

ДОКЛАД ПО ВОПРОСАМ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ ***Апрель 2015 года***

АНАЛИТИЧЕСКОЕ РЕЗЮМЕ

Макроэкономические потрясения создают новые трудности для мировых рынков.

За последние шесть месяцев произошел целый ряд позитивных и негативных событий в макроэкономической и финансовой сфере. В итоге эти события привели к повышению рисков для финансовой стабильности.

Из положительных моментов, как обсуждалось в апрельском выпуске «*Перспектив развития мировой экономики*» 2015 года, ожидается, что в 2015 году рост будет несколько выше, чем в 2014 году, и улучшение в странах с развитой экономикой будет достаточным, чтобы компенсировать более низкий рост в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. Существенно более низкие цены на нефть и биржевые товары в сочетании с более низкими процентными ставками вследствие более мягкой денежно-кредитной политики, как ожидается, будут способствовать экономическому росту в период до конца 2016 года. В зоне евро и Японии были предприняты смелые действия в области денежно-кредитной политики, чтобы остановить и повернуть вспять дефляционное давление. Количественное смягчение денежно-кредитной политики создает хорошие условия для преодоления рисков дефляции, и некоторые каналы передачи воздействия этих мер политики уже работают. В зоне евро сузились спреды по кредитам, повысились фондовые цены, и произошло существенное ослабление евро и иены, что способствует повышению инфляционных ожиданий.

В то же время курс доллара США существенно повысился, что стало отражением расхождений в денежно-кредитной политике. За последние девять месяцев доллар укрепился относительно основных валют в большей мере, чем за какой-либо иной аналогичный период с 1981 года. Произошедшие вследствие этого сдвиги реальных обменных курсов в целом отражали изменения в перспективах роста и подверженность влиянию более низких цен на нефть, и они должны способствовать мировому подъему.

Однако отмечается повышение и поворот рисков для финансовой стабильности вокруг этого базисного сценария. Хотя выгоды улучшения базисного сценария характеризуются широким распространением и увеличением с течением времени, негативное влияние недавних потрясений отличается концентрированностью и уже оказывает влияние на сектора и страны, где уже присутствовали факторы уязвимости. Тем временем дальнейшее принятие финансовых рисков и структурные изменения на рынках кредита ведут к сдвигу очагов рисков для финансовой стабильности из стран с развитой экономикой в сторону стран с формирующимся рынком и от банков в сторону теневого сектора, а также от рисков платежеспособности в сторону рисков рыночной ликвидности.

- Дальнейшее принятие финансовых рисков и поиск доходности продолжают искусственно поддерживать стоимость некоторых активов. Ситуация низких процентных ставок также создает проблемы для долгосрочных инвесторов, особенно для более слабых компаний по страхованию жизни в Европе.
- Страны и компании-экспортеры нефти и биржевых товаров сильно страдают от падения стоимости активов и повышения кредитного риска. Особенно сильно пострадали компании в сфере энергетики и биржевых товаров стран с формирующимся рынком, на которые приходится более трети облигаций нефинансовых корпораций, выпущенных в твердой валюте с 2007 года. Стала более очевидной напряженность в отношении потенциала погашения долгов нефтегазового сектора у компаний в Аргентине, Бразилии, Нигерии и ЮАР, а также у суверенных заемщиков, зависящих от нефтяных доходов, таких как Нигерия и Венесуэла.
- Быстрое снижение обменных курсов создает повышенное давление на фирмы с высоким уровнем заимствований в иностранных валютах и спровоцировало значительный отток капитала из некоторых стран с формирующимся рынком. Эти обстоятельства могут создать дополнительный стресс для суверенных заемщиков из числа стран с формирующимся рынком, в которых увеличились совокупные открытые позиции по займам в иностранной валюте и объемы долга в национальной валюте, принадлежащего иностранным инвесторам.
- Изменчивость обменных курсов основных валют увеличилась в большей мере, чем в любой аналогичный период со времени мирового финансового кризиса. Снижение ликвидности как на валютном рынке, так и на рынке инструментов с фиксированным доходом, а также изменения в составе базы инвесторов на этих рынках привели к увеличению трений в ходе коррекции портфелей. Ставшая следствием этого напряженность на мировых финансовых рынках вызвала повышение рыночных рисков и рисков ликвидности ввиду того, что внезапные всплески изменчивости могут стать более частыми и более заметными.

