



26 сентября 2016 года

## ДОКЛАД ПО ВОПРОСАМ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ, ОКТЯБРЬ 2016 ГОДА

### ГЛАВА 1. ПРОБЛЕМЫ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ В ЭПОХУ НИЗКИХ ТЕМПОВ РОСТА И НИЗКИХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК

## АНАЛИТИЧЕСКОЕ РЕЗЮМЕ

### *Уменьшение краткосрочных рисков*

С момента выхода апрельского выпуска «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» (ДФС) 2016 года произошло ослабление краткосрочных рисков для мировой финансовой стабильности. Цены на биржевые товары повысились со своих минимальных значений в начале года, а продолжающиеся корректировки в странах с формирующимся рынком содействовали восстановлению потоков капитала. Злободневные проблемы, связанные с замедлением роста в Китае, потеряли свою остроту в результате принятых мер экономической политики по обеспечению роста.

В странах с развитой экономикой замедление экономического роста было смягчено перспективами дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики, что поддерживало цены на активы и вызвало некоторое восстановление склонности к риску. Шок, вызванный «брекзитом» (итоги референдума о выходе Соединенного Королевства из состава Европейского союза, состоявшегося в июне 2016 года), первоначально вызвал потрясения на рынке. Впоследствии рынки плавно адаптировались с учетом опасений относительно возможного замедления темпов экономического роста в Великобритании и потенциальных вторичных эффектов.

### *Рост среднесрочных рисков*

Несмотря на снижение рисков в краткосрочной перспективе происходит нарастание среднесрочных рисков. Продолжающееся замедление темпов роста мировой экономики породило на финансовых рынках ожидания длительного периода низкой инфляции и низких процентных ставок, а также переноса нормализации денежно-кредитной политики на еще более поздний срок. Политический климат во многих странах характеризуется неустойчивостью. Отсутствие роста доходов и обострение неравенства открыли дверь для

популистских мер политики с ориентацией на замкнутость. Эти изменения еще больше усложняют решение унаследованных от кризиса проблем, делают страны и рынки более уязвимыми по отношению к шокам и усиливают риск постепенного скатывания в экономическую и финансовую стагнацию. В таких обстоятельствах финансовые организации труднее поддерживать балансы в нормальном состоянии, что снижает экономический рост и финансовую стабильность.

В странах с развитой экономикой финансовые организации сталкиваются с рядом циклических и структурных вызовов и должны приспосабливаться к этой новой эпохе, характеризующейся низкими темпами роста и низкими процентными ставками, а также к изменениям в рыночной и нормативно-правовой среде. Это — серьезные проблемы, которые затрагивают крупные компоненты финансовой системы и могут подорвать финансовую устойчивость в том случае, если их оставить нерешенными.

- Низкая рентабельность может со временем уменьшить резервы банков и подорвать их способность поддерживать рост. Согласно данному докладу циклическое восстановление не решит проблему низкой рентабельности. Свыше 25 процентов банков в странах с развитой экономикой (с объемом активов в размере приблизительно 11,7 трлн долларов США) останутся в ослабленном состоянии и столкнутся с серьезными структурными проблемами. Требуется более глубокие реформы и системное управление, особенно в случае европейских банков. Перед японскими банками также стоят значительные проблемы, связанные с их бизнес-моделями. Эти банки расширяют свою деятельность за рубежом, чтобы компенсировать низкие показатели рентабельности и внутреннего спроса, однако в результате этого они подвергаются еще большему риску, связанному с финансированием в долларах США. Перебои в финансировании в долларах США могут вынудить японские банки сократить объемы кредитования и инвестиций за рубежом.
- Платежеспособности многих компаний по страхованию жизни и пенсионных фондов угрожает затянувшийся период низких процентных ставок. Низкие процентные ставки усугубляют проблемы, унаследованные многими страховыми компаниями и пенсионными фондами, наравне с проблемами, проистекающими из старения населения и низкими или изменчивыми показателями доходности активов. Более глубокая обеспокоенность относительно этих важных организаций, работающих с долгосрочными сбережениями и инвестициями, может дать толчок еще более активному сбережению средств и тем самым усилить эффект финансовой и экономической стагнации.

