

ДЛЯ ВЫПУСКА:

Вашингтон, 9:30 ВПВ, 16 июля 2012 года

## Опасные финансовые риски— время действовать

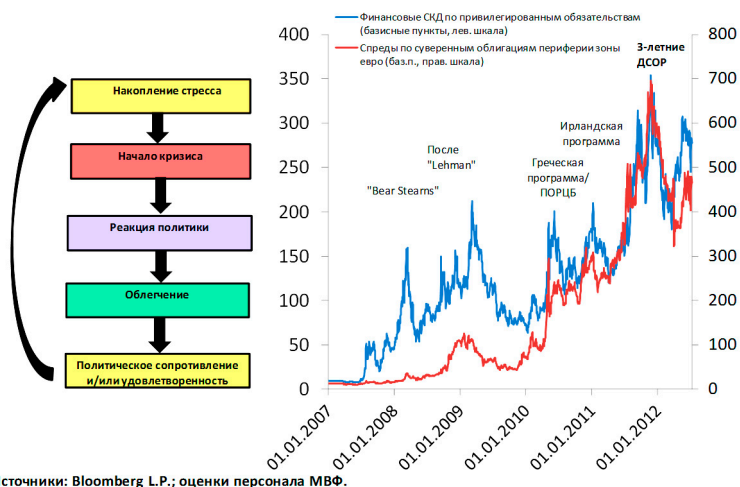
Со времени апрельского выпуска «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» (ДФС) 2012 года риски для финансовой стабильности усилились. Доходность по суверенным долговым обязательствам в Южной Европе резко повысилась в условиях дальнейшего сужения базы инвесторов. Повышение давления в сфере финансирования и на рынке создает риск дальнейшего сокращения кредита на периферии зоны евро. Меры, согласованные на недавнем саммите лидеров Европейского союза, предусматривают значительные шаги по преодолению насущного кризиса. Помимо поддерживающих мер в области ликвидности и денежно-кредитной политики, приоритетом должно стать своевременное проведение недавно согласованных мер, а также дальнейший прогресс в формировании банковского и бюджетного союзов. Требуется быстро решить проблему неопределенности в отношении качества активов на банковских балансах, проводя по мере необходимости вливания капитала и реструктуризацию.

Перспективы роста в других странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком также ослабли, уменьшая их возможности бороться с вторичными эффектами кризиса в зоне евро или преодолевать собственные факторы уязвимости в бюджетной и финансовой сфере, имеющие внутреннее происхождение. Скрытый риск для финансовой стабильности создает неопределенность в области бюджетных перспектив и верхнего предела федерального долга в США.

## Временное улучшение на рынках прервано возобновлением давления в сфере суверенного финансирования.

Смелые меры политики в конце 2011 года, проведенные директивными органами Европы, позволили выиграть драгоценное время для восстановления балансов банков и суверенных заемщиков. Трехлетние долгосрочные операции рефинансирования (ДСОР) Европейского центрального банка (ЕЦБ) снизили напряженность в области финансирования и вызвали широкий всплеск на самых различных рынках активов. Однако этот всплеск оказался непродолжительным в условиях растущей обеспокоенности прочностью мировой экономики (см. сопровождающий данный документ «Бюллетень перспектив развития мировой экономики»). Давление усилилось

Рисунок 1. Усиление цикла потрясений

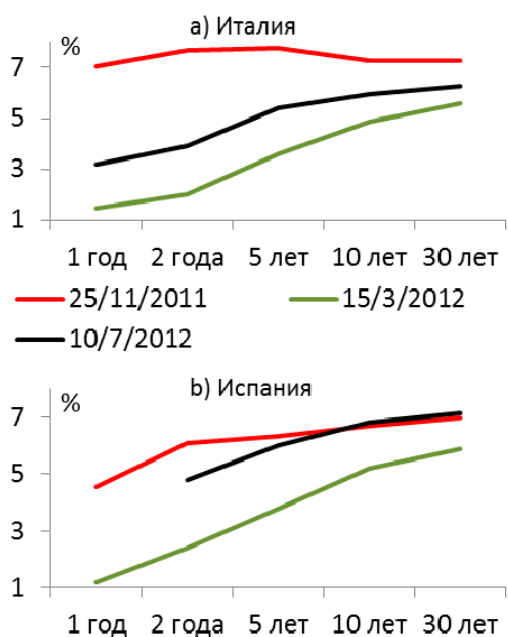


Источники: Bloomberg L.P.; оценки персонала МВФ.

