

АНАЛИТИЧЕСКОЕ РЕЗЮМЕ

В странах с развитой экономикой финансовая стабильность повысилась

Со времени выхода *апрельского Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности 2015 года* в странах с развитой экономикой отмечалось повышение финансовой стабильности. Этот прогресс является следствием укрепления макрофинансовых условий в странах с развитой экономикой по мере расширения подъема, закрепления доверия к денежно-кредитной политике и некоторого уменьшения опасности дефляции в зоне евро.

ФРС США готова повысить процентные ставки, поскольку предварительные условия для подъема почти сложились. Это повышение ставок должно способствовать замедлению дальнейшего накопления эксцессов в принятии финансового риска. Условия кредитования улучшаются, а спрос на кредит снова начинает расти, что частично объясняется доверием к политике Европейского центрального банка (ЕЦБ). В секторах предприятий отмечаются первые признаки улучшения ситуации, вследствие чего может произойти увеличение инвестиций и принятия экономических рисков, в том числе в США и Японии, хотя и с низких уровней.

Риски продолжают перемещаться в сторону стран с формирующимся рынком, повышаются риски рыночной ликвидности

Несмотря на описанные улучшения ситуации в странах с развитой экономикой, в странах с формирующимся рынком по-прежнему отмечается повышенная уязвимость, склонность к принятию риска снизилась, а риски рыночной ликвидности увеличились. Как отмечается в октябрьском выпуске *Перспектив развития мировой экономики (ПРМЭ) 2015 года*, во многих странах с формирующимся рынком укреплены основы политики и повышена устойчивость к внешним потрясениям, но при этом некоторые крупные страны сталкиваются со значительными дисбалансами во внутренней экономике и снижением темпов роста. Чтобы компенсировать самые негативные последствия мирового кризиса, многие страны с формирующимся рынком использовали быстрое увеличение объема кредита. Это увеличение заимствований во многих странах привело к резкому повышению леввериджа частного сектора, особенно в отраслях,

подверженных циклическим колебаниям, что сопровождалось увеличением открытых валютных позиций под все большим влиянием глобальных факторов. Это сочетание роста заимствований и открытых валютных позиций увеличило чувствительность этих стран к ужесточению мировых финансовых условий (см. главу 3).

По мере того как страны с формирующимся рынком приближаются к поздней стадии кредитного цикла, резервные запасы капитала банков становятся меньше, а необслуживаемые кредиты могут начать расти с ухудшением показателей рентабельности предприятий и снижением качества активов. В Китае банки только недавно начали заниматься решением растущих проблем качества активов в связи с возрастающим ослаблением показателей в ключевых областях корпоративного сектора. Такая динамика в банковских системах стран с формирующимся рынком контрастирует с развитием ситуации в странах с развитой экономикой, где в последние годы банки осуществляли сокращение использования заемных средств и занимались восстановлением балансов, увеличением капитала и укреплением механизмов финансирования.

В непростых условиях падения цен на биржевые товары и ослабления роста несколько суверенных заемщиков из числа стран с формирующимся рынком сталкиваются с более высоким риском утраты инвестиционного рейтинга в среднесрочной перспективе. Давление на суверенные рейтинги может усилиться, если государственные органы этих стран будут вынуждены брать на себя условные обязательства государственных предприятий (на которые приходится большая и растущая доля выпуска корпоративных облигаций стран с формирующимся рынком), например, компаний нефтегазовой отрасли и коммунального хозяйства.

Перед директивными органами стоят тройственные проблемы

Перспективы финансовой стабильности в рамках базисного сценария, согласующегося с октябрьским выпуском ПРМЭ 2015 года, характеризуются продолжением циклического подъема, но при низких прогнозных темпах среднесрочного роста как в странах с развитой экономикой, так и в странах с формирующимся рынком. В странах с развитой экономикой улучшение состояния балансов в частном секторе и сохранение адаптивных денежно-кредитных и финансовых условий подтолкнули циклический подъем, но переход на более высокий уровень самоподдерживающегося роста является неполным. Страны с формирующимся рынком сталкиваются со значительными проблемами в адаптации к новым реалиям мировых рынков, находясь в более уязвимом состоянии.

