

Снижение рисков на ближайшую перспективу

Мировая финансовая система продолжает укрепляться благодаря чрезвычайной поддержке со стороны мер политики, улучшениям в системах регулирования и циклическому подъему экономического роста. Финансовое состояние банков во многих странах с развитой экономикой продолжает улучшаться, по мере того как продвигается процесс урегулирования некоторых более слабых банков, в то время как большинство организаций, имеющих системную значимость, адаптируют свои бизнес-модели и восстанавливают рентабельность. Повышение экономической активности в мире, рассматриваемое в октябрьском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» (ПРМЭ) 2017 года, укрепило уверенность участников рынков, одновременно уменьшив угрозы для финансовой стабильности в краткосрочной перспективе.

Однако, помимо этих недавних улучшений, ситуация, в которой продолжается мягкая денежно-кредитной политика, необходимая для поддержания активности и повышения инфляции, также ведет к повышению стоимости активов и увеличению левериджа. Риски для финансовой стабильности перемещаются из банковской системы в сторону небанковских и рыночных секторов финансовой системы. Такое развитие ситуации и риски требуют тщательно сбалансированного сочетания неизбежной нормализации денежно-кредитной политики и одновременного предотвращения дальнейшего накопления финансовых рисков за пределами банковского сектора наряду с решением оставшихся проблем, унаследованных после кризиса.

Две стороны нормализации денежно-кредитной политики

Базисный сценарий динамики мировой экономики, прогнозируемый центральными банками и финансовыми рынками, предусматривает дальнейшую поддержку со стороны мягкой денежно-кредитной политики, поскольку ожидается, что уровень инфляции будет восстанавливаться лишь медленными темпами. Поэтому постепенное продвижение в сторону нормализации денежно-кредитной политики, вероятно, займет несколько лет. Слишком быстрые темпы нормализации привели бы к устранению необходимой поддержки устойчивого подъема и желательного повышения базовой инфляции в крупнейших странах. Нетрадиционная денежно-кредитная политика и количественное смягчение в денежно-кредитной сфере спровоцировали значительные изменения в структуре портфелей в частном секторе и в различных странах, что привело к значительно меньшей предсказуемости в корректировке финансовых рынков, чем в предыдущих циклах. Резкие или несвоевременные сдвиги могут вызывать нежелательные потрясения на финансовых рынках и распространяться на другие страны и рынки. В то же время продолжительная денежно-кредитная поддержка, предусматриваемая в крупнейших странах, может привести к накоплению дальнейших финансовых эксцессов. По мере усиления погони за доходностью факторы уязвимости перемещаются в межбанковский сектор, и происходит повышение рыночных рисков. Слишком большие объемы денег движутся в поиске слишком малого количества высокодоходных активов: менее 5 процентов (1,8 трлн долларов) текущего объема мировых активов инвестиционного класса с фиксированным доходом приносят более 4 процентов по сравнению с 80 процентами (15,8 трлн долларов) до кризиса. На некоторых рынках обнаруживается завышение стоимости активов по мере того, как инвесторы вынуждены выходить за рамки своих естественных границ риска и принимать более высокий кредитный риск и риск ликвидности для повышения дохода.

В то же время повышается уровень задолженности среди крупнейших стран мира. В Группе двадцати в целом леверидж в нефинансовом секторе сейчас выше, чем до мирового финансового кризиса. Это способствовало стимулированию экономического подъема, но в результате нефинансовый сектор оказался более уязвимым по отношению к изменениям в процентных ставках. Повышение левериджа привело к росту коэффициентов обслуживания долга в частном секторе некоторых крупнейших экономик, несмотря на низкий уровень процентных ставок. В некоторых странах и отраслях это привело к напряжению потенциала обслуживания долга среди более слабых заемщиков. Тяжесть обслуживания долга и уровни долга в частном

нефинансовом секторе уже высоки в нескольких ведущих странах (Австралия, Канада, Китай, Корея), что повышает их чувствительность к ужесточению финансовых условий и снижению экономической активности.