вследствие дальнейшей неопределенности в сфере политики после выборов в Греции в мае (рис. 1). Произошло резкое усиление степени неприятия риска в условиях растущих страхов относительно потенциального выхода Греции из зоны евро и растущей обеспокоенности состоянием банковской системы Испании.

Ситуация на рынке заметно ухудшилась в мае и июне, когда показатели стресса на финансовом рынке вернулись к уровню наихудшего периода в ноябре прошлого года, а в некоторых случаях превысили этот уровень. Изменчивость на крупнейших фондовых и валютных рынках подскочила до пиковых уровней за 2012 год, и на большинстве фондовых рынков положительные сдвиги начала 2012 года сошли на нет.

**Рисунок 2. Кривые доходности по суверенным долговым обязательствам в Италии и Испании**



Источники: Bloomberg L.P.; оценки персонала МВФ.

сдерживающим фактором для экономического подъема. В рамках ЕС дополнительными безопасными гаванями стали также Швеция и Дания. Растущая степень неприятия риска вызывала ослабление доверия к странам с формирующимся рынком (СФР) в ситуации обеспокоенности их способностью бороться с внутренними факторами уязвимости, особенно с учетом их сузившегося пространства для политического маневра и более слабых глобальных перспектив.

В конце июня европейские руководители согласовали важные положительные меры для преодоления насущного кризиса. Это соглашение, если оно будет полностью реализовано, поможет разорвать негативные взаимосвязи между суверенными заемщиками и банками и приведет к созданию банковского союза. В частности, когда будет создан единый механизм надзора для банков зоны евро (ключевые решения по этому вопросу должны быть приняты до конца 2012 года), Европейский механизм стабильности (ЕСМ) сможет проводить рекапитализацию банков напрямую. Кроме того, поддержка со стороны ЕСМ не будет иметь статуса приоритетных требований в случае Испании. После кратковременного улучшения

Доходность по суверенным долговым обязательствам на периферии зоны евро резко выросла, когда доступ на рынок сузился вследствие возобновления обеспокоенности относительно экономического роста и состояния банков (рис. 2). Трехлетние ДСОР способствовали поддержанию спроса на суверенные долговые обязательства на периферии зоны евро, но это положительное влияние прекратилось. Отток частного капитала все более сужал базу иностранных инвесторов в Италии и Испании (рис. 3).

Бегство в сторону безопасных активов привело к падению доходности по государственным облигациям в США, Германии и Швейцарии и вызвало повышение курса доллара относительно крупнейших валют до пикового значения за 20 месяцев. Приток средств, обусловленный стремлением к безопасности, привел к падению доходности по государственным облигациям Японии до почти самого низкого уровня за всю историю, а повышение курса иены стало

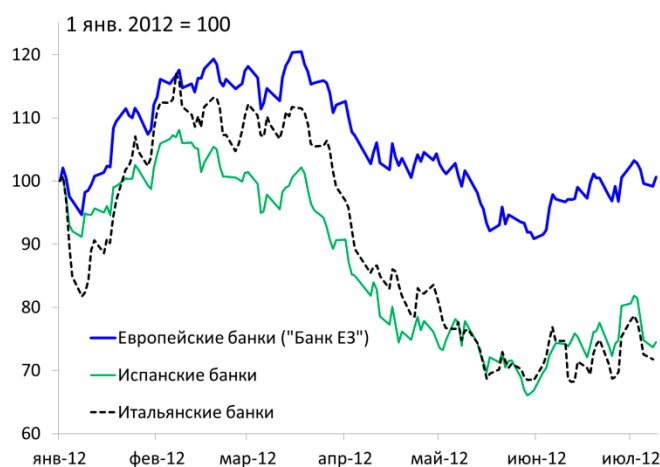
**Рисунок 3. Отток иностранных средств и изменения в обязательствах Евросистемы**



Источники: Bloomberg L.P., официальные органы стран, Naver, оценки персонала МВФ.

