

Международный Валютный Фонд

# ДОКЛАД О ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

## БЮЛЛЕТЕНЬ О СОСТОЯНИИ РЫНКОВ

Департамент денежно-кредитных систем и рынков капитала

Июнь 2011 года

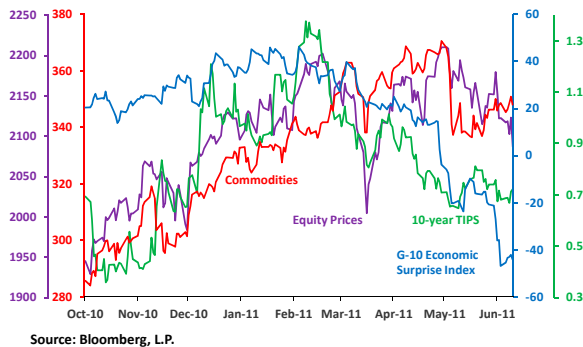
*Со времени публикации апрельского выпуска «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» (ДГФС) 2011 года финансовые риски усилились по трем причинам. Во-первых, хотя базисным сценарием по-прежнему предусматривается экономический подъем при разных темпах экономического роста, возросли риски недостижения ожидаемого этим сценарием уровня роста. Во-вторых, обеспокоенность относительно устойчивости долговой ситуации и поддержки мер стабилизации на периферии Европы вызывает давление со стороны рынков и озабоченность возможным эффектом цепной реакции. Политические риски также порождают вопросы относительно среднесрочной бюджетной корректировки в ряде стран с развитой экономикой, в особенности в США и Японии. В-третьих, несмотря на некоторое недавнее ослабление склонности к риску, длительный период низких процентных ставок может побудить инвесторов к вложениям в рискованные активы в стремлении к большей доходности. Эта тенденция способна привести к финансовым дисбалансам в будущем, в частности в некоторых странах с формирующимся рынком. На фоне этой напряженности сохраняются некоторые глубоко укоренившиеся проблемы. Несмотря на достигнутый прогресс, повышение прочности финансовой системы до сих пор было недостаточным. Терпение участников рынков может закончиться и ситуация на рынках может стать неупорядоченной, если политические события помешают динамике бюджетной консолидации, восстановления финансовой системы и реформ. С учетом этих рисков директивным органам необходимо ускорить меры по устранению давних факторов финансовой уязвимости, как указывается в ДГФС, пока еще существуют возможности для этого.*

### **Ценообразование на рынках отражает возможное замедление в середине цикла**

Как указывается в Бюллетене ПРМЭ, базисный сценарий экономического подъема при разных темпах экономического роста остается неизменным. Ключевым фактором отмечаемого в апрельском выпуске ДГФС улучшения перспектив финансовой стабильности служит глобальный

экономический подъем, способствовавший укреплению балансов частного и банковского секторов. Однако неожиданные отрицательные изменения в последних экономических данных заставляют инвесторов пересмотреть свои мнения о темпах и прочности экономического подъема (рис. 1).

Figure 1. Mid-Cycle Slowdown



В США обеспокоенность замедлением экономического роста, отчасти вызванная вновь проявившейся слабостью рынков жилья, привела к снижению реальной доходности по казначейским облигациям и начинает оказывать давление на рискованные активы. В более общем плане, в то время как инвесторы начинают переключаться с акций на облигации, котировки на глобальных фондовых рынках отступили от своего пикового уровня, достигнутого в конце апреля. Цены на биржевые товары снизились и остаются весьма волатильными, в то время как чистые длинные позиции на фьючерсных рынках биржевых товаров уменьшились.

### **Обеспокоенность в отношении устойчивости долговой ситуации и поддержки мер стабилизации на периферии зоны евро усилилась...**

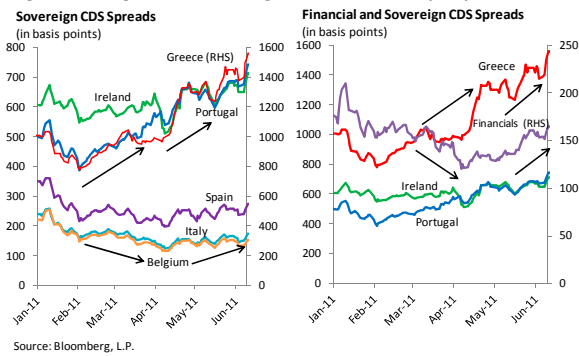
Вновь возникли сомнения участников рынка относительно устойчивости долговой ситуации и поддержки программ стабилизации в малых странах на периферии Европы. В Греции спреды по свопам кредитного дефолта достигли новых максимальных значений на фоне опасений в отношении степени политической решимости, требуемой для проведения

корректировки и обеспечения необходимого финансирования. Это, в свою очередь, вновь привлекло внимание рынка к возможному распространению шоков от суверенных структур к банкам, так как банковские системы основных европейских стран по-прежнему имеют крупные открытые позиции в периферийных странах (рис. 2). В случае какого-либо серьезного события на рынке шок может распространиться за пределами зоны евро как через трансграничные открытые позиции, так и в результате общего снижения склонности к риску.