Основная задача, стоящая перед директивными органами, заключается в обеспечении того, чтобы повышение финансовой уязвимости оставалось в приемлемых рамках, а денежно-кредитная политика продолжала поддерживать мировой подъем. В противном случае усиление долговой нагрузки и чрезмерно завышенные цены на активы могут в перспективе подорвать доверие рынков и привести к таким последствиям, которые способны создать опасность для мирового экономического роста. В настоящем докладе рассматривается сценарий снижения темпов роста, в котором переоценка рисков ведет к резкому повышению стоимости кредита, падению цен на активы и выводу средств из стран с формирующимся рынком. Экономическое воздействие такого ужесточения финансовых условий в мире будет значительным (в размере примерно одной трети влияния мирового финансового кризиса) и более обширным (мировой объем производства упадет на 1,7 процента по сравнению с базисным прогнозом ПРМЭ с неоднородным распределением эффектов между странами). Тенденция к нормализации денежно-кредитной политики повернет вспять в США и приостановится в других странах. Непропорционально сильные последствия испытают страны с формирующимся рынком, что, по оценкам, приведет к уменьшению потоков портфельных инвестиций на 100 млрд долларов за четыре квартала. Наибольший удар по капиталу банков будет отмечаться там, где левверидж является самым высоким, и где банки имеют наибольшие позиции по отношению к секторам жилья и предприятий.

Снижение леввериджа в Китае — трудности впереди

Стойкий рост в Китае и ужесточение политики в финансовом секторе в последние кварталы уменьшило беспокойство в связи с возможным замедлением роста в краткосрочной перспективе и негативными вторичными эффектами для мировой экономики. Однако размеры, сложность и темпы роста в финансовой системе Китая указывают на повышенные риски для финансовой стабильности. Активы банковского сектора увеличились с 240 процентов ВВП в конце 2012 года до 310 процентов ВВП. Кроме того, расширение использования краткосрочного оптового финансирования и «теневого кредита» фирмам привело к повышению уязвимости банков. Государство столкнулось с необходимостью точно сбалансировать ужесточение политики в финансовом секторе и замедление экономического роста. Снижение темпов роста теневого кредита, даже умеренное, негативно скажется на рентабельности и более широком предоставлении кредита мелкими и средними банками.

Улучшение финансового положения глобальных банков

Финансовое положение глобальных системно значимых банков (ГСЗБ) продолжает улучшаться. Их балансы укрепились благодаря увеличению буферных запасов капитала и ликвидности в условиях более жестких норм регулирования и усиления рыночного контроля. Достигнуты существенные успехи в решении проблем, унаследованных после кризиса, и вопросов реструктуризации. В то же время, хотя многие банки повысили свою рентабельность за счет переориентации бизнес-моделей, несколько таких банков продолжают страдать от унаследованных проблем и недостатков своих бизнес-моделей. Банки, на которые приходится примерно 17 трлн долларов активов, или приблизительно одна треть общей суммы активов ГСЗБ, могут по-прежнему иметь недостаточный для долгосрочной устойчивости уровень прибыли, даже в 2019 году. Поскольку проблемы даже в одном ГСЗБ могут вызвать потрясения системного характера, действия органов надзора должны и далее быть сосредоточены на рисках, создаваемых бизнес-моделями, и достижении устойчивого уровня рентабельности. Компании по страхованию жизни также адаптировали стратегии своей деятельности в условиях низкой доходности после мирового финансового кризиса. Это делалось за счет уменьшения оставшихся после кризиса позиций, изменения состава позиций с уменьшением доли инструментов с высокими гарантированными доходами и поиска более высокой доходности в рамках инвестиционных портфелей. Тем временем органам надзора необходимо отслеживать повышение подверженности рыночным и кредитным рискам.

Директивные органы должны предпринимать упреждающие меры

Директивным органам следует воспользоваться улучшением мировых экономических перспектив и не допускать самоуспокоенности, противодействуя усилению среднесрочных факторов уязвимости.

Директивным органам и органам регулирования необходимо полностью решить проблемы, унаследованные от кризиса, и добиться того, чтобы банки и страховые компании в странах с развитой экономикой укрепили свои балансы. Это предусматривает введение в действие основы урегулирования для международных банков, сосредоточение внимания на рисках, обусловленных слабостью банковских бизнес-моделей, для обеспечения устойчивой рентабельности и завершения внедрения системы «Базель-III». Требуется улучшить основы регулирования для компаний по страхованию жизни в целях повышения прозрачности в отчетности и создания стимулов к достижению большей устойчивости. Необходимы общемировые и согласованные меры политики для достижения устойчивости к кибератакам (см. вставку 1.2).