операций рефинансирования ЕЦБ, условия финансирования для многих банков и фирм на периферии зоны евро ухудшились. На межбанковском рынке сохраняется напряженность при очень ограниченных операциях на рынках необеспеченных срочных инструментов и удержании ликвидности банками в центре зоны евро. Резко сократился выпуск облигаций банками, учитывая минимальный спрос инвесторов даже при более высоких процентных ставках. Банки на периферии зоны евро были вынуждены обратиться к ЕЦБ для восполнения утраченной базы финансирования в условиях сужения международного оптового финансирования и продолжения оттока депозитов.

**Рисунок 4. Фрагментация финансовых результатов по акциям европейских банков**



Источники: Bloomberg L.P.; оценки персонала МВФ.

кредитования свидетельствуют о сохранении жесткости в сфере предложения кредита, хотя и меньшей, чем в конце 2011 года, но одновременно указывают на ослабление спроса в последнее время. Для многих корпораций на периферии зоны евро обеспокоенность также вызывает

ситуации показатели доходности по испанским и итальянским облигациям снова ухудшились в условиях волатильности операций и с учетом того, что участники рынка сосредоточили свое внимание на рисках реализации и необходимости более широких действий в направлении распределения рисков в рамках Европы в целом.

**Усилилась напряженность на рынках финансирования ЕС, и сохраняется высокое давление в сторону сокращения доли заемных средств.**

Несмотря на значительный объем ликвидности, предоставленной за счет

В апрельском выпуске ДГФС 2012 года отмечалось, что банки ЕС находятся под давлением в сторону сокращения активов вследствие напряженности с финансированием и давления рынка, а также более долгосрочных факторов структурного характера и определяющихся особенностями регулирования. Резкое сжатие банковских балансов, отмечавшееся в четвертом квартале 2011 года, продолжалось и в первом квартале 2012 года, хотя и более медленными темпами. Показатели роста кредита в частном секторе зоны евро существенно расходились. В то время как в Греции, Испании, Португалии и Ирландии кредит сократился, в некоторых центральных странах он оставался более стабильным. Данные обследований в отношении условий банковского

сокращение доли заемных средств, если учитывать их историческую зависимость от банковского финансирования и риск того, что снижение кредитного рейтинга и уменьшение аппетита инвесторов могут привести к дальнейшему повышению стоимости заемных средств даже для эмитентов инструментов высокого кредитного качества.

Снижение рейтингов банков привело к усилению перспектив повышения стоимости финансирования для многих банков. Агентство кредитных рейтингов «Moody's» недавно снизило рейтинги пятнадцати банков Европы и США, ведущих крупные операции на рынках капитала. Это снижение рейтингов стало отражением обеспокоенности снизившейся долгосрочной рентабельностью этих фирм вследствие рисков, присущих их деятельности на рынках капитала, сложной ситуации с финансированием и более жестких норм регулирования. Изменение рейтингов также учитывало величину и стабильность доходов от не связанной с рынками капитала деятельности, запасы ликвидности, подверженность риску со стороны Европы, жилищных ипотек США, коммерческой недвижимости или унаследованных портфелей, а также любую информацию о проблемах с управлением риском. Агентство «S&P» повело себя аналогичным образом в ноябре 2011 года.

### **Меры по стабилизации банковской системы Испании пока не привели к восстановлению доверия рынков.**

Обеспокоенность необходимостью рекапитализации банковской системы Испании привела к резким спадам на фондовом рынке (рис. 4). На оптовом рынке стоимость финансирования для испанских банков также вернулась к пиковым значениям конца 2011 года как для обеспеченных облигаций, так и для необеспеченных долговых обязательств.

