

Впереди непростой путь для глобальной финансовой системы

Тобиас Адриан

18 апреля 2018 года



Неожиданное повышение инфляции в США может заставить ФРС и другие центральные банки повысить процентные ставки быстрее, чем это предполагается сейчас, вызвав потрясения на финансовых рынках (фото: Tom Williams/CQ Roll Call/Newscom).

Текущие экономические условия остаются благоприятными, но краткосрочные риски для мировой финансовой стабильности за последние шесть месяцев возросли в результате всплеска волатильности фондового рынка в феврале, сохраняющихся опасений инвесторов относительно усиления напряженности в геополитической сфере и в торговле. В будущем вероятность спада остается повышенной, есть даже небольшой шанс спада мировой экономики в среднесрочной перспективе.

Директивным органам следует воспользоваться этой благоприятной ситуацией, чтобы принять меры для снижения рисков. Для стран с формирующимся рынком это означает повышение основных экономических

показателей и резервов для защиты от внешних шоков; для стран с развитой экономикой это означает применение и развитие своих инструментов регулятивной и финансовой политики и реализацию планов по укреплению финансовых организаций.

Оценка мировой финансовой стабильности, содержащаяся в последнем [«Докладе по вопросам глобальной финансовой стабильности»](#) (ДГФС), основана на [новом подходе анализа «риска для роста»](#), который увязывает финансовые условия и распределение вероятностей будущего экономического роста. С учетом нынешних финансовых условий риски для финансовой стабильности и роста являются высокими в среднесрочной перспективе. Это объясняется тем обстоятельством, что в последние годы низкие процентные ставки, которые были необходимы для поддержки экономического роста, привели к формированию среды, в которой возникают факторы уязвимости. Эта уязвимость может усилить следующий экономический спад, а также сделать предстоящий путь непростым.

Как сегодняшние факторы финансовой уязвимости могут сделать предстоящий путь неровным? Более крупные дисбалансы означают, что любой шок для экономической или финансовой системы может привести к более болезненной корректировке. Например, более быстрое, чем ожидалось, повышение инфляции в США может заставить ФРС и другие центральные банки быстрее свернуть мягкую денежно-кредитную политику, чем это предполагается сейчас, а это, возможно, приведет к потрясениям на финансовых рынках. Другой риск заключается в более широкой эскалации протекционистских мер, которая может сказаться на финансовых рынках, а также на росте. В обоих случаях внезапное снижение цен на активы может выявить уязвимость в финансовой системе.

В ДГФС определяются три сферы уязвимости: снижение качества кредита; связанная с внешним долгом уязвимость в странах с формирующимся рынком и странах с низкими доходами; и несоответствия в долларовой ликвидности банков за пределами США. Рассмотрим каждую из них по очереди.

- **Снижение качества кредита.** Все чаще менее кредитоспособные компании могут заимствовать средства на финансовых рынках. Мировой объем так называемых кредитов с леввериджем, предоставленных более рискованным компаниям и фирмам с высокой закредитованностью, в прошлом году вырос до рекордной величины в 788 млрд долларов. Аналогичные тенденции наблюдаются и на рынках корпоративных облигаций, где на компании США и зоны евро с более низким рейтингом приходится растущая доля облигаций.

Кредиты с левериджем

Мировой объем кредитов с левериджем достиг рекордной величины, а меры защиты инвесторов, известные как условия, ослабевают.



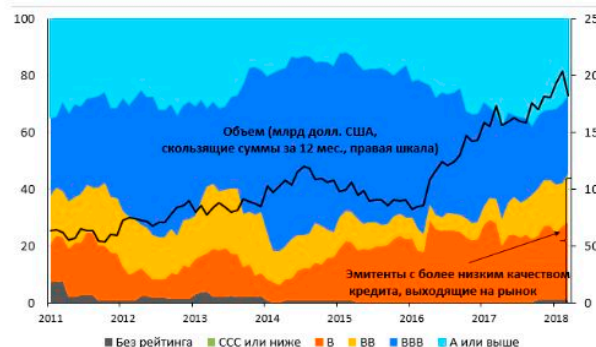
Источники: Moody's, Standard & Poor's Leveraged Commentary and Data, оценки персонала МВФ.



Меняющаяся структура кредита

Низкие процентные ставки предоставляют более слабым эмитентам доступ к международным кредитным рынкам.

(Суверенный выпуск международных облигаций странами с формирующимся рынком по рейтингам, в процентах от общего объема)



Источники: Bloomberg Finance L.P., Bond Radar, оценки персонала МВФ.