Страны с формирующимся рынком также адаптируются к более низким темпам роста мировой экономики, снижению цен на биржевые товары и сокращению

объемов мировой торговли. Текущие благоприятные внешние условия, в том числе низкие процентные ставки и глобальный поиск возможностей для инвестирования, открывает перед компаниями, обремененными чрезмерными долгами, возможности по реструктуризации своих балансов. Во многих из этих стран показатели доли заемных средств у предприятий (леверидж), возможно, достигают пиков, поскольку компании сократили объем инвестиций вследствие снижения цен на биржевые товары и ослабления спроса.

Вызов, стоящий перед многими странами с формирующимся рынком, связан с обеспечением плавного сокращения доли заемных средств в ослабленных балансах предприятий. Приблизительно 11 процентов долга предприятий (свыше 400 млрд долларов США) находится у компаний с низким потенциалом погашения долга. Согласно нашему базисному сценарию, объем задолженности снижается лишь постепенно, поскольку высокие уровни долга и избыток мощностей затрудняют возможности по решению этой проблемы за счет одного роста и делают их чувствительными к негативным изменениям на внешнем или внутреннем рынках. Неупорядоченная корректировка по-прежнему возможна в случае роста глобальных премий за риск и падения прибыли. Такой сценарий привел бы к истощению банковских резервов в некоторых странах с формирующимся рынком.

Сохранение быстрых темпов роста кредита в Китае и увеличение объема теневого банковского сектора являются источниками нарастающих рисков для финансовой стабильности. Быстро растущая финансовая система имеет все более высокий леверидж и становится все более взаимосвязанной, а множество инновационных инвестиционных механизмов и продуктов делают ее еще более сложной. Как указывалось в апрельском выпуске ДГФС в 2016 году, показатель долга предприятий, сопряженного с риском, остается высоким, а базовые риски, проистекающие из кредитных позиций, не связанных со ссудами, усугубляют эти проблемы.

#### ***Для укрепления стабильности требуются более действенные и скоординированные меры экономической политики***

Директивным органам требуется применять более действенный и сбалансированный набор мер экономической политики для обеспечения уверенной динамики роста и финансовой стабильности. Финансовые рынки воспользовались восстановлением склонности к принятию риска вследствие беспрецедентных мер, предпринятых центральными банками. Хотя для поддержания восстановления по-прежнему требуется проведение адаптивной денежно-кредитной политики, более комплексный пакет мер экономической политики облегчил бы растущее бремя, возлагаемое на центральные банки. Некоторые меры денежно-кредитной политики, такие как отрицательные процентные ставки, приближаются к пределам своей эффективности, а побочные

эффекты низких ставок усиливаются в отношении банков и других финансовых организаций в среднесрочной перспективе. Существует безотлагательная потребность в реализации денежно-кредитных и структурных мер политики для укрепления доверия и активизации роста мировой экономики, а также в применении инструментов макропруденциальной политики для укрепления основ мировой финансовой системы. Это могло бы помочь избежать сползания в финансовую и экономическую стагнацию. Финансовая стагнация и реализация протекционистского сценария могут привести к падению объема мирового производства приблизительно на 3 процента в период до конца 2021 года.

Необходимо решить ряд актуальных глобальных проблем для того, чтобы мировая финансовая система по-прежнему была в состоянии содействовать восстановлению экономики и поддержанию устойчивости, достигнутой большой ценой. Успехи в следующих областях, вместе с более сбалансированным сочетанием мер макроэкономической политики, определенных в октябрьских выпусках *«Перспектив развития мировой экономики»* и *«Бюджетного вестник»* 2016 года, способствовали бы укреплению благотворной связи между финансовыми рынками и реальным сектором экономики. Урегулирование чрезмерной задолженности в эпоху низкого номинального роста, скорее всего, также потребует принятия мер налогово-бюджетной политики, благоприятствующих росту, для поддержания экономической деятельности и создания стимулов для реструктуризации долга частного сектора при одновременном содействии восстановлению банковских балансов.

Банки должны приспособиться к этим новым условиям, характеризующимся низким ростом и низкими процентными ставками, за счет сокращения больших объемов унаследованных проблемных кредитов и оптимизации балансов и отраслевых структур. Это потребует корректировки устаревших бизнес-моделей для поддержания уровня рентабельности, а также адаптации к новым реалиям работы и нормативным требованиям. В некоторых случаях слабым банкам придется уйти, а банковским системам — сократить свои масштабы. Это важно для того, чтобы обеспечить оставшиеся банки достаточным объемом спроса на кредит для обеспечения динамичной и прочной банковской системы, которая будет в состоянии наращивать и поддерживать свои увеличенные резервы капитала и ликвидности. Директивные органы могут помочь снизить неопределенность посредством доведения до конца реформы системы регулирования без существенного увеличения общих требований к капиталу с одновременным сохранением целостности основы капитала.