Поданная 10 июня просьба Испании о предоставлении внешней помощи для поддержки отечественной банковской системы не стала для инвесторов обнадеживающим фактором. Хотя запрос внешней поддержки создает желанную опору для реструктурируемых сегментов банковского сектора, начальная негативная реакция рынка отражала отсутствие комплексной программы реструктуризации банковской системы и недостаток информации об условиях этого кредита. Некоторые участники рынка также выражают обеспокоенность тем, что поддержка в форме кредита суверенному заемщику может создать требование, имеющее более высокий статус, чем требования текущих держателей государственного долга Испании. Принятое на саммите лидеров ЕС в конце июня решение о том, что финансовая поддержка может принять форму прямой рекапитализации банков и не будет создавать для кредитора более высокого статуса, способствовало снятию некоторой части этой обеспокоенности.

### **Работа над полным комплексом мер политики, который обеспечил бы решение на общеевропейском уровне, остается незавершенной.**

Меры, объявленные на июньском саммите европейских лидеров, являются шагами в верном направлении для преодоления насущного кризиса. Чтобы закрепить этот прогресс, в краткосрочном плане следует предпринять следующие дополнительные шаги.

- Директивные органы должны преодолеть неопределенность в отношении качества банковских активов и поддержать укрепление банковских балансов. Банковский капитал или структуры финансирования во многих организациях остаются слабыми и недостаточными, чтобы восстановить доверие рынка. В некоторых случаях необходимо проведение

рекапитализации и реструктурирования банков, в том числе за счет прямого вливания капитала со стороны ЕСМ в слабые, но жизнеспособные банки, как только будет создан единый механизм надзора.

- Страны также должны выполнить согласованные ранее обязательства в области мер политики, направленные на укрепление состояния государственных финансов и проведение широких структурных реформ.

Недавние инициативы представляют собой шаги в верном направлении, которые необходимо будет дополнить, как и предусматривается, дальнейшим продвижением в сторону формирования полноценного банковского союза и более глубокой бюджетной интеграции. Запустив процесс создания объединенной системы надзора, европейский саммит заложил первый камень в строительство банковского союза. Но к этому потребуются еще добавить другие необходимые элементы, включая общеевропейскую программу страхования депозитов и механизм санации банков, опирающийся на общие основы. В более краткосрочном плане принципиальное значение будет иметь своевременная реализация согласованных мер, в том числе за счет ратификации ЕСМ всеми государствами-членами. Кроме того, полезно будет дополнить эти шаги планами в области бюджетной интеграции, как предусматривается в представленном на саммите докладе «четырёх председателей».

Жизненно важную также сохраняют за собой поддерживающие меры в области ликвидности и денежно-кредитной политики. Недавно произведенное ЕЦБ снижение процентной ставки заслуживает одобрения, но есть возможности для дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики. ДСОР способствовали снижению стоимости обеспеченного и необеспеченного межбанковского кредитования для многих европейских банков, но одни только эти операции не достаточны для восстановления доверия инвесторов или обеспечения долгосрочного решения проблем. Если экономическая ситуация будет и далее ухудшаться, возможно применение нетрадиционных мер. Это означает рассмотрение вопроса о проведении нестандартных мер, таких как возобновление Программы операций на рынках ценных бумаг, дополнительные ДСОР с адекватными требованиями к залому или проведение количественного смягчения денежно-кредитных условий в той или иной форме. Новые нормы ЕЦБ в отношении залога сыграли важную роль в смягчении ограничений, создававшихся недостатком ликвидности, и следует избегать любого нового ужесточения правил касательно залога.