Крупнейшие центральные банки должны обеспечить плавную нормализацию денежно-кредитной политики с помощью надлежащим образом освещаемых планов сокращения ими своих запасов ценных бумаг и ориентиров в отношении будущих изменений в основах политики. Четкое информирование о направлениях изменений в политике будет способствовать фиксации рыночных ожиданий и предотвращению излишней дезорганизации или изменчивости на рынках.

Органам финансового регулирования следует применить макропруденциальные меры и рассмотреть возможность расширения границ таких инструментов в целях сдерживания повышающегося леввериджа и ограничения растущих рисков для стабильности. Например, следует ввести и (или) усилить меры, ориентированные на заемщиков, чтобы замедлить динамику в быстро растущих сегментах с завышенной стоимостью активов, а в стресс-тестах для банков должны предусматриваться более сильные потрясения цен на активы. Следует повысить нормы достаточности капитала для банков, которые имеют более крупные позиции по отношению к уязвимым заемщикам, что создаст защиту по уже накопленным позициям и будет служить для банков стимулом к предоставлению новых кредитов менее рискованным отраслям.

Следует укрепить регулирование небанковского финансового сектора, чтобы ограничить перемещение рисков и чрезмерное финансирование за счет рынка капитала. Требуется ускорить переход к надзору, основанному на риске, и ввести гармонизированное регулирование страховых компаний, в котором особое внимание уделялось бы капиталу. В сегментах с высоким леввериджем необходимо ввести более жесткие нормы макропруденциального регулирования.

Необходимо решить проблему чрезмерной задолженности, особенно среди крупнейших заемщиков как потенциальных источников потрясений. Создание отрицательных стимулов к дальнейшему накоплению задолженности с помощью мер, подталкивающих к коммерческим инвестициям и противодействующих долговому финансированию, будет способствовать меньшему принятию финансовых рисков.

Странам с формирующимся рынком следует и далее пользоваться благоприятными внешними условиями для повышения своей устойчивости, в том числе за счет дальнейшего укрепления своих внешних позиций по мере необходимости и уменьшения леввериджа предприятий, если он находится на высоком уровне. Благодаря этому данные страны будут в большей мере готовы выдержать уменьшение притока капитала в результате нормализации денежно-кредитной политики в странах с развитой экономикой или снижения склонности к принятию риска на глобальном уровне. Аналогичным образом, в странах-заемщиках из числа стран с пограничной экономикой или низкими доходами следует развивать институциональный потенциал для работы с рисками, создаваемыми выпуском обращающихся ценных бумаг, в том числе разрабатывать комплексные среднесрочные стратегии управления долгом. Благодаря этому они смогут воспользоваться более широким развитием финансовых рынков и доступом на такие рынки, одновременно ограничивая связанные с этим риски.

В Китае официальные органы предприняли позитивные шаги по уменьшению рисков в финансовой системе, но здесь предстоит дальнейшая работа. Факторы уязвимости будет трудно устранить без замедления роста кредита. Недавно введенные меры политики, направленные на улучшение управления риском и повышение степени прозрачности банковской системы, а также на уменьшение накапливаемых в теневой

кредитной деятельности банков рисков, связанных с трансформацией сроков и ликвидности, имеют принципиальное значение и должны продолжаться. При этом меры политики должны также быть направлены на балансовые факторы уязвимости в слабых банках. Приверженность государства задаче снижения леввериджа предприятий достойна одобрения, и она должна оставаться одним из приоритетных направлений в рамках более общей деятельности по защите экономики от последствий замедления роста кредита.

Хотя в послекризисный период достигнуты значительные успехи в разработке ответных мер политики, продвижение остается неравномерным в разных отраслях, и несколько вопросов структуры этих мер и их осуществления остаются нерешенными. Принципиально важно завершить разработку и осуществить эти меры реформ, чтобы свести к минимуму вероятность еще одного разрушительного кризиса. Завершение программы реформ также позволит директивным органам провести комплексную оценку влияния этих реформ и тонкую настройку согласованных мер. Благодаря этому они смогут устранить любые существенные непредусмотренные последствия, которые может повлечь за собой совместное проведение этих мер для предоставления важнейших финансовых услуг. Это критически важно, чтобы постоянно убеждаться в том, что реформы достигают своих целей, и противодействовать возникающим требованиям о свертывании этих мер, которое может сделать финансовую систему лишь более уязвимой.

