения эмиссии.

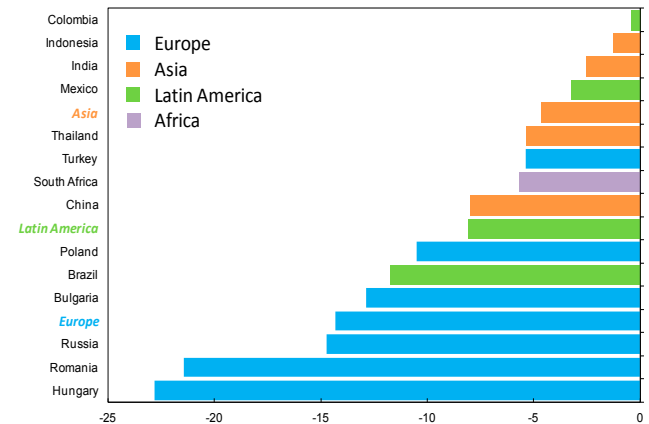
Figure 9. Emerging Market External Bond and Equity Issuance
(In billions of U.S. dollars)



Неудивительно, что эффекты распространения последствий кризиса в странах Европы с развитой экономикой ощущаются сильнее всего в странах Европы с формирующимся рынком, для которых характерны наиболее прочные прямые связи. Рынки акций в Румынии и Венгрии, а также во всем регионе стран Европы с формирующимся рынком пострадали в наибольшей степени по сравнению

с другими странами и регионами с формирующимся рынком (рис. 10). Банки развитых стран Европы в наибольшей степени были подвержены рискам, связанным со странами Европы с формирующимся рынком. Такие

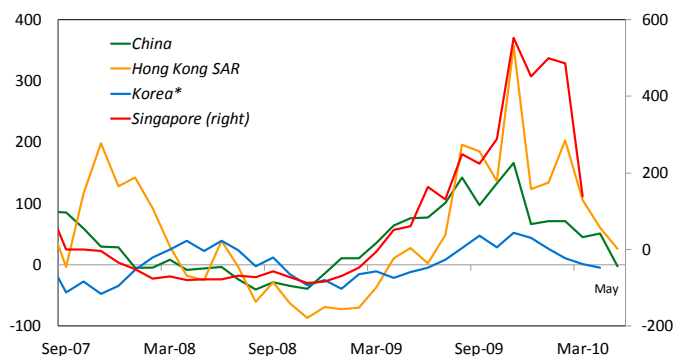
Figure 10. Emerging Economies: Stock Price Performance, April Peak - June 28, 2010
(In percent)



фактические риски свидетельствуют о том, что некоторые страны с формирующимся рынком могут пострадать от возобновившегося сокращения кредита, если напряженность в сфере финансирования заставит европейские банки остановить свои потоки трансграничных кредитов.

Возникшая ранее обеспокоенность в отношении рынков недвижимости Азии сходит на нет, поскольку начинают проявляться результаты принятых пруденциальных мер. Рост стоимости операций с недвижимостью замедлился, и доля ссуд на недвижимость в новых банковских кредитах также падает (рис. 11), однако эта динамика требует дальнейшего наблюдения.

Figure 11. Growth of Real Estate Market Transaction Values
(Percent, year-on-year)



Source: National authorities; CEIC; IMF staff estimates.
* Data for Korea represent units of transactions.

Рост валютных рисков

Ослабление евро обеспечило выгоды, связанные с частичной компенсацией неблагоприятного воздействия возросшего суверенного и банковского рисков на темпы экономического роста в зоне евро. При этом сочетание рисков суверенного кредита, банковского сектора и макроэкономических рисков также повысило вероятность хаотичной корректировки обменных курсов. Евро испытывает заметное понижательное давление и приближается, согласно среднесрочному фундаментальному анализу, к соответствующему многостороннему уровню. В то же время наблюдается рост волатильности рынка.

Приоритетные задачи экономической политики

Для укрепления доверия и дальнейшей стабилизации финансовых рынков необходимы меры политики в нескольких направлениях.

Следует обратить внимание на корень проблемы — суверенный риск. Это в особенности касается стран зоны евро,

которые испытывают активное рыночное давление. Они обязаны добиться дальнейшего внушительного продвижения в обуздании бюджетных дефицитов наряду с более действенной стратегией управления долгом. Из-за напряженности с финансированием этим странам уже пришлось в оперативном порядке приступить к бюджетной консолидации — и в этом направлении уже достигнуты значительные успехи. В более общем плане бюджетная консолидация должна быть частью среднесрочных планов консолидации. Такие планы должны пользоваться доверием, для того чтобы избежать негативной реакции рынка из-за вынужденной еще более форсированной бюджетной консолидации. Участники рынка рассматривают объявленные планы бюджетной консолидации как необходимое, но недостаточное условие для достижения устойчивости долговой ситуации, поскольку по-прежнему сохраняется обеспокоенность тем, что государственные органы могут столкнуться с проблемами обеспечения достаточных номинальных темпов роста в условиях снижения инфляции. Поэтому необходимо сочетать объявление надежных планов бюджетной консолидации со структурными мерами, направленными на поддержку потенциального экономического роста. Значимые шаги в этом направлении в настоящее время обсуждаются в ряде стран зоны евро.

В финансовой сфере, кроме уже предпринятых решительных действий, доверие рынка можно существенно укрепить за счет следующих мер.