Успешная нормализация финансовых и денежно-кредитных условий принесет выгоды в макроэкономической и финансовой сфере и приведет к значительному

уменьшению рисков снижения темпов роста. В настоящем докладе анализируются перспективы нормализации с рассмотрением трех сценариев: базисного сценария, благоприятного сценария успешной нормализации и сценария со снижением темпов роста, характеризующегося нарушениями нормального функционирования мировых рынков активов. В этом контексте мировые финансовые перспективы осложняются проявившимися в последние несколько месяцев тремя проблемами для политики.

- *Факторы уязвимости стран с формирующимся рынком.* Как показано в ПРМЭ, прогнозируется пятый год снижения темпов роста в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. У многих стран с формирующимся рынком повысилась устойчивость к внешним потрясениям за счет большей гибкости обменного курса, увеличения валютных резервов, большей опоры на потоки ПИИ и внешнее финансирование в национальной валюте, а также благодаря в целом более прочным основам политики. Однако во многих странах с формирующимся рынком балансы компаний и банков оказались раздутыми. Эти компании стали более подвержены влиянию финансовых потрясений, экономического спада и оттока капитала. В некоторых из крупнейших стран с формирующимся рынком ухудшение финансовых показателей предприятий создает опасность усиления порочного круга взаимовлияния суверенов и предприятий, а также корпоративного сектора и банков. 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 факторов финансовой уязвимости и перехода к более рыночной системе — все это является весьма непростым набором задач. Эти задачи становятся еще более насущными в условиях недавних событий на рынках, в том числе снижения цен на биржевые товары, взорвавшегося пузыря фондовых цен и кредитования гарантийных депозитов в Китае, падения цен на фондовые инструменты стран с формирующимся рынком и давления на обменные курсы.
- *Проблемы, унаследованные от кризиса в странах с развитой экономикой.* Необходимо решение проблем, связанных с высоким уровнем государственного и частного долга в странах с развитой экономикой и сохраняющимися пробелами в архитектуре системы в зоне евро, чтобы закрепить финансовую стабильность и не допустить политической напряженности и возникновения факторов, снижающих доверие и препятствующих росту. В зоне евро по-прежнему сохраняется задача устранения остающихся факторов уязвимости суверенных заемщиков и банковского сектора.

- *Слабость системной рыночной ликвидности.* Это обстоятельство создает сложности для адаптации к новому равновесию на рынках и в экономике в более широком плане. Чрезвычайно адаптивная политика способствовала сжатию премий за риск по широкому спектру рынков, в том числе на рынках суверенных облигаций и корпоративных кредитов, а также уменьшению премий за риск ликвидности и фондовый риск. Хотя последние события на рынках привели к некоторому уменьшению этого сжатия, премии за риск еще могут повыситься. В условиях когда ФРС США готова начать постепенный процесс ужесточения денежно-кредитной политики, мировая финансовая система стоит перед лицом беспрецедентной корректировки по мере «нормализации» премий за риск с исторически низких уровней вместе с повышением директивных ставок в условиях скромного циклического подъема. Аномальные условия на рынке должны будут гладко адаптироваться к новой среде. Но имеются риски в случае быстрого повышения премий, особенно принимая во внимание более хрупкие структуры рынков и сосредоточенные в каналах кредитного посредничества факторы уязвимости, которые могут проявиться по мере нормализации финансовых условий (см. главу 2). Это обстоятельство проявилось в недавних эпизодах высокой изменчивости на рынках и нарушений в распределении ликвидности по классам активов в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком.

Для обеспечения «успешной нормализации» требуются надежные меры политики

Относительно слабый базисный прогноз в отношении как финансовой стабильности, так и экономических перспектив, ведет к тому, что баланс рисков остается смещенным в сторону снижения темпов роста. Поэтому обеспечение успешной нормализации финансовых и денежно-кредитных условий и гладкий переход к более высоким темпам роста требуют дальнейших мер политики, направленных на решение насущных задач. Эти меры должны включать следующее.