Сохраняющиеся последствия прошлых проблем усиливают эти факторы давления, и общие риски для финансовой стабильности оказываются более высокими.

В странах с развитой экономикой финансовая стабильность не отличается прочной основой, а во многих странах с формирующимся рынком риски повысились.

Во многих странах с развитой экономикой снизилась доходность долгосрочных облигаций вследствие обеспокоенности дефляцией и перспектив сохранения мягкой денежно-кредитной политики. В зоне евро почти треть краткосрочных и долгосрочных суверенных облигаций в настоящий момент имеют отрицательную доходность. Но длительное сохранение ситуации низких процентных ставок приведет к значительным трудностям у целого ряда финансовых организаций. Слабые европейские компании по страхованию жизни средних размеров сталкиваются с высоким и растущим риском возникновения проблемных ситуаций. Стресс-тесты, проведенные европейским ведомством, занимающимся вопросами страхования и профессиональных пенсий,

показывают, что 24 процента страхователей могут оказаться не в состоянии выполнять установленные для них нормы капитала для обеспечения платежеспособности в случае материализации сценария с продолжительным сохранением низких процентных ставок. Эта отрасль имеет портфель активов в Европейском союзе размером 4,4 трлн евро, характеризующийся существенной и увеличивающейся связью с более широкой финансовой системой, что является потенциальным источником негативных вторичных эффектов.

Высокие уровни долга в частном секторе по-прежнему препятствуют экономическому росту и финансовой стабильности. Мягкая денежно-кредитная политика в странах с развитой экономикой способствовала снижению относительных показателей задолженности частного сектора, поддерживая инфляцию и рост и способствуя повышению цен на активы. Однако предположения в отношении роста и инфляции, принятые в настоящем докладе, указывают на то, что уровни долга частного сектора в целом ряде крупных стран с развитой экономикой будут оставаться высокими. Это сохранение высокого уровня задолженности требует дополнительных ответных мер, чтобы преодолеть наследие кризиса и создать условия для раскрытия экономического потенциала. Ожидается, что к 2020 году валовой долг корпораций в Испании, Италии, Португалии и Франции сохранится на уровне примерно 70 процентов ВВП или выше, а также прогнозируется, что валовой долг домашних хозяйств в Португалии и Соединенном Королевстве будет оставаться высоким по сравнению с другими крупными странами с развитой экономикой.

В то же время существует очевидный риск повышения процентных ставок в США. Будущая нормализация денежно-кредитной политики США имеет два возможных сценария: плавный, надлежащим образом озвученный выход либо, несмотря на четкое информирование, ухабистый путь с ускоренной декомпрессией премий за срок, что будет вести к быстрому росту доходности и существенно более заметной изменчивости. В самом деле, уменьшение структурной ликвидности на рынках инструментов с фиксированным доходом как в США, так и в других странах, усилило реакцию цен на активы, вызываемую шоками, что увеличивает потенциальные вторичные эффекты. Изменения в технологии, расширение регулирования и сдвиги в составе участников рынков — все это привело к изменению микроструктуры рынков инструментов с фиксированным доходом. Эпизоды неликвидности теперь создают вторичные эффекты для других классов активов и стран с формирующимся рынком, как отмечалось на рынке казначейских бумаг США и в случае вызванной мерами политики нестабильности на валютных рынках после отмены нижней границы колебаний курса швейцарского франка. Эти события выдвигают на первый план некоторые важнейшие факторы уязвимости на рынках капитала и в теневой банковской системе.