- В зоне евро избыточный объем необслуживаемых кредитов и структурные факторы, тормозящие рост рентабельности, требуют безотлагательных и комплексных мер. Сокращение объема необслуживаемых кредитов и устранение недостаточности капитала в слабых банках является приоритетной

задачей. Реформы, ускоряющие темпы восстановления активов и способствующие внедрению менее обременительных процедур несостоятельности, принесут большую отдачу. Для еврозоны в целом продажа необслуживаемых кредитов в результате таких реформ приведет к тому, что чистое воздействие на стоимость капитала изменится с убытков в размере приблизительно 80 млрд евро на прирост в размере порядка 60 млрд евро. Повышение эффективности работы за счет оптимизации филиальных сетей вместе с более совершенным сочетанием инструментов финансирования и улучшенными показателями расходов могли бы сократить общий объем расходов банков приблизительно на 40 млрд долларов США.

- В Японии требуется активизация надзорной деятельности для поддержания банками соответствующего уровня рентабельности и надежной структуры финансирования для того, чтобы соответствовать требованиям меняющихся нормативных стандартов в мире.
- Необходимо снижать неопределенность в нормативной сфере и избегать проциклических результатов. Система нормативов достаточности капитала Базель-III стала краеугольным камнем в программе реформ в период после кризиса и привела к повышению устойчивости банковских систем в результате ее поэтапной реализации. Программа оценки соответствия нормативной базы, запущенная для осуществления контроля за последовательным внедрением нормативов в разных странах, выявила наличие чрезмерной изменчивости весовых коэффициентов риска в разных банках, применяющих внутренние модели. Решение этой проблемы существенной изменчивости, необходимое для обеспечения надежности взвешенной по риску основы и сопоставимости ее результатов, является неотъемлемой частью программы реформ. Лучше прийти к соглашению по устойчивой основе капитала, взвешенного по риску, даже в том случае, если для такого соглашения потребуется больше времени, чем позволить выхолостить или свернуть эту основу для того, чтобы выполнить непростые условия, ограничивающие какое-либо дальнейшее увеличение общих требований к капиталу, и обеспечить соблюдение крайнего срока, установленного на конец 2016 года. Возможно, также потребуется поэтапная реализация, растянутая на более длительный срок, во избежание вероятных проциклических последствий в нынешних условиях.
- Укрепление положения компаний по страхованию жизни и пенсионных фондов остается критически важной задачей. Продолжительный период низких темпов роста и низких процентных ставок создает значительные трудности для организаций, занимающихся долгосрочными инвестициями и сбережением, таких как страховые компании и пенсионные фонды. Органам регулирования и надзора следует предпринять безотлагательные меры для

поддержания прочных балансов страховых компаний и пенсионных фондов, в том числе путем определения рисков несостоятельности и разрывов в финансировании в среднесрочной перспективе с одновременным усилением программы реформ для ужесточения стандартов по внутренним моделям и основам капитала и повышения степени прозрачности.

Странам с формирующимся рынком следует воспользоваться благоприятными внешними условиями для осуществления активного контроля за факторами уязвимости предприятий и их устранения, в частности тех, которые проистекают из чрезмерного леввериджа и позиций в иностранной валюте. Необходимо предпринять действия по трем направлениям: (1) управление последствиями критических ситуаций на предприятиях посредством принятия быстрых и прозрачных мер по признанию необслуживаемых кредитов и укрепления основ несостоятельности; (2) укрепление потенциала по надзору и реагированию путем реформирования макропруденциальных и надзорных основ; и (3) обеспечение бесперебойного доступа к международным финансовым услугам, в том числе посредством укрепления режимов надзора и регулирования, помогающих ослабить восприятие риска, в том числе тех структур, которые поддерживают корреспондентские банковские операции.

Последние реформы, предпринятые официальными органами Китая, привели к более сбалансированному росту и усилению роли рыночных сил, что сделало экономику и финансовую систему Китая более устойчивой. Тем не менее, проблема избыточного долга предприятий и прочие усиливающиеся факторы уязвимости финансового сектора Китая должны быть устранены в срочном порядке в рамках комплексного подхода, направленного на содействие сокращению леввериджа и совершенствование системы надзора. Сдерживание чрезмерного роста кредита, в том числе в виде теневых кредитных продуктов с более высоким риском, и обеспечение наличия устойчивого механизма межбанковского финансирования снизили бы вероятность возникновения системного стресса и вторичных эффектов.