## **Риски для глобальной финансовой стабильности также существуют в США.**

За пределами Европы в течение последних недель внимание все в большей степени приковывает бюджетный обрыв в США — приближение окончания срока действия налоговых льгот и включение автоматических сокращений расходов к концу года. Если не будет принято никаких мер, бюджетный обрыв может привести к ужесточению налогово-бюджетной политики, эквивалентному более чем 4 процентам ВВП (см. сопровождающий данный документ *Бюллетень «Бюджетного вестника»*).

По мере приближения конца года и повышения неопределенности еще один приступ политического балансирования на предельной грани (аналогично тому, как это отмечалось в августе 2011 года при обсуждении верхнего предела долга США) может спровоцировать повышение волатильности на рынке. Ситуация дополнительно усложняется тем, что верхний предел долга может быть достигнут примерно в то же самое время, как и бюджетный обрыв. Во время последнего эпизода обсуждений верхнего предела долга ставки по самым

краткосрочным инструментам денежного рынка повысились, объемы операций РЕПО сократились, кривая казначейских облигаций стала круче, а спреды по свопам кредитного дефолта (СКД) для суверенных заемщиков оказались перевернутыми. Хотя верхний предел долга, в конечном счете, был повышен, агентство «S&P» снизило свой рейтинг Соединенных Штатов как суверенного заемщика с AAA до AA+. Названное агентство по-прежнему считает перспективы неблагоприятными, ссылаясь на ухудшение бюджетных перспектив в США и отсутствие политического консенсуса относительно урегулирования этой ситуации. Однако большинство рынков пока не закладывает в цены возросшие бюджетные риски. Спреды по СКД для США увеличились, но остаются на низком уровне.

Общее мнение участников рынка заключается в том, что подавляющая часть бюджетной консолидации будет отложена на более поздний срок и что верхний предел долга будет повышен вовремя, чтобы предотвратить дефолт. Однако очевидно, что есть возможность сильной негативной реакции рынка, если его участники произведут переоценку вероятности бюджетного обрыва, учитывая его потенциально крупные последствия для экономики США. Верхний предел федерального долга также должен быть повышен заблаговременно до предельного срока (который, с наибольшей вероятностью, придется на начало 2013 года), чтобы смягчить риски нарушений на финансовых рынках и потери доверия потребителей и предприятий. Тем временем отсутствие прогресса в направлении заслуживающего плана консолидации создает опасность того, что это спровоцирует дальнейшее снижение кредитных рейтингов суверенных заемщиков. При этом дальнейшее снижение рейтингов может привести к повышению премий за срок, вызывая снижение ликвидности, а учитывая значительную роль, которую играют казначейские бумаги в ценообразовании и залоговом обеспечении по другим активам, это может оказать дестабилизирующее влияние на более широкий спектр рынков и на глобальные рыночные настроения.

### **Страны с формирующимся рынком не избежали цепной реакции и также ведут борьбу с факторами уязвимости внутреннего происхождения.**

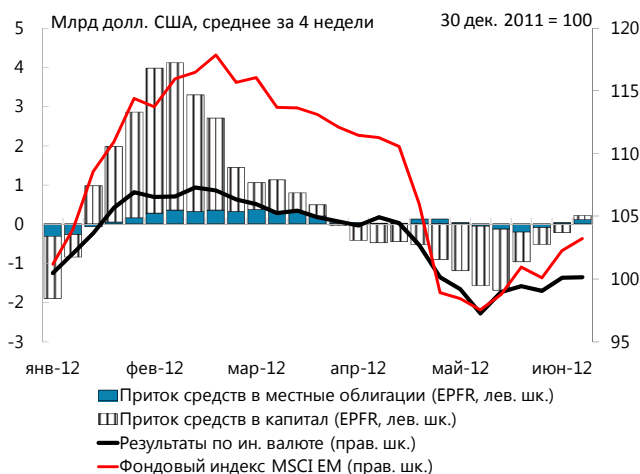
Страны с формирующимся рынком находятся перед лицом чрезвычайной неопределенности в отношении внешних условий, сказывающихся на их экономических показателях. Ближе к началу текущего года директивные органы в нескольких СФР по-прежнему были обеспокоены крупным притоком капитала и чрезмерным повышением курса своих национальных валют. Теперь эти страхи уступили место обеспокоенности излишне быстрым ослаблением национальных валют и повышением изменчивости их курсов, учитывая что такие валюты, как бразильский реал и индийская рупия, менее чем за квартал потеряли в цене от 15 до 25 процентов.

