

## АНАЛИТИЧЕСКОЕ РЕЗЮМЕ

Глобальная финансовая система претерпевает ряд трудных переходных процессов на пути к большей стабильности. По мере того как восстановление экономики в Соединенных Штатах приобретает более уверенный характер, денежно-кредитная политика США стала нормализоваться. Страны с формирующимся рынком переходят к более устойчивому росту финансового сектора, преодолевая факторы макроэкономической уязвимости в менее благоприятных внешних финансовых условиях. Зона евро укрепляет позиции банков по капиталу во время перехода от фрагментации к более прочной основе для интеграции.

Эти переходные процессы отнюдь не завершены, и стабильность ситуации далека от нормальной. Начиная с октября всплески финансовой нестабильности указывают на предстоящую значительную корректировку. В странах с развитой экономикой финансовым рынкам по-прежнему оказывается поддержка за счет крайне адаптивной денежно-кредитной политики и легкодоступной ликвидности. Им необходимо перейти от этих мер поддержки, для того чтобы создать условия для самоподдерживающегося роста, который характеризуется ростом инвестиций предприятий и увеличением занятости.

Как для стран с развитой экономикой, так и для стран с формирующимся рынком успешный переход от развития рынков за счет ликвидности к развитию на основе экономического роста требует наличия ряда элементов, в том числе: нормализации денежно-кредитной политики США, избегающей рисков, которые угрожают финансовой стабильности; финансового перебалансирования в странах с формирующимся рынком на фоне ужесточения внешних финансовых условий; дальнейшего прогресса в переходе зоны евро от фрагментации к более прочной интеграции; успешной реализации «абеномики» для достижения устойчивого роста экономики и стабильной инфляции в Японии.

Процесс постепенного сдвига в направлении к самоподдерживающемуся росту больше всего продвинулся в США, где, как отмечалось в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2014 года, появились первые признаки восстановления экономики. Переходный процесс в США создает несколько проблем для финансовой стабильности. Поиск инвесторами более доходных инструментов

### Transition from Liquidity- to Growth-Driven Markets

**United States** Normalizing monetary policy: *a goldilocks exit?*

**Emerging markets** As the tide of liquidity ebbs: *more financial balancing needed*

**Euro area** From fragmentation to robust integration: *progress, but picture still mixed*

**Japan** From deflation to reflation: *so far so good, but much work lies ahead*

становится все более продолжительным, при этом в секторе предприятий растет доля заемных средств, а в некоторых сегментах кредитного рынка США ослабевают стандарты андеррайтинга. Снижение ликвидности рынков и быстрый рост механизмов инвестиций, которые уязвимы по отношению к риску погашения, могут усугубить финансовые или экономические шоки. В этот переходный период уменьшение адаптивного характера денежно-кредитной политики США может иметь важные вторичные эффекты как для стран с развитой экономикой, так и для стран с формирующимся рынком в период корректировки портфелей активов и изменения цены за риски.

В этих меняющихся глобальных условиях страны с формирующимся рынком сталкиваются со своими трудностями переходного периода, которые в разных странах характеризуются значительными отличиями. С начала кризиса в частных и государственных балансах выросла доля заемных средств, и эти балансы, таким образом, стали более чувствительными к изменениям внутренних и внешних условий. За последние несколько лет в ряде стран увеличились макроэкономические дисбалансы, при этом более широкое участие иностранных инвесторов в деятельности внутреннего рынка облигаций создает для некоторых стран дополнительный источник волатильности на рынках и давления на потоки капитала.

Эти изменения привели к возникновению «системного несоответствия ликвидности», то есть расхождению между потенциальными масштабами оттока капитала и возможностями местных институтов и «маркет-мейкеров» (в особенности международных банков) перенаправлять эти потоки. Это ограничение может увеличивать воздействие любых шоков, возникающих в других странах, и расширять влияние на цены активов, особенно если управляющие активами стараются хеджировать риски благодаря позициям на более ликвидных, но не связанных с соответствующими странами рынках. Это несоответствие может вести к таким ситуациям, когда официальные органы могут быть вынуждены предоставлять ликвидность конкретным переживающим стресс рынкам для сохранения деятельности местных облигационных и денежных рынков и сдерживания распространения вторичных эффектов на другие страны.