- Полностью ввести в действие Европейский механизм финансовой стабильности объемом 440 млрд евро, после того как была решена сложная задача его формирования.
 - Продолжить практику предоставления ЕЦБ поддержки ликвидности вторичных рынков облигаций. Рынки еще не убедились в готовности центрального банка наращивать покупки, если это будет необходимо для предотвращения дальнейшего ухудшения работы рынка.
 - Обеспечивать большую степень прозрачности и проводить заслуживающие доверия стресс-тесты европейских банков. В настоящее время ключевой проблемой является неопределенность в отношении открытых позиций отдельных банков, в том числе по суверенному долгу, что указывает на необходимость более широкого раскрытия информации европейскими банками. Публикация результатов проходящих стресс-тестов и распространение практики стресс-тестирования на гораздо большее число банков в рамках деятельности Комитета европейских органов банковского надзора представляет собой очень важный шаг. В то же время раскрытие результатов стресс-тестов отдельных банков на национальном уровне должно быть дополнено планом, излагающим порядок решения проблем организаций, испытывающих дефицит капитала. Стандарты банковской отчетности и раскрытия информации в целом нуждаются в усовершенствовании, особенно в случае банков, акции которых не обращаются на бирже, а также банков, не публикующих ежеквартальные отчеты.
 - Реализация заслуживающих доверия решений для регулирования нестабильных банков. Такие банки усугубляют существующую напряженность на рынках финансирования, и необходим более универсальный механизм санации, реструктуризации или рекапитализации банковских организаций. В этих целях следует незамедлительно привести в действие существующие или новые общественные механизмы на национальном уровне. При необходимости для решения банковских проблем должны применяться наднациональные механизмы.
- Активная реализация перечисленных выше мер политики будет необходима для укрепления рыночного доверия, снижения уровня обеспокоенности в отношении суверенного долга и состояния банковской системы, а также для поддержки экономического подъема в зоне евро.
- Не менее важно, чтобы разработчики политики избегали политических оплошностей. Нескоординированные и разовые меры по прекращению операций на определенных рынках приводят лишь к переносу рисков на другие рынки или юрисдикции и углубляют неопределенность в отношении того, какие меры последуют в будущем.

Во многих других странах с развитой экономикой основное внимание должно уделяться поддержке среднесрочной бюджетной консолидации. Как отмечается в июльском выпуске Бюллетеня ПРМЭ 2010 года, решающее значение придается надежной стратегии по сокращению бюджетных дефицитов в средне- и долгосрочной перспективе. Эти страны также должны принимать меры структурной политики для повышения потенциала экономического роста, чтобы смягчить давление, требующее консолидации, и в то же время решать проблемы, связанные с выплатой социальных пособий по возрасту. Аналогичным образом, до определенного времени сохранится и необходимость в содействии, предоставляемом центральными банками, в том числе количественная адаптация или открытая поддержка кредитного рынка и рынка облигаций.

В условиях сокращения притока капитала страны с формирующимся рынком сталкиваются с неопределенностью в отношении того, насколько нестабильность в зоне евро заставляет широкий круг инвесторов уходить с иностранных рынков и возобновится ли приток в страны с формирующимся рынком, по мере того как инвесторы будут искать альтернативы более волатильным рынкам стран с развитой экономикой. В этих странах существует вероятность большей изменчивости, характеризующей повышательный тренд притока капитала. Поэтому им необходимо усовершенствовать свою макроэкономическую и пруденциальную политику для ограничения уязвимости по отношению к неожиданной остановке или чрезмерному увеличению стоимости кредитов или активов. Кроме

взвешенной макроэкономической политики и четко определенных пруденциальных действий, большое значение также имеют структурные меры, направленные на развитие финансовых систем в странах с формирующимся рынком. Улучшения в финансовой инфраструктуре могут помочь обеспечить устойчивость в условиях изменчивых потоков.

Реформы в сфере нормативного регулирования, направленные на обеспечение большей безопасности мировой финансовой системы, необходимо продолжать осуществлять ускоренными темпами. Следует завершить подготовку основы таких реформ — движение в направлении качества и объема капитала и повышения ликвидности — и подготовить надлежащий график реализации. Существующий уровень неопределенности в отношении окончательного комплекса реформ осложняет принятие банками деловых решений по различным направлениям деятельности и ограничивает их готовность предоставлять кредиты. Поэтому требуется большая ясность в отношении конкретного содержания и сроков намеченных реформ в сфере нормативного регулирования. Кроме того, график реализации должен включать текущее состояние финансовых организаций и состояние экономического подъема в целях поддержки трендового роста и укрепления стабильности. Важнейшим компонентом реформ в сфере регулирования является строгий надзор. Это относится и к стабильной ситуации, но в еще большей степени распространяется на переходный период, когда между юрисдикциями могут наблюдаться расхождения в применении новых правил. Соблюдение строгих принципов надзора может помочь ограничить риск регулятивного арбитража.

В целом укреплению стабильности мировой экономики в последнее время могут угрожать в совокупности суверенные и банковские риски в зоне евро, которые, при отсутствии постоянного и согласованного внимания, могут распространиться на другие регионы. Быстрая реализация важных, актуальных решений, принимаемых государственными органами зоны евро, станет важнейшим компонентом нормализации работы финансовых рынков. Необходимы дальнейшие заслуживающие доверия и оперативные меры для стабилизации финансовых организаций. Закрепление финансовой стабильности будет играть важную роль в обеспечении продолжения экономического подъема.