### **... в то время как перспективы суверенного риска в некоторых более крупных странах ухудшились.**

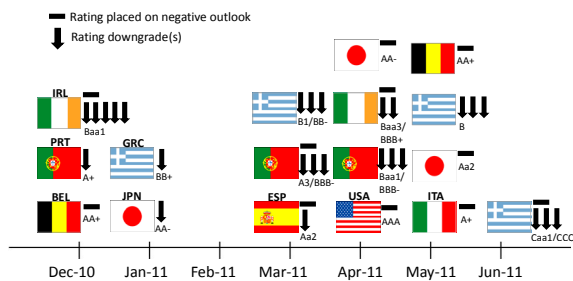
Понижение суверенных рейтингов касается уже не только Греции, Ирландии и Португалия, но и других стран зоны евро (рис. 3). Это отражает обеспокоенность тем, что будет трудно достичь политического консенсуса, необходимого для проведения бюджетной консолидации и структурных реформ. Обеспокоенность рынков также усиливается в отношении траектории бюджета в Соединенных Штатах, учитывая незначительное видимое продвижение в преодолении политического тупика по вопросу о том, как провести необходимую бюджетную консолидацию. На краткосрочную перспективу рынки сосредоточили внимание на том, что, возможно, не удастся повысить верхний предел долга, который, по мнению официальных органов США, будет достигнут в начале августа, если не принять никаких мер. Риск временного дефолта привел к тому, что краткосрочные спреды по свопам кредитного дефолта США превысили спреды некоторых стран,

Figure 2. Contagion Risks are Rising in the Euro Area Periphery



которые имеют более низкий рейтинг, чем рейтинг AAA Соединенных Штатов. Но и этот рейтинг начинает вызывать сомнения после того, как в апреле S&P объявил о его негативных перспективах. В случае Японии рейтинговые агентства снизили оценки перспектив суверенного рейтинга, будучи обеспокоенными способностью правительства добиться сокращения дефицита.

Figure 3. The Ratings Outlooks in Some Advanced Economies Have Been Downgraded

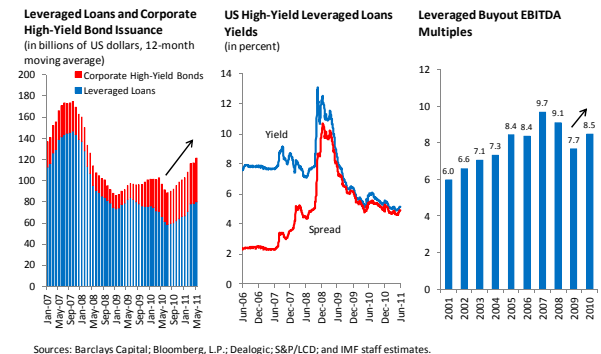


**Длительный период нулевых процентных ставок побуждает к принятию риска, включая стремление к большей доходности**

Низкие процентные ставки в странах с развитой экономикой ведут к появлению «очагов» нового увеличения доли заемных средств в результате уменьшения

совокупной стоимости долгового капитала для корпоративных заемщиков. Это поощряет инвесторов к использованию финансового левириджа для получения достаточно привлекательной прибыли на акционерный капитал. Хотя спреды по кредитам по-прежнему выше, чем до кризиса, сверхнизкие краткосрочные процентные ставки означают, что стоимость заимствования в настоящее время ниже как при плавающих, так и фиксированных ставках. Эта более низкая стоимость заимствования делает коэффициенты обслуживания долга более благоприятными, даже при более высокой долговой нагрузке, что позволяет компаниям работать в условиях более высокого финансового левириджа (рис. 4).

Figure 4. High-Yield Debt Issuance Has Surged, Spreads Have Dropped and Leverage Has Increased



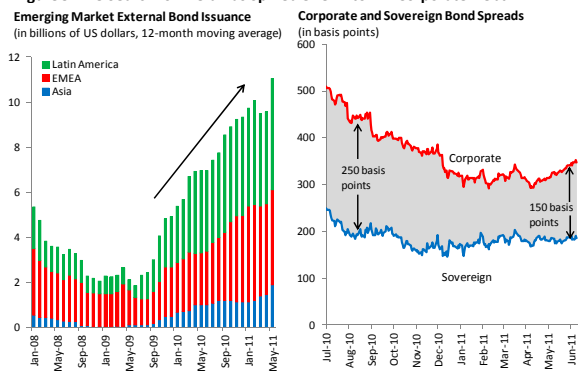
Поскольку цены на кредиты с левириджем восстанавливаются (после глубоких дисконтов 2008-2009 годов), а доходность снижается, инвесторы все чаще прибегают к финансовому инжинирингу для достижения двузначных показателей прибыли. Как новые, так и рефинансируемые операции с частными вложениями в капитал показывают, что соответствующие балансы корпораций быстро приближаются к докризисным соотношениям между заемными и собственными средствами. Хотя совокупная сумма предоставленного