В секторе предприятий стран с формирующимся рынком, как утверждается в настоящем докладе, компании во многих случаях обладают достаточными резервами для того, чтобы выдержать обычные внутренние и международные шоки, хотя некоторые факторы уязвимости являются очевидными. При весьма неблагоприятном сценарии, предусматривающим резкий рост стоимости заимствования и серьезное снижение прибыли, объем сопряженного с риском долга более слабых компаний с высокой долей заемных средств может вырасти на 740 млрд долл., в среднем до 35 процентов совокупного долга компаний в выборке предприятий. В большинстве стран с формирующимся рынком указанные в отчетности буферные резервы капитала

и рентабельность банков остаются в целом высокими и должны быть достаточными для смягчения умеренных шоков для нефинансовых компаний. Тем не менее, в нескольких странах недостаточные резервы и более низкие уровни банковского капитала могут вызывать трудности в случае дальнейшего ухудшения балансов в секторе предприятий.

В Китае задача директивных органов состоит в том, чтобы провести упорядоченный переход финансовой системы к большей рыночной дисциплине, в том числе устранить неявные гарантии. В ходе этого процесса инвесторам и кредиторам придется понести некоторые издержки прошлых финансовых эксцессов, потребуется корректировка рыночных цен, с тем чтобы они более точно отражали риски. Большое значение имеют темпы преобразований. Если корректировка проходит слишком быстро, она сопряжена с риском создания неурядиц; если она идет слишком медленно, то создает возможности для продолжения развития факторов уязвимости. Другими неизменными условиями успешного упорядоченного перехода является улучшение способности центрального банка преодолевать непредсказуемые сдвиги спроса на ликвидность, своевременное введение страхования депозитов и либерализация процентных ставок, а также укрепление системы окончательного урегулирования обанкротившихся финансовых организаций.

Меры политики в зоне евро, принятые на национальном и европейском уровне, поддерживают переход к более прочной основе интеграции, но остаются серьезные препятствия. Реструктуризация обремененного долгом сектора предприятий в зоне евро тормозится незаконченным восстановлением балансов банков. Кроме того, кредитные условия остаются трудными в переживающих стресс странах зоны евро. Хотя настроение на рынках относительно банков и суверенных заемщиков зоны евро, испытывающих стресс, заметно улучшилось, оно, возможно, опережает необходимое оздоровление балансов. Поэтому европейские директивные органы должны продолжать тщательную и прозрачную оценку текущего состояния банковской системы, а затем провести решительную очистку балансов и ликвидировать банки, которые больше не являются жизнеспособными. Требуются также дополнительные меры по повышению качества механизмов небанковского кредита и акционерного капитала. Связанное с этим существенное упрочение балансов будет способствовать закреплению более оптимистических настроений на финансовых рынках.

В Японии продолжающаяся адаптивная денежно-кредитная политика является необходимым, но не достаточным условием сохранения нового экономического динамизма. Переход к более высоким устойчивым темпам роста и снижению рисков, связанных с долгами, потребует принятия убедительных структурных реформ. Первые этапы «абеномики» были в основном успешными и изменили дефляционные ожидания, но консолидация этих достигнутых результатов в области финансовой стабильности и их развитие потребуют дальнейших усилий.

В более общем плане сохранение динамики и активности реформ и надлежащих мер политики может оказаться проблематичным с учетом напряженного графика выборов во многих странах. Геополитические риски, связанные с Украиной, также представляют собой более серьезную угрозу для финансовой стабильности, если произойдет эскалация. Могут возникнуть более масштабные вторичные эффекты для экономической активности за пределами соседних стран, являющихся торговыми партнерами, если дальнейшие потрясения приведут к новому эпизоду возросшего неприятия риска на мировых финансовых рынках или в связи со сбоями в торговых и финансовых потоках. В этих условиях, есть необходимость более активных совместных действий для снижения рисков возобновления потрясений в мировой экономике, как путем снижения внешних дисбалансов и связанных с ними внутренних искажений, так и путем повышения доверия рынка. Кроме того, расширение диалога между органами надзора стран с развитой экономикой и стран с формирующимся рынком должно содействовать обеспечению отсутствия сбоев в трансграничных потоках ликвидности и кредита.

