



## Глобальная финансовая стабильность: факторы уязвимости, последствия и проблемы политики

---



[Хосе Виньялс](#)

7 октября 2015 года

На сегодняшний день еще не удалось обеспечить [глобальную финансовую стабильность](#), и по-прежнему сохраняются риски ухудшения ситуации. Наши рекомендации предполагают незамедлительные изменения в политике во избежание рисков ухудшения ситуации и реализации предложенного благоприятного сценария «успешной нормализации» денежно-кредитных и финансовых условий. При этом будет обеспечиваться поддержка финансовой стабильности и более активное экономическое восстановление.

Позвольте мне вначале представить вам нашу оценку финансовой стабильности в целом. Как она изменилась со времени апрельского Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности? В этом отношении у меня есть и хорошие новости. В странах с развитой экономикой по мере расширения и упрочнения экономического восстановления отмечалось повышение финансовой стабильности. Федеральная резервная система указывала на близкую либерализацию денежно-кредитной политики, поскольку для этого появились необходимые предварительные экономические условия. Политика Европейского центрального банка в зоне евро демонстрировала результативность, и наблюдалось улучшение условий кредитования.

Вместе с тем, как отмечалось здесь и в [Докладе за апрель 2015 года](#), риски переместились в сторону стран с формирующимся рынком. Несмотря на то, что многие из этих стран укрепили основы политики и повысили устойчивость к внешним потрясениям, некоторые из них сталкиваются со значительными дисбалансами во внутренней экономике. Темпы роста замедляются пятый год подряд, по мере того как заканчиваются суперциклы цен на биржевые товары и беспрецедентные кредитные бумы. Это особенно актуально, если принять во внимание значительную долю стран с формирующимся рынком в мировой экономике, а также учесть роль, которую глобальные рынки играют в передаче потрясений в другие страны с формирующимся рынком, и эффекты распространения на страны с развитой экономикой, которые стали очевидны в ходе финансовых потрясений этим летом.

## **Таким образом, директивным органам предстоит решить тройственную проблему**

**Во-первых**, это факторы уязвимости стран с формирующимся рынком. Корпоративные и банковские балансы в настоящее время испытывают напряженность: объем чрезмерного заимствования в странах с формирующимся рынком в настоящее время достигает предположительно три триллиона долларов США. Более высокая доля заемных средств в частном секторе и более высокая зависимость от глобальных финансовых условий усилили подверженность компаний влиянию экономических спадов и уязвимость стран с формирующимся рынком по отношению к оттоку капитала и ухудшающемуся качеству кредитов. В частности, перед Китаем стоит цель сбалансированного перехода к росту, в большей степени опирающемуся на потребление, не допуская слишком сильного спада экономической активности и при этом добиваясь снижения высоких уровней задолженности за счет упорядоченного сокращения доли заемных средств и перехода к системе, более строго ориентированной на рынок. Все это является непростым набором задач.

**Во-вторых**, необходимо решить унаследованные от кризиса проблемы в странах с развитой экономикой, с тем чтобы консолидировать финансовую стабильность и сократить факторы противодействия экономическому росту. Устранение факторов уязвимости суверенных заемщиков и банковского сектора в зоне евро, а также ликвидация пробелов в финансовой архитектуре по-прежнему имеют принципиальное значение. Что касается США, то переход впервые за девять лет к наиболее широко освещаемому, хотя и беспрецедентному процессу повышения ставки интервенции станет важным переходным этапом для мировых рынков.

**Третьей** проблемой является реакция находящихся под давлением глобальных финансовых рынков. Мы имели возможность убедиться в том, что рынки могут усиливать потрясения и действовать как источник волатильности и цепного распространения в условиях недостаточной рыночной ликвидности. В настоящем докладе показано, что рыночная ликвидность, действительно, стала менее устойчивой.

Это особенно важно в условиях чрезвычайно адаптивной денежно-кредитной политики, которая способствовала сокращению премий за риск по широкому спектру рынков активов. Фактически, неконтролируемая декомпрессия премий за риск может спровоцировать замкнутый круг срочной распродажи активов, погашений и еще большей волатильности.

