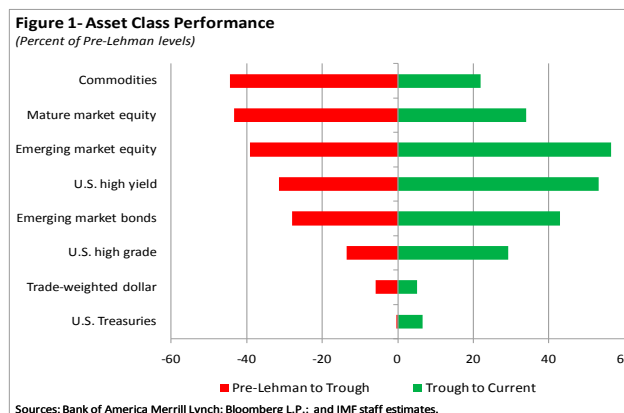


## Финансовая система стабилизировалась, но предстоит свертывание антикризисных мер, проведение реформ и преодоление бюджетных проблем

Системные риски продолжали снижаться по мере улучшения экономических детерминант и благодаря продолжающейся значительной государственной поддержке. Несмотря на улучшения, во многих странах с развитой экономикой и ряде существенно затронутых стран с формирующимся рынком финансовая стабильность остается непрочной. Один из главных приоритетов — улучшить состояние банковских систем, с тем чтобы обеспечить нормальное функционирование канала кредитования. Передача финансовых рисков на суверенные балансы и более высокие уровни государственного долга также повышают риски для финансовой стабильности и усложняют процесс свертывания антикризисной поддержки. Притоки капитала в ряд стран с формирующимся рынком начинают вызывать озабоченность относительно давления на цены активов и валютные курсы. Директивным органам этих стран может потребоваться в ускоренном порядке отказаться от мер поддержки, с тем чтобы ограничить риски для финансовой стабильности. Цель для всех стран заключается в том, чтобы перейти от чрезвычайных государственных интервенций в экономику к глобальной финансовой системе, которая будет более надежной, но сохранит динамизм, необходимый для поддержания устойчивого экономического роста.

Финансовые рынки, пройдя низшие точки спада, значительно восстановились благодаря улучшению экономических детерминант и продолжающейся поддержке в рамках государственной политики (см. Бюллетень «Перспективы развития мировой экономики», январь 2010 года). Склонность к риску возвращается, состояние фондовых рынков улучшилось, а рынки капитала возобновили свою работу. Как следствие, цены на различные виды активов вновь резко повысились по сравнению с их исторически низкими уровнями, поскольку худшие опасения инвесторов по поводу

обвала экономической и финансовой активности не сбылись (рис. 1).



Эти благоприятные изменения привели к общему снижению системных рисков. Кредитные и рыночные риски в целом уменьшились под влиянием более благоприятных экономических перспектив и снижения макроэкономических рисков, наряду с поддержкой, обеспечиваемой адаптивными денежно-кредитными и финансовыми условиями. В странах с формирующимся рынком риски также понизились. Хотя существующие более либеральные денежно-кредитные и финансовые условия приносят пользу, они также указывают на будущие проблемы, которые потребуют тщательного урегулирования.

Однако даже с учетом общего улучшения положения корректировка финансовой системы далеко не завершена, и финансовая стабильность остается непрочной. По-прежнему стоят неотложные проблемы, обусловленные кризисом. В то же время в связи с чрезвычайной поддержкой, обеспечиваемой проводимыми мерами политики, возникают новые риски. Действительно, беспрецедентная поддержка в рамках политики обходится ценой значительного повышения риска для суверенных балансов и, как следствие, увеличения бремени суверенного долга, который усиливает новые риски для финансовой стабильности в будущем. Одновременно с этим экономика ряда основных стран с формирующимся рынком уже в существенной мере восстановилась, что создает первые поводы для озабоченности относительно повышательного давления на цены активов и валютные курсы. Как результат, потребуются тщательно продуманные действия со стороны директивных органов в отношении сроков, порядка и