финансового левериджа остается значительно ниже докризисной, инвесторы, осуществляющие вложения в высокодоходные корпоративные облигации и кредиты с левериджем, в последнее время заимствуют средства при значительно более высоких коэффициентах цена/прибыль, которые не намного ниже уровней 2007 года.

Несмотря на недавние колебания на финансовых рынках, стремление к большей доходности также стимулирует приток капитала на формирующемся рынке, в особенности на рынки корпоративных долговых инструментов. Хотя этот приток является волатильным, он часто ведет к повышению уже значительной внутренней ликвидности. Эти условия, если они сохранятся, грозят завышением стоимостных оценок и вызывают опасения, что в некоторых странах может произойти слишком быстрое новое увеличение доли заемных средств. Приток капитала во взаимные фонды, инвестирующие средства в долговые инструменты стран с формирующимся рынком, был высоким (отставая в процентном отношении к общим непогашенным суммам только от фондов, осуществляющих инвестиции в высокодоходные инструменты и биржевые товары). Даже рекордные объемы эмиссии корпоративных облигаций стран с формирующимся рынком не поспевают за спросом, и качество экспертной оценки вложений инвесторами ослабевает. Внешняя эмиссия корпоративных облигаций стран с формирующимся рынком, достигнув в первом квартале 2011 года 65 млрд долл. США, была самой высокой за три года, и рынки ожидают, что за год в целом она составит рекордный объем (рис. 5). Корпоративные облигации стран с

формирующимся рынком все чаще рассматриваются как заменитель высокодоходных корпоративных облигаций США, так как они характеризуются схожей рыночной капитализацией, более низким левериджем и более высокой нормой прибыли при тех же кредитных рейтингах, что делает их более привлекательными для более широких кругов инвесторов. Хотя это может представляться положительной динамикой, так как некоторые ранее испытывавшие нехватку кредита компании теперь получили доступ к капиталу, риск состоит в том, что если эта тенденция продолжится, слишком большой объем капитала может слишком быстро переместиться в страны с формирующимся рынком. Это создает риск неправильного установления процентов по кредитам и/или неожиданного изменения направления потоков, если негативные события приведут к резкому снижению склонности к риску.

Figure 5. The Search for Yield Has Spilled Over into EM Corporate Debt



Sources: Bloomberg, L.P., Bond, Equity and Loan database of the IMF sourced from Dealogic; and IMF staff estimates.

Хотя нет особых указаний на общее завышение оценок стоимости активов в странах с формирующимся рынком, одной из областей, которые в последнее время вызывают беспокойство, является сектор недвижимости в быстро растущих странах Азии с формирующимся рынком и, возможно, ряде стран с формирующимся

рынком в других регионах. Темпы роста цен на недвижимость в странах Азии, возможно, ослабевают (за исключением, возможно, САР Гонконг) после принятия жестких макропруденциальных и административных мер в сочетании с некоторым снижением темпов экономического роста. Однако если бы случилось резкое замедление экономического роста, оно могло бы вызвать крупную коррекцию цен на недвижимость, учитывая их по-прежнему повышенный уровень на ряде рынков.

Основное беспокойство рынка в отношении цен на недвижимость вызывает Китай. В целях снижения темпов роста инфляции центральный банк страны ужесточил финансовую политику и повысил ставки интервенции. Если эти меры приведут к неожиданно резкому замедлению роста, воздействие на цены на недвижимость может быть еще большим. Это частично связано с крупными инвестициями в недвижимость в недавнем прошлом, в том числе местными официальными органами как одной из мер стимулирования, принятых в ответ на мировой кризис.

#### **Директивные органы должны стремиться к быстрым результатам в повышении прочности финансовой системы**

В финансовом секторе сохраняются глубинные проблемы, даже если факторы уязвимости затушеваны весьма адаптивной денежно-кредитной политикой и высокой ликвидностью. Текущие возможности для подготовки финансовой и экономической системы к потенциальным системным шокам, особенно путем обеспечения ясности в отношении принимаемых в рамках всей зоны евро мер в ответ на напряженность на ее периферии, могут неожиданно исчезнуть.