Глобальным организациям предстоит сыграть определенную роль в стимулировании всеобъемлющего роста и поощрения открытого диалога по вопросу глобализации. Многие страны получили бы макроэкономические выгоды в виде более высоких темпов роста в результате предоставления более широкого доступа к банковским услугам компаниям и населению. Устранение гендерных разрывов в сфере операций со счетами и повышение многообразия вкладчиков могут привести к более масштабным экономическим выгодам и одновременно создать возможности для малоимущих.

### ***Воздействие денежно-кредитной политики меняется, но не ослабевает в результате роста небанковского финансирования***

Значительная перемена, произошедшая на мировых финансовых рынках в последнее десятилетие, связана с усилением роли небанковских финансовых посредников, таких как компании по управлению активами, страховые компании и пенсионные фонды. Хотя и звучали опасения о снижении результативности денежно-кредитной политики с учетом растущей роли небанковского финансирования, по всей видимости, эти страхи являются необоснованными. Действительно, в главе 2 делается вывод о том, что в среднем механизм передачи воздействия денежно-кредитной политики, скорее всего, действует сильнее в странах с более масштабным небанковским финансовым сектором. При ужесточении денежно-кредитной политики небанковские организации обычно сокращают свои балансы даже в большей мере, чем банки — такое поведение отчасти объясняется воздействием денежно-кредитной политики на принятие риска.

Низкие процентные ставки, вероятно, создали условия для большего принятия риска как банками, так и небанковскими финансовыми посредниками. Однако сочетание слабых банковских балансов и более жесткого банковского регулирования может означать то, что небанковские организации сейчас играют более важную роль в передаче воздействия денежно-кредитной политики, поскольку канал принятия риска денежно-кредитной политики стал более значимым, а компании, управляющие активами, начали играть более заметную роль в финансовом посредничестве. В результате этого воздействие изменений в денежно-кредитной политике на реальную экономику может стать более стремительным и заметным. Это указывает на то, что пруденциальные и регулирующие органы должны проявлять большую бдительность, а центральные банки — неуклонно вести переоценку масштабов и сроков применения мер денежно-кредитной политики, поскольку их эффект и скорость передачи их воздействия изменяются, особенно в условиях, характеризующихся появлением новых вызовов для финансовой стабильности.

С учетом роста небанковского финансового сектора, информация, содержащаяся в балансах небанковских организаций, может быть, по меньшей мере, такой же полезной, как традиционные показатели денежно-кредитных агрегатов. В этой связи крайне необходимо улучшить сбор данных по небанковским организациям.

### ***Дальнейшая реформа сферы корпоративного управления в странах с формирующимся рынком поможет повысить устойчивость к шокам***

Успевают ли прогресс в институциональной сфере, достигнутый в странах с формирующимся рынком, в том числе в области корпоративного управления и защиты инвесторов, за процессом их интеграции в международную финансовую

систему в части укрепления их устойчивости к внешним шокам? В главе 3 делается вывод о том, что за последние два десятилетия корпоративное управление и защита инвесторов в странах с формирующимся рынком в целом улучшились. Эти успехи очевидны как на национальном уровне, так и на уровне предприятий. Вместе с тем, между разными странами с формирующимся рынком есть важные различия, и существует потенциал для дальнейшего улучшения.

Анализ показывает, что более надежные основы корпоративного управления и защиты инвесторов повышают устойчивость стран с формирующимся рынком к мировым финансовым шокам, что является вопросом особой значимости в контексте новой фазы, в которую сейчас вступает мировая финансовая система. Например, падение цен на акции, последовавшее за «брекзитом», было относительно более масштабным в странах с формирующимся рынком с более низкими стандартами корпоративного управления. Повышение качества корпоративного управления повышает эффективность рынка акционерного капитала и способствует формированию более глубоких и более ликвидных рынков капитала, что позволяет им лучше выдерживать шоки. Страны с формирующимся рынком, имеющие более качественные системы корпоративного управления, как правило, также характеризуются более прочными балансами предприятий.

Меры политики, направленные на укрепление прав внешних инвесторов, в особенности миноритарных акционеров, приведение требований по раскрытию информации в полное соответствие с международной передовой практикой и содействие большей независимости членов правлений предприятий, скорее всего, положительно скажутся на финансовой стабильности.