Страны с формирующимся рынком подвергаются влиянию этих мировых перекрестных тенденций, при том что им приходится преодолевать собственные внутренние трудности. Снижение цен на биржевые товары и уменьшение инфляционного давления положительно сказываются на многих странах с формирующимся рынком, что создает возможность использования денежно-кредитной политики для борьбы с замедлением экономического роста. Однако страны-экспортеры нефти и биржевых товаров, а также страны с высокой внешней

задолженностью сталкиваются с более значительными рисками. Хотя укрепление доллара в целом может способствовать повышению конкурентоспособности стран с формирующимся рынком и вести к повышению роста экономики, значительные колебания цен на биржевые товары и обменных курсов во многих странах с формирующимся рынком в последние шесть месяцев уже оказали существенное влияние на рыночную оценку стоимости компаний в этих странах. Многие компании осуществили значительные заимствования на международных рынках, прибегнув к внешним займам в долларах вместо займов у банков в национальной валюте, что потенциально может создавать давление на балансы.

В свою очередь, сжатие в отраслях с избыточными объемами инвестиций, коррекции в сфере недвижимости и снижение цен на недвижимость (особенно в Китае) может создать вторичные эффекты для более широкого спектра стран с формирующимся рынком. Сила воздействия неожиданного ухудшения финансового положения предприятий на стабильность банковской системы зависит от открытых позиций по кредитам. В Китае открытые позиции по отношению к недвижимости (не включая ипотеки) составляют почти 20 процентов ВВП, и финансовый стресс у работающих с недвижимостью компаний может привести к прямым трансграничным вторичным эффектам, учитывая значительное увеличение выпуска внешних облигаций с 2010 года. В 11 из 21 банковских систем в странах с формирующимся рынком, анализируемых в настоящем докладе, более половины портфелей банковских кредитов состоит из займов компаний, что делает банки в большей степени подверженными опасностям, связанным со слабым положением предприятий, особенно в Нигерии, Перу, Турции и Украине.

В сценарии, при котором реализуются риски снижения роста, дальнейшее быстрое укрепление доллара и резкое повышение процентных ставок США в сочетании с ростом геополитических рисков может создать дополнительное давление на валюты стран с формирующимся рынком и рынки активов. После продолжительного периода притока средств иностранные инвесторы могут внезапно принять меры по уменьшению своих авуаров в форме долга в национальной валюте, тем самым усиливая потрясения и создавая проблемы пролонгации долга. Кроме того, участники рынков, как представляется, проявляют самоуспокоенность в отношении геополитических и политических рисков. Как отмечалось в апрельском выпуске *«Перспектив развития мировой экономики»* 2015 года, события, развивающиеся в России и Украине, на Ближнем Востоке и в некоторых частях Африки, могут привести к более высокой напряженности и более сильным нарушениям в мировой торговле и финансовых операциях. Прямые финансовые связи между Россией и остальным миром являются ограниченными, но опосредованные связи с соседними странами могут повышать риски для финансовой стабильности. Укрепление институциональных основ в зоне евро привело к уменьшению угроз цепной реакции, создаваемых Грецией, но риски и факторы уязвимости сохраняются.

Для усиления эффекта предпринимаемых мер и закрепления стабильности требуется целый спектр дополнительных мер политики.

В настоящем докладе оцениваются ответные меры политики центральных банков как в странах с развитой экономикой, так и в странах с формирующимся рынком. Основной вывод заключается в том, что требуются дополнительные меры (помимо денежно-

кредитной политики), чтобы добиться надежного выхода из кризиса. Эти меры политики должны быть направлены на устранение последствий кризиса и содействие долгосрочной устойчивости в принятии экономических рисков при одновременном сдерживании финансовых эксцессов на мировых рынках.

Чтобы максимизировать влияние количественного смягчения денежно-кредитной политики **в зоне евро**, действия центральных банков должны дополняться мерами по нормализации балансов в частном секторе, расчистке кредитных каналов, повышению надежности небанковских организаций и проведению структурных реформ. В частности, необходимо отметить следующее.