И наконец, проведение структурных реформ и поддерживающих мер налогово-бюджетной политики (как рассматривается во вставке 1 по сценариям октябрьского выпуска *«Перспектив развития мировой экономики»* 2017 года) приведет к повышению мирового роста и создаст положительные вторичные эффекты для экономики, содействуя деятельности в рамках политики в отношении финансового сектора.

Задолженность домашних хозяйств и экономический рост

В главе 2 анализируются краткосрочное и среднесрочное влияние повышения задолженности домашних хозяйств в последние десятилетия на экономический рост и финансовую стабильность. В названной главе приводятся свидетельства значительных расхождений в отношениях задолженности населения к ВВП между странами при наличии общей повышательной траектории, ослабленной, но не переломленной мировым финансовым кризисом. В странах с развитой экономикой, с заметными исключениями, величина задолженности домашних хозяйств относительно ВВП постепенно повышалась с 35 процентов в 1980 году до примерно 65 процентов в 2016 году и продолжала расти со времени мирового финансового кризиса, хотя и более низкими темпами. В странах с формирующейся рыночной экономикой этот коэффициент по-прежнему намного ниже, но он повысился относительно быстрее за более короткий период, увеличившись с 5 процентов в 1995 году до примерно 20 процентов в 2016 году. Кроме того, темпы этого роста в большинстве случаев не снижались в последние годы. В главе показано существование компромиссного выбора между краткосрочным стимулированием роста за счет увеличения задолженности населения и среднесрочным риском для макроэкономической и финансовой стабильности, который может привести к снижению роста, потребления и занятости и повышению вероятности банковских кризисов. Этот компромисс обостряется, когда задолженность домашних хозяйств выше, и может смягчаться сочетанием надлежащих мер политики, характеристик институциональной системы и норм регулирования. В число таких смягчающих факторов входят надлежащие меры макропруденциальной политики и политики в финансовом секторе, более качественный финансовый надзор, меньшая опора на внешнее финансирование, гибкие обменные курсы и меньшее неравенство в доходах.

Показатели финансовых условий могут использоваться для прогнозирования роста

Мировой финансовый кризис продемонстрировал директивным органам, что показатели финансовых условий содержат ценную информацию о рисках для будущего роста и могут служить основой для целенаправленных упреждающих мер. В главе 3 разрабатывается новый макроэкономический показатель финансовой стабильности, в котором финансовые условия связываются с *распределением вероятностей*

будущих темпов роста ВВП, и применяется к выборке из 21 страны, в которую входят крупнейшие страны с развитой экономикой и страны с формирующейся рыночной экономикой. В главе показано, что изменения финансовых условий вызывают смещение всего распределения будущих темпов роста ВВП. Расширение спредов, обусловленных риском, повышение волатильности цен на активы и уменьшение склонности к принятию риска на мировом уровне являются значимыми факторами, указывающими на более высокий риск снижения темпов роста в ближайшей перспективе, а более высокий леверидж и рост кредита служат важными сигналами о наличии таких рисков в среднесрочной перспективе. Сегодняшняя низкая стоимость финансирования и изменчивость на финансовом рынке поддерживают оптимистичные взгляды на риски для мировой экономики в ближайшем будущем. Но повышение левериджа свидетельствует о потенциальных рисках в дальнейшем, а в случае быстрого расширения спредов и повышения волатильности риск для перспектив мирового роста может существенно повыситься. Ретроспективный анализ мирового финансового кризиса в реальном времени показывает, что, если бы модели прогнозирования были дополнены показателями финансовых условий, они показывали бы значительно более высокую вероятность экономического спада, который имел место, чем модели, основанные только на экономическом росте в предыдущие годы. Это доказывает, что разработанный в этой главе аналитический подход может стать существенным дополнением к инструментарию макрофинансового надзора директивных органов.