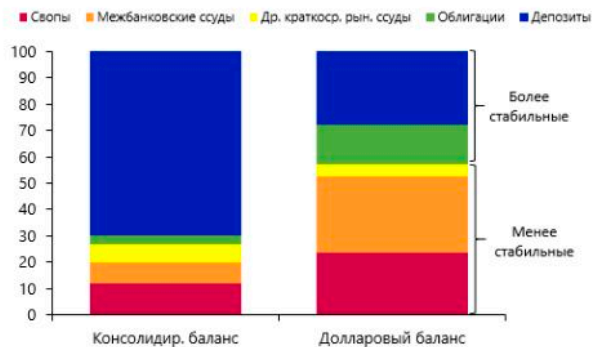


- Внешний долг в странах с формирующимся рынком и странах с низкими доходами.** В последние годы потоки иностранного капитала оставались активными, при этом благоприятными условиями внешнего финансирования воспользовалось большее число стран с формирующимся рынком и стран с низкими доходами. Но когда прилив глобальной ликвидности уменьшится, приток в страны с формирующимся рынком может упасть на 60 млрд долл. в год, что равно примерно одному кварталу общих годовых объемов в 2010–2017 годах. При таком сценарии менее кредитоспособные заемщики могут испытать относительно более значительный отток. Могут пострадать страны с низкими доходами, поскольку из них свыше 40 процентов подвержены более высокому риску кризиса задолженности.

Долларовые дисбалансы

Неамериканские банки часто используют краткосрочное оптовое финансирование.

(структура финансирования неамериканских банков, в процентах от общего объема, на IV кв. 2016 года)



Источники: Банк международных расчетов; финансовая отчетность банков; Банк Японии; Федеральный совет по надзору за финансовыми организациями; S&P Global Market Intelligence; оценки и анализ персонала МВФ.



- Несоответствия в долларовой ликвидности банков за пределами США.** В целом банки более устойчивы, чем это было перед мировым финансовым кризисом. Но неамериканские банки, проводящие международные операции, используют краткосрочные или оптовые источники для получения около 70 процентов долларового финансирования. Кроме того, эти долларовые обязательства не всегда точно соответствуют активам в долларах по величине или срокам. Это может оставить банки уязвимыми по отношению к проблемам долларового финансирования в случае неожиданного ужесточения финансовых условий и трудностей на рынках.

В ДГФС отдельно рассматривается вопрос о повышении роли криптоактивов. Некоторые из технологий, лежащих в основе этих активов, обладают возможностями сделать инфраструктуру финансового рынка, например, платежные системы, более эффективной. Однако криптоактивы также страдают от мошеннических действий, нарушений системы безопасности и операционных сбоев, и связаны с незаконной деятельностью. Хотя ограниченная величина криптоактивов указывает на то, что они в настоящее время практически не создают риска для финансовой стабильности, риски могут увеличиться, если эти активы получают более широкое распространение без надлежащих защитных механизмов.

Возможные варианты политики

Директивные органы должны воспользоваться сегодняшними благоприятными условиями для принятия защитных мер от надвигающихся финансовых рисков.

- Центральным банкам следует постепенно сворачивать мягкую денежно-кредитную политику, если это целесообразно, и четко информировать о своих решениях.
- Органам регулирования следует устранять финансовые факторы уязвимости за счет применения и развития своих инструментов регулятивной и финансовой политики.
- Директивным органам следует обеспечить завершение посткризисной программы реформ регулирования и противостоять призывам к сворачиванию этих реформ.
- Странам с формирующимся рынком и странам с низкими доходами следует накапливать резервы и наращивать бюджетные буферные резервы для защиты от внешних рисков.

Подъем мировой экономики до настоящего времени был устойчивым по отношению к выраженным колебаниям на финансовых рынках, но инвесторам и представителям директивных органов не следует по этому поводу чувствовать себя слишком комфортно. Им следует по-прежнему учитывать риски, связанные с повышением процентных ставок, увеличением волатильности и ростом протекционизма. Дорога впереди вполне может оказаться неровной.

Объяснение новой модели «риска для роста» см. [здесь](#).



Тобиас Адриан — финансовый советник и директор Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ. В этом качестве он возглавляет работу МВФ в сфере надзора за финансовым сектором, денежно-кредитной и макропруденциальной политики, финансового регулирования, управления долгом и рынков капитала. Он также курирует развитие потенциала в государствах-членах МВФ. До начала работы в МВФ г-н Адриан занимал должность старшего вице-президента Федерального резервного банка Нью-Йорка и заместителя директора Группы исследований и статистики.

Г-н Адриан преподавал в Принстонском университете и Университете Нью-Йорка и имеет множество публикаций в экономических и финансовых журналах, в том числе в *American Economic Review*, *Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics* и *Review of Financial Studies*. Он имеет докторскую степень Массачусетского технологического института, магистерскую степень Лондонской школы экономики, диплом Университета Гёте во Франкфурте и степень бакалавра Университета Дофин в Париже. Он получил аттестат о среднем образовании по литературе и математике в школе Гумбольдта в Бад-Хомбурге.