- Расчистка кредитных каналов требует комплексных мер по решению проблем, создаваемых бременем необслуживаемых кредитов. Несмотря на повышение устойчивости банков после проведенной Комплексной оценки ЕЦБ и введения Единого механизма надзора, качество активов продолжает ухудшаться, хотя и более медленными темпами. Общая сумма необслуживаемых кредитов на настоящий момент составляет более 900 млрд евро. Требуется поощрять банки к разработке и использованию специализированных внутренних и внешних средств для работы с запасами необслуживаемых активов, к активному управлению своими резервами на покрытие потенциальных убытков по активам и списанию своих необслуживаемых активов. Необходимы дальнейшие усилия для повышения действенности правовых основ, регулирующих банкротства компаний и физических лиц. Без проведения коррективных мер политики потенциал банков в области кредитования может оказаться ограниченным в среднем лишь 1–3 процентами в год.
- Требуется также оперативно решить проблемы, стоящие перед компаниями по страхованию жизни. Органам регулирования необходимо сделать новую оценку жизнеспособности продуктов страхования, основанных на гарантиях, и провести работу по приведению минимальной гарантированной отдачи держателям полисов в соответствии с долгосрочными тенденциями в директивных ставках. Необходимы оперативные меры со стороны органов регулирования и надзора, чтобы смягчить наносящие ущерб вторичные эффекты потенциальных проблем отдельных страховых компаний. Введение более гармонизированной системы социальной защиты позволит дополнительно повысить устойчивость данной отрасли.
- Необходимо диверсифицировать источники финансирования с уменьшением доли банков в пользу рынков капитала. Несмотря на всплеск заимствований на рынках капитала, на них приходится лишь примерно 36 процентов всей системы. Более емкий и широкий рынок капитала улучшает доступ к финансированию, особенно для менее крупных компаний, и повышает эффективность финансовых рынков. В зоне евро стимулирование использования рынков капитала требует гармонизации законов о предприятиях, совершенствования корпоративного управления, режимов в отношении неплатежеспособности и налогообложения соответственно последнему предложению Европейской комиссии относительно союза рынков капитала.

В **Японии** действенность количественного смягчения денежно-кредитной политики зависит от мер политики, которые его поддерживают. Принципиальное значение имеет непреклонное проведение второго и третьего пакета мер Абэномики (налогово-бюджетных и структурных реформ). В случае неполноты проведения этих реформ снижается вероятность успеха предпринимаемых усилий по выводу экономики из дефляции. Банку Японии следует рассмотреть вопрос об укреплении эффектов перебалансирования портфелей, создаваемых его покупками активов, за счет увеличения доли частных активов в этих покупках и распространения программы на более долгосрочные государственные облигации, что необходимо для достижения его целевого показателя инфляции на уровне 2 процентов. Для дальнейшего стимулирования банковского кредитования частного сектора официальным органам следует расширить специальные кредитные механизмы, запустить рынок секьюритизации для кредитов и ипотек малых и средних предприятий, добиться совершенствования механизмов предоставления капитала с повышенным риском, в том числе за счет стимулов для расширения кредитования на базе активов и устранения барьеров для выхода на рынок и ухода с него в отношении малых и средних предприятий.

В **Соединенных Штатах** влияние глобальных рыночных сил требует сбалансированных надлежащим образом мер политики, в том числе дальнейшего четкого информирования о мерах в денежно-кредитной сфере. Вероятность плавной корректировки ситуации на рынке будет выше, если будет обеспечиваться широкое рассмотрение и интерпретация ключевых экономических переменных, с учетом того что денежно-кредитная политика в настоящее время в значительной мере зависит от данных. Однако рыночные ожидания могут расходиться с прогнозами ФРС с последующим ростом напряженности на рынке и повышением рыночных рисков и рисков ликвидности.