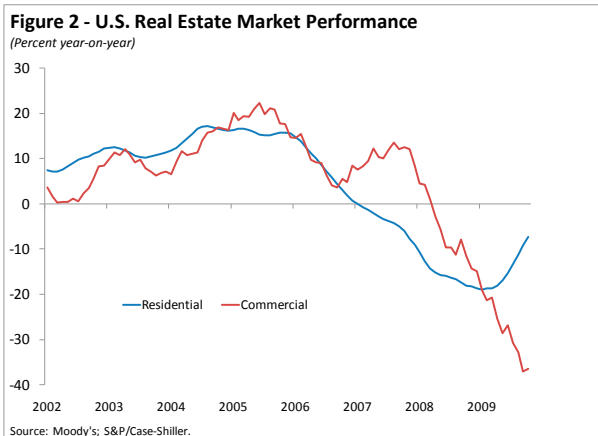
осуществления свертывания антикризисных мер и перехода к новой, реформированной финансовой системе.

### **Банки и кредит**

Первая важнейшая задача состоит в восстановлении здорового состояния банковской системы и кредитования в более общем плане. Для этого необходимо, чтобы процесс сокращения доли заемных средств, который в настоящее время происходит в банковской системе, оставался упорядоченным и не требовал таких значительных корректировок, которые подрывали бы возобновление экономического подъема. Процесс амортизации убытков по кредитам все еще идет, опираясь на текущее привлечение нового капитала. Наши оценки ожидаемых списаний активов будут обновлены в апрельском выпуске ДГФС; возобновление роста цен на ценные бумаги в банковских балансах позволяет предположить, что эта оценка будет несколько ниже, чем предполагалось раньше, при пересчете на настоящий момент.

В перспективе, даже несмотря на привлечение определенного объема банковского капитала, может потребоваться значительный дополнительный капитал для поддержки восстановления кредита и сохранения устойчивого экономического роста в рамках ожидаемых новых Базельских нормативов достаточности капитала, которые, по-видимому, сближаются с рыночными нормами, составлявшими основу расчетов остающихся потребностей в капитале в октябрьском выпуске ДГФС 2009 года.

Ожидается, что убытки по кредитам, связанные с рисками на рынке коммерческой недвижимости, существенно возрастут (рис. 2). Предполагаемые списания сосредоточены в странах, где наблюдались наиболее крупные скачки цен и последующие корректировки, и



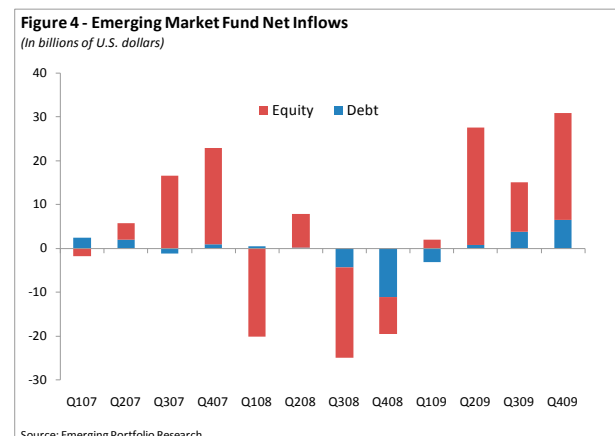
соответствуют нашим предыдущим оценкам.

Перед банками не только стоит задача привлечения большего объема капитала — им необходимо также преодолеть потенциальный дефицит финансирования. Как отмечалось в октябрьском выпуске ДГФС 2009 года, надвигается волна истекающих сроков погашения, которые будут наступать вплоть до 2011–2013 годов. Эта концентрация потребностей в финансировании — наследие более коротких сроков погашения во время кризиса. Поэтому снижение доверия в будущем может серьезно ослабить возможности банков по пролонгированию этих долговых обязательств.