В первые два месяца 2012 года отмечался активный подъем на фондовых рынках СФР, но с тех пор значительная часть прироста была потеряна (рис. 5). По сравнению с потоками по инструментам участия в капитале, отток средств с внутренних рынков облигаций был минимальным. В самом деле, многие иностранные инвесторы в облигации осуществляли выборочное хеджирование валютного риска, а не изымали средства с этих рынков. Подобная динамика способствовала формированию нижнего поддерживающего давления на цены облигаций в периоды повышенной мировой степени неприятия риска. Однако если произойдет крупный отток средств из облигаций, это может вызывать резкий всплеск доходности по облигациям, что дестабилизирует внутренние рынки. В такой ситуации страны могут оказаться вынуждены в большей степени опираться на гибкость обменного курса, более

интенсивно расходовать валютные резервы или проводить более глубокие меры политики для противодействия нарушениям в нормальной динамике рынка.

Участники рынка также обеспокоены замедлением внутреннего роста, которое может снизить рентабельность банков и создать определенные риски для финансовой стабильности, например, в Бразилии, Индии и Китае. Неопределенность в отношении стоимости активов и экономического роста в последние месяцы создала давление на цены банковских акций. В ряде стран упал спрос на заемные средства, даже когда был доступен кредит с государственной поддержкой.

**Рисунок 5. Страны с формирующимся рынком — приток средств и цены**



Источники: Bloomberg L.P.; оценки персонала МВФ.

зависящих от экспорта, таких как Республика Корея. Рост в Китае также замедлился, создавая тормоз для рынков во всей Азии, а также для мировых цен на биржевые товары. Растущую обеспокоенность вызывает Индия, где в последнее время курс рупии упал до нового рекордно низкого уровня, по мере того как необходимость финансирования крупных бюджетных дефицитов и дефицита счета текущих внешних операций создавала давление на рынке, но при этом финансовые ограничения облегчили финансирование бюджетного дефицита. В Бразилии центральный банк снизил ставку интервенций до рекордно низкого уровня с целью противодействия резкому замедлению активности в реальной экономике. Были также повернуты вспять некоторые меры регулирования, принятые в 2011 году для замедления притока капитала и роста потребительского кредита.

### Перед директивными органами СФР также стоят проблемы.

У многих стран с формирующимся рынком по-прежнему есть потенциал для смягчения денежно-кредитной политики в ответ на крупные негативные внутренние и внешние потрясения, хотя в ряде стран в случае сильного потрясения для темпов роста второй линией защиты остаются бюджетные стимулы (см. *Бюллетень «Бюджетного вестника»*). Инфляция в основном находится в пределах целевых диапазонов, что указывает на возможность дальнейшего снижения процентных ставок в случае сильных потрясений. Многим СФР, имеющим пространство

### Есть заметные различия между регионами.

Центральная и Восточная Европа в наибольшей степени подвержены риску со стороны зоны евро и могут несоразмерно сильно пострадать от ускоренного сокращения банковского финансирования или портфельного капитала. Азия, как представляется, лучше защищена от кризиса в зоне евро, поскольку она имеет ограниченные прямые финансовые связи с зоной евро и прочные валютные буферные резервы. Тем не менее, с середины марта повысилась напряженность на региональных рынках финансирования в долларах, а растущая глобальная неопределенность и ослабление внешнего спроса противодействуют росту в странах,

для политического маневра в ответ на потрясения, на данном этапе было бы полезно и дальше увеличивать буферные резервы для проведения политики, учитывая высокие цены на биржевые товары и по-прежнему благоприятную ситуацию с ликвидностью. И наоборот, крупные, обусловленные политикой кредитные стимулы могут быть менее действенными и, очевидно, являются менее желательными, чем в 2008/2009 годах. По сравнению с другими СФР, крупные страны, такие как Бразилия, Индия и Китай, воспользовались активным ростом кредита в последние годы и находятся на последних стадиях кредитного цикла. Существенное расширение кредита на текущем этапе повысит обеспокоенность качеством активов и может подорвать рост ВВП и финансовую стабильность в предстоящие годы.