В США и других странах с крупными небанковскими финансовыми системами можно способствовать повышению стабильности за счет решения проблем неликвидности и устранения потенциальных вторичных эффектов путем укрепления структур рынка. Как отмечается в главе 3, отрасль управления активами нуждается в более активном надзоре, сочетающем в себе микропруденциальный надзор за рисками с принятием макропруденциального подхода. Проводимая политика должна быть направлена на устранение несоответствий между обещаемой владельцам паевых фондов ликвидностью в благоприятные времена и издержками, связанными с неликвидностью, когда требуется производить погашения в периоды стресса. Меры политики могут способствовать достижению этой цели за счет уменьшения у владельцев активов стимулов к изъятию средств (путем согласования условий погашения паев с базовым состоянием ликвидности инвестированных активов); повышения точности стоимостной оценки чистых активов; увеличения ликвидности кассовых буферных запасов паевых фондов; повышения степени ликвидности и прозрачности вторичных рынков, особенно рынков более долгосрочных долговых инструментов. У участников рынков государственных облигаций и валютных рынков должны также быть более весомые стимулы к обеспечению ликвидности вторичных рынков. Официальным органам следует провести пересмотр существующих автоматических механизмов приостановки операций в критических ситуациях для улучшения их функционирования. Требуется укрепить системы управления риском и

контроля над факторами риска: органы надзора должны давать трейдинговым фирмам согласованные руководящие указания, позволяя им устанавливать последовательные и надлежащие лимиты риска для индивидуальных розничных инвесторов. Органам регулирования и денежно-кредитным органам следует учитывать корреляцию между классами активов при оценке системных рисков на финансовых рынках.

Странам с формирующимся рынком следует стремиться к смягчению неблагоприятных глобальных влияний и защите устойчивости своих финансовых систем за счет усиленного надзора за уязвимыми секторами, особенно в перечисленных ниже областях.

- В Китае общим приоритетом должно стать создание условий для упорядоченной коррекции эксцессов при сокращении самых рискованных направлений теневой банковской деятельности. В то же время для упорядоченного уменьшения доли заемных средств требуются комплексные меры политики, позволяющие добиться того, чтобы замедление роста кредита происходило постепенно. В случае необходимости потребуются также обеспечение работы механизмов для упорядоченной реструктуризации долгов предприятий и закрытия нежизнеспособных фирм.
- В более общем плане наличие в странах с формирующимся рынком большой доли долга, выраженного в иностранных валютах, означает, что в ограничении рисков, связанных с потрясениями, важная роль отводится микро- и макропруденциальным мерам. Органам регулирования необходимо проводить стресс-тесты для рисков, связанных с курсами иностранных валют и ценами на биржевые товары, и более тщательно и регулярно отслеживать уровень леввериджа предприятий и их открытые валютные позиции, в том числе по производным инструментам.
- Для обеспечения надлежащего функционирования рынков официальным органам необходимо подготовиться к спадам ликвидности на рынках облигаций в национальной валюте. Официальные органы стран потенциально могут, по мере необходимости, использовать кассовые остатки или уменьшать предложение долгосрочных долговых инструментов на рынке, чтобы способствовать сдерживанию расширения спредов по облигациям. Двусторонние и многосторонние соглашения о линиях свопов позволяют получать финансирование в иностранной валюте в периоды потрясений, что может повышать доверие и способствовать уменьшению излишней изменчивости на валютных рынках. Дополнительными буферами могут также служить многосторонние источники, такие как механизмы финансирования МВФ.

В рамках программы мер по реформированию международного финансового регулирования были укреплены нормативно-правовые основы, и она способствует повышению устойчивости финансовых организаций и мировой финансовой системы. Теперь общемировым органам, устанавливающим стандарты, и национальным органам регулирования необходимо добиться большей ясности в отношении их стандартов регулирования (и тем самым обеспечить большую определенность для

банков, адаптирующих свои бизнес-модели) за счет завершения работы по установлению параметров недавно введенных требований, в том числе относительно коэффициента леввериджа, коэффициента чистого стабильного финансирования и норм капитала для покрытия совокупных потенциальных потерь. Еще одной обязательной мерой является оперативное введение нормативных положений, которые бы превращали теневую банковскую деятельность в стабильный источник рыночного финансирования.

При этом необходимо также укрепить меры микро- и макропруденциальной политики в отношении небанковских организаций. Возможно, необходимо пересмотреть существующие основы регулирования, чтобы официальные органы могли лучше понимать, что происходит в менее тщательно регулируемых нишах финансового сектора, которые могут создавать проблемы для банковской системы и более широких сегментов экономики, и по необходимости предпринимать меры по уменьшению выявленных факторов уязвимости.