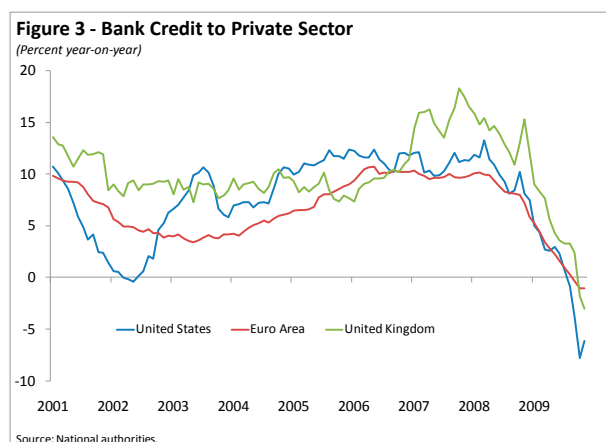
Более непосредственный повод для озабоченности связан с изъятием специальных механизмов обеспечения ликвидности центральных банков и

государственных гарантий по долговым обязательствам банков. Хотя использование обоих видов программ сократилось ввиду стабилизации денежных и финансовых рынков, некоторые банки по-прежнему в большей степени зависят от такой поддержки, чем другие. Если недостатки в работе этих банков не будут устраняться параллельно с прекращением мер по поддержке финансирования, существует риск возникновения новой кризисной ситуации в банковском секторе и общей утраты доверия, который может иметь системные последствия.

Темп роста банковского кредита в странах с развитыми рынками еще не восстановился, несмотря на улучшение экономических перспектив в последнее время (рис. 3). Опросы сотрудников кредитных отделов банков показывают, что условия кредитования продолжают ужесточаться в зоне евро и США, хотя степень ужесточения значительно снизилась. Хотя факторы предложения кредита играют определенную роль, в настоящее время главным фактором, ограничивающим общую кредитную деятельность, является слабый спрос на кредит.



Темпы роста банковского кредита продолжают снижаться по мере прохождения поворотной точки кредитного цикла. Даже несмотря на приближение низшей точки цикла, перспективы значительного возобновления роста являются весьма неопределенными. Небанковские источники кредита, такие как эмиссия корпоративных облигаций, существенно увеличились, но во многих случаях они недостаточны, чтобы компенсировать сокращение банковского кредитования, и, по большей части,



используются для рефинансирования непогашенного долга. Улучшающиеся экономические перспективы вызовут повышение спроса на кредит и готовности банков предоставлять кредиты, но, поскольку банки продолжают заниматься урегулированием проблем капитала и финансирования, их возможности по предоставлению кредитов могут стать более жестким ограничением. Неопределенность относительно будущей нормативно-правовой основы также может сказываться на кредитных решениях банков.

Ожидается, что сочетание продолжающихся списаний банковских активов и давления со стороны

финансирования и капитала будет ограничивать прибыльность банков в будущем. Это подчеркивает необходимость более решительных шагов, направленных на ускорение реструктуризации банков, с тем чтобы обеспечить наличие у них достаточных резервов, которые позволят им выдерживать будущие шоки и создавать дополнительные буферные запасы капитала.

### Приток средств в страны с формирующимся рынком

Хотя потоки банковских средств в страны с формирующимся рынком еще не восстановились, возобновление притока портфельных инвестиций способствовало быстрому росту цен на активы стран с формирующимся рынком, особенно на инструменты участия в капитале и, в меньшей степени, недвижимость. Бела выражена озабоченность по поводу того, что эти притоки могут привести к вздутым ценам на активы и оказать повышательное давление на валютные курсы. Это может усложнить проведение денежно-кредитной и курсовой политики, особенно в странах с менее гибкими валютными режимами.

Эти притоки определяются различными факторами. Изначальный резкий рост притоков во втором квартале прошлого года, как представляется, был вызван факторами отталкивания, то есть изменениями в настроениях инвесторов (рис. 4). Наблюдалось резкое возобновление склонности к риску, от которого выиграли все рискованные активы. В поисках высокой доходности инвесторы уходили от надежных активов, учитывая низкие процентные ставки в странах с развитой

экономикой. На это указывает снижение курса доллара и цен казначейских облигаций, а также отток средств из фондов денежного рынка. Но начиная со второго квартала притоки поддерживались факторами притяжения, а именно лучшими перспективами экономического роста в странах с формирующимся рынком, в частности в Азии и Латинской Америке. Ожидания относительно повышения валютных курсов в этих регионах также стимулировали новые притоки.