В главе 2 рассматривается меняющийся характер портфельных инвестиций в страны с формирующимся рынком за последние 15 лет. Финансовые рынки этих стран стали более глубокими и интегрированными в глобальную систему. Более широкое прямое участие глобальных инвесторов стимулировало развитие новых сегментов классов активов, в том числе рынков суверенных долговых обязательств в национальной валюте. Изменился также состав глобальных инвесторов. Возросла роль фондов, инвестирующих в облигации, особенно тех, которые вкладывают средства в облигации в национальной валюте, фондов открытого типа с возможностью беспрепятственного возвращения паев и фондов, инвестирующих в формирующиеся рынки лишь при удобной возможности. В главе 2 анализируется влияние этих перемен на стабильность потоков портфельных инвестиций и цен активов в странах с формирующимся рынком, при этом используется целый спектр различных методов и относительно мало использовавшиеся данные.

В ней делается вывод, что изменения в составе глобальных портфельных инвесторов, скорее всего, приведут к повышению чувствительности общих потоков портфельных инвестиций к мировым финансовым шокам. Возросла доля более волатильных потоков средств в облигации, и расширение участия иностранцев во внутренних рынках может привести к новой нестабильности. Растущая активность институциональных инвесторов потенциально носит более стабильный характер, но в условиях мощнейшего шока эти инвесторы могут изымать средства в больших объемах и на более длительный период, чем другие управляющие активами. Хотя внутренние макроэкономические условия соответствующих стран имеют значение, стадное поведение менеджеров глобальных фондов сохраняется, и имеется мало

признаков растущей дифференциации макроэкономических основных показателей принимающих стран во время кризисов за последние 15 лет.

Вместе с тем, успехи стран с формирующимся рынком, достигнутые к настоящему времени в расширении внутренней базы инвесторов, углублении банковского сектора и рынков капитала, а также повышении качества институтов, уменьшили их чувствительность к глобальным финансовым шокам. Продолжение этой работы поможет странам с формирующимся рынком воспользоваться выгодами финансовой глобализации при сведении к минимуму ее потенциальных издержек.

В главе 3 рассматривается, как скрытые субсидии в плане финансирования для банков, которые слишком важны, чтобы обанкротиться (СВЧО), менялись на протяжении последних лет. Защита со стороны государства для банков СВЧО создает различные проблемы: неравные условия, принятие чрезмерно высоких рисков и крупные затраты для государственного сектора. Поскольку кредиторы СВЧО не покрывают полностью издержки в случае краха, они готовы предоставлять финансирование и не уделять достаточного внимания профилю рисков соответствующих банков, содействуя тем самым расширению доли заемных средств и принятию рисков. Во время мирового финансового кризиса правительства осуществляли вмешательство, выделяя крупные суммы на поддержку проблемных банков и сохранение финансовой стабильности, практически не оставив сомнений в их готовности оказывать экстренную помощь несостоятельным организациям СВЧО. Эти события усилили стимулы для банков к увеличению своих размеров, и концентрация в банковском секторе во многих странах действительно увеличилась. В ответ на эту ситуацию директивные органы приступили к масштабным финансовым реформам, направленным на то, чтобы сделать финансовую систему более надежной, в том числе на преодоление проблемы СВЧО.

В главе 3 дается оценка того, достаточны ли эти меры политики для смягчения проблемы СВЧО. В частности, в ней изучается динамика преимуществ системно значимых банков (СЗБ) в плане стоимости финансирования. Ожидание государственной поддержки в случае затруднений представляет собой скрытую государственную субсидию этим банкам. Во время кризиса эти субсидии возросли во всех странах. Хотя впоследствии субсидии уменьшились в большинстве стран, они остаются повышенными, особенно в зоне евро, что, скорее всего, было следствием различных темпов восстановления балансов, а также воспринимаемых различий в мерах экономической политики в ответ на проблемы в банковском секторе. Тем не менее, во всех регионах сохраняется высокая ожидаемая вероятность оказания экстренной помощи СЗБ.

Хотя не все меры политики были реализованы, еще есть возможности для дальнейшего укрепления реформ. Эти реформы включают увеличение нормативов

собственного капитала для СЗБ или установление отчислений на цели финансовой стабильности с учетом размеров обязательств банков. Требуются также сдвиги в облегчении надзора за трансграничными финансовыми организациями и их окончательного урегулирования. В этих областях международное сотрудничество крайне необходимо для предупреждения новых искажений и отрицательных межстрановых вторичных эффектов, которые могли увеличиться из-за реформ экономической политики в отдельных странах.