Доля заемных средств в инвестиционных фондах также способна усиливать потрясения. Проведенный нами анализ выявил 1,5 трлн долларов США заемных средств, встроенных в облигационные фонды в виде производных финансовых инструментов.

Перечисленные разноплановые проблемы требуют незамедлительного изменения политики. Нашей целью является успешная нормализация финансовых условий и денежно-кредитной политики наряду с неотступным восстановлением экономики. При этом неверные меры политики и/или неблагоприятные потрясения могут привести к

продолжительной нестабильности мирового рынка, которая, в конечном счете, остановит восстановление экономики и приведет к ситуации, которую я называю «проваленной нормализацией». Разница между такими двумя сценариями весьма значительна, а к 2017 году она составит почти три процента мирового объема производства.

### **Так для чего же требуются незамедлительные изменения в политике?**

Денежно-кредитная политика в ведущих странах с развитой экономикой должна оставаться адаптивной и быстро реагировать на изменения. Странам в зоне евро и Японии необходимо будет продолжать противодействовать понижательному давлению на цены. В условиях еще большей неопределенности мировой экономики США следует повременить с повышением ставок интервенции до появления дополнительных признаков неуклонного роста инфляции при сохраняющейся стабильности на рынке труда. Темпы последующих повышений ставок интервенции должны быть постепенными и четко доводиться до всех участников финансового рынка.

Директивные органы зоны евро не могут ориентироваться исключительно на Европейский центральный банк, но должны стремиться завершить формирование банковского союза, чтобы обеспечить более прочную основу финансовой стабильности. Также необходимо способствовать формированию союза рынков капитала. Дальнейшее укрепление банков зоны евро за счет системного решения проблемы необслуживаемых кредитов и чрезмерной корпоративной задолженности повысит эффективность денежно-кредитной политики, будет способствовать укреплению доверия рынков и улучшит перспективы на будущее. За счет решения проблемы необслуживаемых кредитов в банках зоны евро можно обеспечить примерно три процента кредитов для нового кредитного потенциала. Эта сумма достигает примерно 600 млрд евро.

Смещение экономического баланса и ограничение доли заемных средств в Китае должно осуществляться очень осторожно. Перед официальными органами Китая стоят беспрецедентные проблемы политики, сопряженные с переходом к новой модели экономического роста и финансовой системе, более строго ориентированной на рынок. Сокращение использования заемных средств в корпоративном секторе и укрепление рыночной дисциплины неизбежно повлечет за собой дефолт некоторых корпораций, уход с рынка нежизнеспособных компаний, а также списание необслуживаемых кредитов, что потребует дополнительного укрепления банковского сектора. Тем не менее решительные действия в сфере политики в конечном итоге окажутся менее затратными, чем попытка ухода от проблемы.

Укрепление устойчивости и сохранение доверия в странах с формирующимся рынком будет иметь принципиальное значение. Странам с формирующимся рынком необходимо вырваться из кредитного цикла. В условиях замедленного роста и растущей доли заемных средств в корпоративном секторе необходимо строго придерживаться пруденциальных правил, чтобы обеспечить устойчивость корпораций и банков. Более того, важное значение имеет поддержание инвестиционного класса суверенных

инструментов за счет принятия надлежащих мер. Управление любыми всплесками цепного распространения в финансовой сфере требует гибкого и взвешенного использования имеющихся буферных резервов экономической политики.

Приоритетными задачами являются защита от неликвидности рынка и укрепление структур финансового рынка. Необходимо усилить надзор за ликвидностью в сфере управления активами, чтобы избежать риска распродаж активов и требований по погашению.

Существует острая потребность в объединении усилий, направленных на изменение политики, чтобы противостоять возникающим проблемам в условиях неопределенности, с тем чтобы обеспечить финансовую стабильность и более благоприятные перспективы экономического роста. На карту поставлены три процента мирового объема производства.

\*\*\*\*\*

**Хосе Виньялс** — финансовый советник и директор Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ. В прошлом он занимал должность заместителя управляющего Банка Испании и участвовал в работе многих консультативных и политических комитетов в центральном банке и в системе Европейского союза, в том числе занимал пост председателя Комитета по международным отношениям Европейского центрального банка. Он является автором многочисленных публикаций в области макроэкономики, денежно-кредитной политики и финансов.