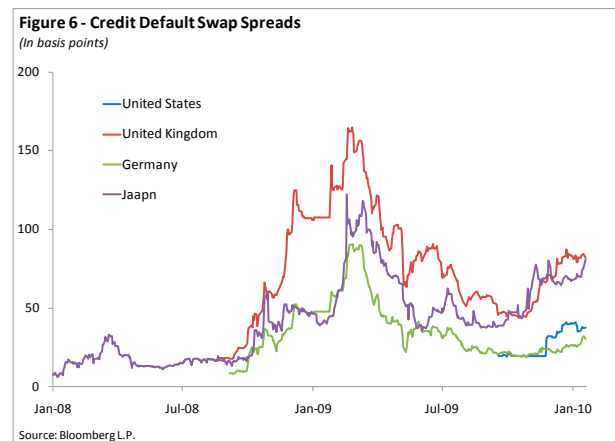
Повышение цен на активы пока еще не может считаться чрезмерным и широко распространенным явлением, хотя в некоторых странах и на некоторых рынках давление существенно возросло. Инфляция цен на недвижимость находится в пределах исторических норм, с немногими отдельными исключениями.

Помимо этого, рост кредита во многих странах с формирующимся рынком, кроме Китая, еще не восстановился в ощутимой степени (рис. 5). Это позволяет предположить, что объем заемных средств пока не стал ключевым фактором, определяющим рост цен на активы. При этом директивные органы не должны допускать самоуспокоенности относительно притоков и инфляции активов. По мере того как экономический подъем будет становиться более устойчивым, ликвидность, создаваемая притоками средств, может вызывать чрезмерное

расширение кредита и экономически неприемлемое повышение цен на активы.

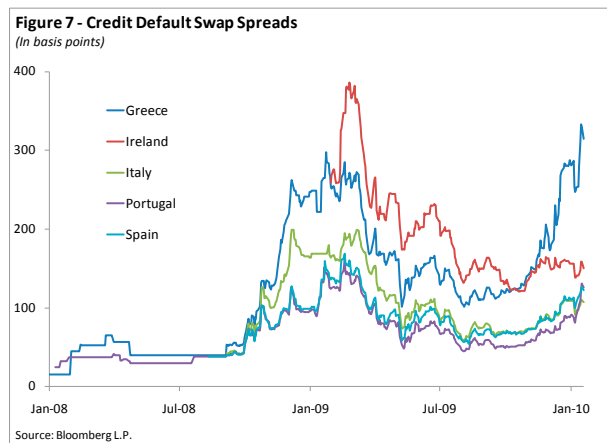
### Суверенные эмитенты испытывают давление

Инвесторы на рынках суверенных долговых обязательств уделяют все более пристальное внимание вопросам бюджетной стабильности в странах с развитой экономикой. Озабоченность по поводу устойчивости бюджетов и политическая неопределенность привели к расширению спредов по свопам кредитного дефолта Соединенного Королевства и Японии в течение последних недель (рис. 6). Другие европейские эмитенты, в особенности Греция, оказались под более ярко выраженным давлением после понижения их рейтингов или ввиду сохранения неопределенности относительно несбалансированности их бюджетов и планов по консолидации (рис. 7).



Наши прогнозы чистого объема долга государственного сектора показывают существенное увеличение эмиссии по отношению к долгосрочным средним показателям в последующие 2–3 года. Этот прирост дефицита и государственного долга ставит перед директивными органами ряд важных проблем и создает риски для финансовой стабильности.

Как минимум, существует риск того, что выпуск государственных долговых обязательств в предстоящие годы может вытеснить рост кредита частного сектора, постепенно повышая процентные ставки для частных заемщиков и задерживая восстановление экономики. Это может происходить по мере возобновления частного спроса на кредит в то время, когда банки все еще имеют ограниченные возможности по предоставлению кредита, особенно в связи со свертыванием мер финансовой поддержки. Более серьезный риск связан с быстрым повышением процентных ставок по государственному



долгу. Такой быстрый скачок ставок и рост крутизны кривой доходности может оказать отрицательное воздействие на широкий круг финансовых организаций и процесс возобновления роста по мере переоценки суверенного долга. Наконец, существует

риск значительной утраты доверия инвесторов к некоторым суверенным эмитентам с негативными последствиями для экономического роста и показатели кредита в соответствующих странах. Хотя эта проблема, возможно, имеет ограниченные масштабы, существует риск более широких вторичных эффектов для других стран и рынков и негативного шока для доверия инвесторов.

