



Глобальная финансовая стабильность: начало выхода из трудного положения

9 апреля 2014 года

Хосе Виньялс

[Глобальная финансовая стабильность](#) укрепляется — мы начинаем выходить из трудного положения. Но еще слишком рано объявлять о победе, поскольку необходимо устранить зависимость от ликвидности — это основная тема нашего доклада, — чтобы устранить сохраняющиеся угрозы для глобальной стабильности.

Прогресс

Мы добились значительных успехов в последние несколько лет, которые теперь приносят плоды. Как говорил вчера Оливье Бланшар на пресс-конференции, посвященной [Перспективам развития мировой экономики](#), экономика США набирает силу, создавая условия для нормализации денежно-кредитной политики. В Европе совершенствование мер политики значительно укрепило доверие рынка как к суверенным заемщикам, так и к банкам.

В Японии «абеномика» взяла хороший старт со снижением дефляционного давления и укреплением уверенности в будущем. Страны же с формирующимся рынком, недавно пережившие несколько раундов потрясений, идут в правильном направлении, внося необходимые корректировки в свою политику.

Проблемы

Но финансовая стабильность также сталкивается и с новыми проблемами, несмотря на отступление последствий кризиса. Позвольте назвать основные проблемы.

Смогут ли США плавно отменить нетрадиционные меры денежно-кредитной политики?

Я называю это идеально проведенной отменой — не слишком горячо, не слишком холодно, в самый раз. Это наш базисный и наиболее вероятный исход. После бурного старта началась нормализация денежно-кредитной политики. Совершенствование обмена информацией сглаживает корректировку рынков, в то время как все более заметно проявляются первые признаки восстановления экономики — «легкие» деньги ведут к кредитованию, а оно стимулирует рост.

ФРС плавно «отпускает педаль газа», постепенно свертывая нетрадиционные меры. В нашем базисном прогнозе ФРС начнет постепенно «нажимать на тормоза», директивные ставки начнут повышаться к середине 2015 года, продвигаясь при этом по пути к росту и восстановлению.

Но возможно, что прекращение этих мер пройдет не гладко — хотя это не предусматривается в нашем базисном прогнозе. Такой неблагоприятный сценарий может сложиться под влиянием растущей обеспокоенности в США по поводу рисков, которые угрожают финансовой стабильности, или более высокой, чем ожидается, инфляции. В результате, вероятно, ускорится рост директивных ставок и премий за срок, увеличатся кредитные спреды и усилится финансовая волатильность, которая может распространиться на мировые рынки.

Базовая страница блогов iMFdirect: <http://blog-imfdirect.imf.org/>

Хотя это и не новая история, **мы продолжаем следить за растущими «горячими точками» в финансовой системе США.** Многие из них, такие как активная эмиссия высокодоходных облигаций и кредитов с леввериджем, снижение стандартов андеррайтинга и занижение оценки риска, **находятся в теневой банковской системе.** Например, объем эмиссии высокодоходных облигаций за последние три года более чем в два раза превышает сумму, зарегистрированную перед последним спадом, тогда как спреды высокодоходных облигаций снизились, приблизившись к докризисным уровням. Меры органов надзора, несмотря на их ужесточение в настоящее время, до сих пор не сдержали некоторые из этих эксцессов. Так что внезапное повышение доходности может привести к значительному расширению кредитных спредов и усилить беспокойство по поводу леввериджа и будущих дефолтов.

Страны с формирующимся рынком особенно уязвимы в случае ужесточения внешних финансовых условий после длительного периода притока капитала, легкого доступа к международным рынкам и низких процентных ставок.

Это привело к заимствованию крупных сумм, особенно компаниями стран с формирующимся рынком. Но повышение процентных ставок, снижение прибыли и обменных курсов могут оказать сильное давление на балансы корпораций в странах с формирующимся рынком в нашем неблагоприятном сценарии. Так, в этом сценарии **корпорации стран с формирующимся рынком, на которые приходится почти 35 процентов непогашенного долга, могут столкнуться с трудностями в обслуживании своих обязательств.** При существенных различиях ситуации в разных странах общими для этих стран, испытывающих в последнее время давление в результате макроэкономических дисбалансов, являются также некоторые уязвимые места в их корпоративных секторах.