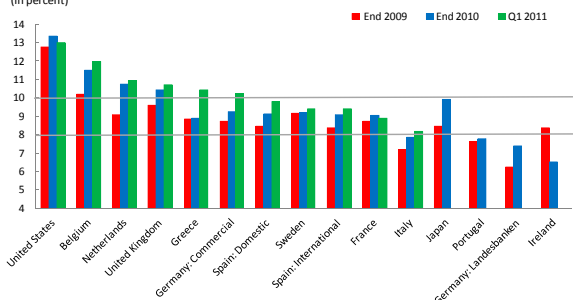
Эти возможности могут исчезнуть в результате изменений на рынках, если неожиданное усиление несклонности к риску (вызванное, возможно, сторонними факторами) побудит участников рынка с меньшей терпимостью относиться к половинчатым решениям в экономической политике. Они могут также исчезнуть в результате политических событий из-за того, что либо программы стабилизации лишатся политической поддержки в странах-должниках, либо население стран-кредиторов не пожелает более терпеть финансирование этих программ.

Таким образом, требуется более прочная финансовая система, особенно в Европе, в качестве защиты от шоков. Это потребует скоординированных трансграничных ответных мер политики. Хотя в восстановлении банковской системы был достигнут прогресс, его темпы являются слишком медленными. Во-первых, банки по-прежнему сталкиваются с трудностями в привлечении финансирования. Доходность банковских облигаций повысилась, и некоторые банки в странах на периферии Европы остаются крайне зависимыми от поддержки ликвидности со стороны Европейского центрального банка (ЕЦБ). В некоторых странах банки уязвимы по отношению к дальнейшему ужесточению условий финансирования, и им необходимо будет ускорить темпы пролонгации финансовых обязательств с истекающим сроком.

Во-вторых, некоторые банки еще в недостаточной степени освободили свои балансы от рисков, и качество активов остается достаточно неопределенным, учитывая наличие в их авуарах унаследованных с прошлых периодов

активов и значительных открытых позиций по операциям с недвижимостью. В-третьих, необходимо ускорить темпы рекапитализации, с тем чтобы создать резервы на случай потерь по активам или шоков ликвидности (рис. 6). Предстоящие стресс-тесты, проводимые Европейской банковской организацией, предоставят хорошую возможность для обновления оценок рисков в европейской банковской системе и принятия мер в отношении слабого сегмента банков, отмеченного в апрельском выпуске ДГФС. Важно, чтобы в тех случаях, когда будет обнаружена потенциальная нехватка капитала, были приняты планы для ее быстрого устранения наряду с санацией нежизнеспособных банков.

Figure 6. Bank Capitalization Is Improving, but Unevenly  
Selected Bank Core Tier 1 Capital Ratios  
(in percent)



Sources: SNL Financial; and IMF staff estimates.

Директивным органам стран с формирующимся рынком необходимо принять меры против перегрева экономики и нарастания финансовых дисбалансов в условиях сильного роста кредитования и возрастающей инфляции, усугубляемой в некоторых странах притоком капитала. Доля заемных средств корпораций также растет, и на рынки капитала все чаще выходят более слабые фирмы. Это может привести к усилению уязвимости балансов корпораций в случае внешних шоков. При сильном давлении со стороны внутреннего спроса, в

особенности в странах Азии и Латинской Америки с формирующимся рынком, необходимо принятие мер макроэкономической политики для предотвращения перегрева экономики, накопления финансовых рисков и подрыва доверия к политике. Макропруденциальные инструменты и, в некоторых случаях, ограниченное использование контроля над капиталом могут способствовать управлению потоками капитала и их воздействием. Однако они не могут подменить собой надлежащую макроэкономическую политику.

В целом директивные органы должны сейчас принять меры для повышения прочности финансовой системы:

- На передний план вновь вышли риски снижения темпов роста, включая угрозу того, что глобальный экономический подъем может быть более шатким, чем считалось, и поэтому время для устранения существующих факторов уязвимости, возможно, истекает.
- В то же время сократился простор для маневра в целях противодействия шокам, в особенности посредством традиционных рычагов налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики.
- Поэтому крайне важно сделать финансовую систему достаточно прочной, с тем чтобы она могла противостоять потенциальным крупным шокам и, таким образом, поддержать дальнейший экономический подъем.

Важнейшими приоритетами являются, во-первых, повышение устойчивости сложившейся финансовой системы, в особенности преодоление последствий кризиса в странах с развитой экономикой. Во-вторых, программа финансовых реформ должна быть завершена в возможно короткие сроки.

Наконец, директивные органы должны определить курс действий, которые

поддержат экономический подъем, не допуская чрезмерного накопления рисков в будущем. Вероятно, это будет особенно трудным в тех странах с формирующимся рынком, где директивные органы сталкиваются с растущим инфляционным давлением и усилением финансовых дисбалансов. Это потребует ужесточения макроэкономической политики и применения макропруденциальных мер.