### Приоритетные задачи политики

В настоящее время перед директивными органами стоит сложная задача, связанная с обеспечением сбалансированности при оценке сроков, темпов и порядка мер по свертыванию антикризисной поддержки в области денежно-кредитной и финансовой политики, а также с началом реализации среднесрочной стратегии бюджетной консолидации и сокращения долга. Преждевременное прекращение поддержки в рамках политики оставило бы финансовую систему уязвимой к новому усилению давления (например, в странах, где наблюдается неуверенный подъем и сохраняется финансовая уязвимость), тогда как запоздалое прекращение этой поддержки потенциально может вызвать усиление инфляционного давления и создать условия для будущих кризисов (например, в странах, где существует риск финансовых эксцессов и перегрева экономики).

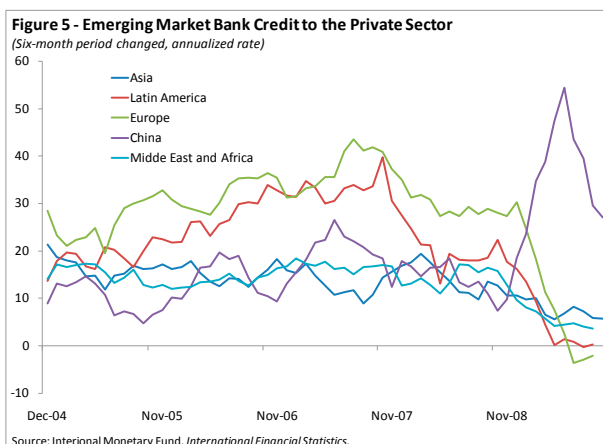
В краткосрочном плане меры политики должны быть направлены на обеспечение финансовой стабильности, которая остается непрочной, с тем чтобы обеспечить сохранение подъема и не допустить повторения негативной обратной связи между реальной экономикой и финансовым



сектором. В тех странах, где сохраняется финансовая уязвимость, следует продолжать прилагать усилия к расчистке банковских балансов, обеспечению бесперебойной пролонгации финансирования и реструктуризации слабых банков.

В тех странах с формирующимся рынком, где происходит быстрое восстановление экономики, приоритетными задачами политики остается урегулирование притока капитала при помощи мер макроэкономической политики, включая повышение гибкости валютных курсов и пруденциальные меры.

В среднесрочном плане меры политики должны быть направлены на укрепление финансовой стабильности, которая будет поддерживать высокий, устойчивый и сбалансированный экономический рост. Необходимо будет снизить риски в государственном секторе посредством вызывающей доверие бюджетной консолидации, тогда как риски, связанные с деятельностью частного финансового сектора, следует урегулировать при помощи новой нормативно-правовой основы.



## Финансовая система в будущем

В целом после свертывания чрезвычайных мер поддержки,

предпринятых в ходе кризиса, необходимо будет перейти к финансовой системе, которая является более надежной, а также достаточно динамичной и инновационной для поддержания устойчивого экономического роста. Достижение такого правильного соотношения между надежностью и динамизмом будет нелегким делом.

Особого внимания требует ряд аспектов реализации политики. Директивным органам следует учитывать издержки, связанные с неопределенностью относительно будущего регулирования, так как это может нарушать планы финансовых организаций относительно направления их деятельности и предоставления кредита. Но им также следует избегать рисков, связанных со слишком быстрым введением новых нормативов без надлежащего изучения их общего воздействия. Кроме того, по-прежнему чрезвычайно важно, чтобы при внедрении новой нормативно-правовой основы межстрановые различия были сведены к минимуму во избежание неравных условий и регулятивного арбитража, которые могут подрывать финансовую стабильность.

Для того чтобы реформа регулирования была успешной, необходимо, чтобы микро- и макропруденциальные нормативы дополняли друг друга и помогали эффективно снижать системные риски. Только в этом случае финансовая система сможет надлежащим образом выполнять свою роль, заключающуюся в том, чтобы опосредовать потоки средств от сберегателей к заемщикам такими путями, которые способствуют устойчивому экономическому росту и финансовой стабильности.