Изменения в моделях международной банковской деятельности привели к снижению рисков в финансовых системах принимающих стран.

В более позитивном ключе, в главе 2, где исследуются изменения в международной банковской деятельности со времени мирового финансового кризиса, делается вывод, что эти изменения, вероятно, ведут к большей стабильности банковского кредитования в принимающих странах. В данной главе также делается заключение о необходимости более активного международного сотрудничества для преодоления региональных или глобальных шоков, чтобы максимизировать выгоды международной банковской деятельности при одновременном уменьшении рисков.

Международные банки, особенно в Европе, сократили свое трансграничное кредитование, в то время как кредитование внутри стран, осуществляемое отделениями и дочерними предприятиями иностранных банков, оставалось стабильным. Внутренние и региональные банки расширили свои операции, компенсируя, по крайней мере частично, сокращение открытых позиций банков зоны евро по отношению к некоторым регионам. Вследствие этого углубились внутрирегиональные взаимосвязи, особенно в Азии. Изменения в регулировании и слабость банковских балансов в прошлом существенно сказывались на наблюдавшемся сокращении трансграничного кредитования, в то время как мягкая денежно-кредитная политика, возможно, замедлила процесс этого сокращения.

Относительный сдвиг от трансграничного кредитования в сторону увеличения доли кредитов, предоставляемых внутри стран местными филиалами, должен привести к повышению финансовой стабильности в принимающих странах. Потоки трансграничного кредитования более чувствительны к глобальным шокам, чем местное кредитование и международные потоки портфельных инвестиций. Трансграничное кредитование также, как правило, усиливает влияние негативных внутренних шоков на кредит. При этом кредитование со стороны дочерних организаций иностранных банков, наоборот, является более устойчивым к шокам, чем кредитование со стороны отечественных банков во время кризиса внутри страны, когда материнский банк имеет хорошую капитализацию и в меньшей степени зависит от недепозитных источников финансирования. Однако налагаемые на трансграничное

кредитование ограничения могут создавать угрозу для других выгод, не рассматриваемых в названной главе.

Надзор за управляющими активами должен быть пропорционален рискам, которые они создают для финансовой системы.

В главе 3 делается вывод, что в отрасли управления активами необходимо укрепить основы надзора в двух ключевых областях: добиться лучшего микропруденциального надзора за рисками и ввести определенные макропруденциальные соображения в качестве стандартного элемента в общей направленности надзора. Фирмы, занимающиеся управлением активами, могут обеспечивать кредитование реальной экономики даже в ситуациях, когда банки испытывают серьезные проблемы, и у них есть определенные преимущества перед банками с точки зрения финансовой стабильности. Однако рост этого сектора и структурные изменения в финансовых системах усилили опасения относительно стабильности. Риски от хеджевых фондов с высокой долей заемных средств и фондов денежного рынка уже признаются многими сторонами, в то время как мнения относительно менее зависимых от заемных средств традиционных инвестиционных продуктов разделились.

Однако даже традиционные финансовые продукты могут создавать риски для финансовой стабильности по двум каналам: 1) проблемы расхождения стимулов между конечными инвесторами и управляющими портфелей (что потенциально может вести, в частности, к стадному поведению); 2) риск массовых изъятий средств, связанный с наличием несоответствий между ликвидностью активов и обязательств. Эмпирический анализ свидетельствует о существовании многих из этих механизмов, создающих риски, хотя степень их значимости различается между разными рынками активов. Не вынося вердикта относительно того, следует ли присваивать крупным управляющим активам статус системно значимых, результаты анализа показывают, что вклад в образование системного риска в относительно большей степени зависит от направленности инвестиционной деятельности, чем от его размеров.

Эти выводы свидетельствуют о том, что органам регулирования рынков ценных бумаг следует перейти к более практической модели надзора, опирающейся на мировые стандарты надзора, более качественные данные и индикаторы риска. Необходимо заново оценить функции и достаточность существующих средств управления рисками, учитывая роль отрасли управления активами в образовании системных рисков и разнообразие ее продуктов.