В **Китае** основная задача заключается в проведении упорядоченного сокращения доли заемного капитала теневой банковской системы. Небанковские финансовые организации стали важным источником финансирования в Китае, их доля удвоилась с 2010 года, достигнув 30–40 процентов ВВП.

Это небанковское кредитование, хоть и служит признаком углубления диверсификации системы, также подвержено рискам, поскольку владельцы сбережений могут не понимать повышенных рисков, связанных с более привлекательными нормами прибыли небанковских механизмов сбережений, из-за представления о подразумеваемых гарантиях.

Задача директивных органов состоит в том, чтобы регулировать упорядоченный переход к финансовому сектору, в котором более важную роль будет играть рыночная дисциплина и цены будут точнее отражать риски — в том числе при устранении неявных гарантий, — не вызвав системного стресса.

В **зоне евро** незавершенное восстановление балансов банков и корпораций продолжает сдерживать восстановление. Сохраняется фрагментация зоны на страны периферии и центра, поскольку адаптивные денежно-кредитные условия не привели к потоку кредита, необходимого для поддержки более активного восстановления, особенно для менее крупных компаний. Таким образом, необходимо продолжить работу над укреплением балансов банков при помощи Европейской комплексной оценки банков и последующих мер, а также решить проблему чрезмерного корпоративного долга.

В то время как вторичные эффекты, связанные с событиями на **Украине**, ограничены на настоящий момент, геополитические риски остаются на повышенном уровне и могут вызвать шок на мировых рынках.

Наконец, **любые из вышеназванных проблем, нерешенные надлежащим образом, могут в значительной степени сказаться на глобальной стабильности.** Крупные притоки в течение последних лет в страны с формирующимся рынком могут повернуть вспять. Изменения цен на активы могут усилиться под влиянием снижения рыночной ликвидности, когда число инвесторов, стремящихся покинуть эти страны, будет превосходить пропускную способность механизмов такого ухода. Это стремление к уходу из страны может распространиться на некоторые сегменты стран с развитым рынком, вызвав напряженное положение с ликвидностью и усилив волатильность на рынках.

Рекомендации по мерам политики

Основной тезис заключается в том, что необходимы решительные меры политики для того, чтобы окончательно оставить позади Великий финансовый кризис и организовать успешный переход от развития рынков за счет ликвидности к развитию на основе экономического роста.

о **Во-первых**, нужно правильно провести нормализацию денежно-кредитной политики США — ее сроки, проведение и предоставление информации о ней. Эффективная макропруденциальная политика является залогом плавного перехода при сдерживании рисков для финансовой стабильности, особенно в теневой банковской системе.

о **Во-вторых**, странам с формирующимся рынком необходимо продолжить подготовку к ужесточению общемировых условий финансирования, укрепляя устойчивость при помощи решительных мер макро- и пруденциальной политики, создания буферных резервов для проведения своей политики и управления корпоративными финансовыми рисками. Они также должны быть готовы обеспечить упорядоченную ситуацию на рынке путем надлежащего предоставления ликвидности в случае потрясений.

о **В-третьих**, в то время как Японии необходимо реализовать «абеномику», зоне евро следует закончить очистку балансов как банков, так и предприятий, положить правильное начало банковскому союзу и развивать небанковские источники кредита для компаний меньшего размера. Это имеет первостепенное значение для доверия и восстановления.

При этом, помимо действий отдельных стран, необходимо углубление мирового сотрудничества по мерам политики, поскольку это наше общее дело. Это относится к денежно-кредитной политике, финансовому регулированию и надзору, а также обеспечению упорядоченной ситуации на рынке.

БИОГРАФИЯ

Хосе Виньялс



Хосе Виньялс — финансовый советник и директор Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ. Ранее он занимал должность заместителя председателя Правления Банка Испании, а также работал в ряде консультативных органов и комитетов по вопросам политики в центральном банке и структурах Европейского союза, в том числе занимал должность председателя Комитета по международным связям Европейского центрального банка. Он является автором многочисленных статей по макроэкономике, денежно-кредитной политике и финансовым вопросам.