Текущее стечение обстоятельств создает значительные сложности для директивных органов. Во многих странах с формирующимся рынком стойкий страх резких негативных потрясений заставлял поддерживать адаптивную политику, что с течением времени может создать новые дисбалансы и угрозы для финансовой стабильности. Низкие процентные ставки создают стимул для накопления долга, одновременно подталкивая вверх цены на активы. В нескольких крупных странах с формирующимся рынком (Индия, Россия, Турция) бюджетный потенциал восстанавливается медленнее, чем хотелось бы (см. *Бюллетень «Бюджетного вестника»*). Меры финансовой политики могут быть менее консервативными, чем следовало бы проводить в СФР, находящихся на продвинутом этапе кредитного цикла. Если и когда в конечном счете произойдет крупное негативное потрясение, все эти факторы уязвимости могут быстро выдвинуться на передний план, что станет серьезным испытанием для финансовой стабильности.

### **Программы мер в сфере реформ регулирования сейчас сосредоточены на принятии правил и задачах реализации, но прогресс характеризуется неоднородностью.**

Внимание в сфере реформ регулирования переместилось с разработки стандартов на принятие правил и задачи реализации. Некоторые из стран Группы 20-ти (Индия, Саудовская Аравия, Япония) уже объявили окончательные решения по реализации системы «Базель-III» с начала 2013 года, но большинство стран по-прежнему находятся в стадии подготовки документов или консультирования. ЕС подошел ближе к завершению этого процесса, поскольку Европейский совет принял компромиссный пакет Директивы о требованиях к капиталу IV (CRD IV). Официальные органы США приняли окончательное правило, которым с января 2013 года вводятся нормы капитала, близко согласованные с системой «Базель 2.5», и опубликовали для проведения консультаций правила в отношении включения в свою систему регулирования норм капитала системы «Базель-III».

Другие элементы программы реформ по-прежнему разрабатываются, а реализация мер является обрывочной. В отношении внебиржевых производных инструментов во всех юрисдикциях и на всех рынках необходимо стремиться к активному продвижению вперед для полного проведения изменений на рынке в максимальном количестве областей до срока, установленного лидерами Группы 20-ти на конец 2012 года. Более конкретно это означает перевод всех операций со стандартными производными инструментами, если это целесообразно, на биржи или электронные трейдинговые платформы и проведение клиринга по ним через центральных контрагентов (ЦКА). Учитывая растущую обеспокоенность тем, что ЦКА могут стать новыми мировыми системно значимыми финансовыми организациями, сейчас стала более срочной задача разработки и согласования механизмов для урегулирования их проблемных ситуаций. Прогресс в разработке систем урегулирования в более общем плане идет медленно, и во многих



юрисдикциях по-прежнему нет необходимых закрепленных в законодательстве инструментов окончательного урегулирования проблемных ситуаций. Во многих юрисдикциях осуществляются правовые реформы для согласования национальных режимов окончательного урегулирования проблемных ситуаций с установленными Советом по финансовой стабильности «Ключевыми характеристиками действенных режимов окончательного урегулирования проблемных ситуаций». Важным шагом вперед является недавний проект директивы Европейской комиссии, предусматривающий создание системы для санации и окончательного урегулирования проблемных ситуаций кредитных организаций и инвестиционных компаний. При этом зоне евро по-прежнему требуется дальнейшее продвижение в сторону создания интегрированной системы надзора, преодоления кризисов и окончательного урегулирования проблемных ситуаций.