- Постоянные усилия ФРС США по четкому и последовательному информированию общественности — это позволит добиться гладкой адаптации к повышению процентных ставок в США, что принципиально важно для нормального функционирования мировых финансовых рынков.
- Дальнейшее продвижение в направлении укрепления финансовой архитектуры единой валюты в зоне евро, чтобы повысить доверие рынков и деловых кругов. Решение проблемы избыточных частных долгов и необслуживаемых кредитов банков в зоне евро будет способствовать

оздоровлению состояния банковских финансов и предприятий, а также подтолкнет рост инвестиций.

- Смещение экономического баланса и постепенное уменьшение использования заемных средств в Китае, что потребует большой осторожности, активной приверженности рыночным реформам, а также дальнейшего укрепления финансовой системы.
- В более общем плане — решение как циклических, так и структурных проблем в странах с формирующимся рынком, что будет иметь принципиальное значение в качестве фундамента для улучшения перспектив и повышения стойкости экономики. Официальные органы стран с формирующимся рынком должны регулярно отслеживать открытые валютные позиции предприятий, в том числе по производным инструментам, и использовать микро- и макропруденциальные инструменты, чтобы сдерживать избыточное повышение леввериджа и внешней задолженности.
- Защита от неликвидности и укрепление структур рынков, что является приоритетной задачей, особенно на рынках стран с развитой экономикой.
- Обеспечение надежности и устойчивости банков и комплекса долгосрочных сбережений (в частности, страховых компаний и пенсионных фондов), что имеет исключительно важное значение, как подчеркивается в апрельском ДГФС 2015 года.

За счет новых и смелых мер финансовой политики, подробно описанных в докладе, директивные органы могут внести свой вклад в формирование более динамичной траектории роста и повышение финансовой стабильности, при этом избегая рисков снижения темпов роста. Такой благоприятный сценарий принесет выгоды мировой экономике и приведет к тому, что к 2018 году мировой объем производства повысится на 0,4 процента больше, чем при реализации базисного сценария. Помимо описанных здесь выгод, дальнейшие структурные реформы, способствующие росту, описанные в ПРМЭ, могут создать дополнительную поддержку экономического роста и стабильности.

Возможные потрясения или неверные меры политики могут привести к нарушениям в работе глобального рынка активов

Без проведения мер для обеспечения успешной нормализации потенциальные негативные потрясения или неверные меры политики могут спровоцировать резкое повышение премий за рыночный риск и быстрое снижение доверия к политике. Источником потрясений могут стать страны с развитой экономикой или страны с формирующимся рынком, а в сочетании с наличием неустраненных факторов системной уязвимости это может привести к нарушениям в работе

глобального рынка активов и внезапному истощению рыночной ликвидности во многих классах активов. В описанных условиях может произойти существенное (пусть даже временное) искажение цен на активы с негативными последствиями для финансовой стабильности (см. главу 2). При таком неблагоприятном сценарии значительно более жесткие финансовые условия могут остановить циклический подъем и привести к ослаблению доверия к среднесрочным перспективам роста. Низкий рост в номинальном выражении создаст давление на обремененные долгом балансы суверенных и частных заемщиков, что приведет к росту кредитного риска. Страны с формирующимся рынком окажутся перед лицом более высоких глобальных премий за риск и существенного оттока капитала, что будет создавать особое давление на страны с внутренними дисбалансами. Коэффициенты дефолта корпораций повысятся, особенно в Китае, что увеличит напряженность в финансовой системе с негативным влиянием на рост. Эти события приведут к тому, что снова возникнут риски для балансов суверенных заемщиков, особенно в уязвимых странах Европы, а также сформируется круг негативного взаимовлияния между корпоративными и суверенными рисками в странах с формирующимся рынком. Вследствие этого совокупный мировой объем производства может оказаться к 2017 году на целых 2,4 процента ниже, чем предполагается в базисном сценарии. Это означает более низкий, но еще положительный мировой рост.