



ДОКЛАД ПО ВОПРОСАМ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ, ОКТЯБРЬ 2015 ГОДА

Сентябрь 2015 года

ГЛАВА 2. УСТОЙЧИВЫЙ ИЛИ МИМОЛЕТНЫЙ ХАРАКТЕР РЫНОЧНОЙ ЛИКВИДНОСТИ?

РЕЗЮМЕ

Участники рынка в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком начали беспокоиться о возможном снижении как уровня рыночной ликвидности, так и ее устойчивости, особенно для облигаций. В результате, риски, связанные с шоком ликвидности, могут усиливаться.

Высокий уровень рыночной ликвидности — возможность быстрой продажи или покупки значительного объема ценных бумаг с низкими издержками и при ограниченном воздействии на цены — важен для эффективной передачи средств от сберегателей к заемщикам и, следовательно, для экономического роста. Высокая устойчивость рыночной ликвидности критически важна для обеспечения финансовой стабильности, поскольку в этом случае ликвидность менее подвержена резким снижениям в результате потрясений. Рыночная ликвидность на низком уровне, скорее всего, будет одновременно непрочной, но рыночная ликвидность, представляющаяся вполне достаточной, также может резко снизиться.

В этой главе по отдельности рассматриваются факторы, которые воздействуют на уровень рыночной ликвидности, и те факторы, которые сказываются на ее устойчивости. В ней делается вывод, что важную роль играют циклические факторы, в том числе денежно-кредитная политика. В частности, в главе отмечается, что только на некоторых рынках наблюдаются явные признаки ухудшения рыночной ликвидности, хотя динамика различных классов облигаций отличается. Однако текущий уровень рыночной ликвидности поддерживается благоприятными циклическими условиями, и некоторые структурные изменения могут подрывать ее устойчивость. Кроме того, вторичные эффекты рыночной ликвидности для различных классов активов, в том числе активов стран с формирующимся рынком, увеличились.

Для того чтобы дать полную оценку влияния недавних изменений в сфере регулирования, прошло еще недостаточно времени. Сокращение деятельности маркет-мейкеров, по-видимому, оказало пагубное воздействие на уровень рыночной ликвидности, но это снижение, вероятно, вызвано разнообразными факторами. В других областях последствия регулирования являются более

очевидными. Например, ограничения на торговлю производными финансовыми инструментами (такие, как введенные Европейским союзом в 2012 году) ослабили ликвидность базовых активов. Нормативные акты в целях повышения степени прозрачности, напротив, привели к увеличению уровня рыночной ликвидности.

Изменения в структурах рынка, как представляется, привели к повышению уязвимости ликвидности. Увеличение авуаров корпоративных облигаций у паевых инвестиционных фондов, и более высокая концентрация авуаров среди паевых инвестиционных фондов, пенсионных фондов и страховых компаний связаны с менее устойчивой ликвидностью. В то же время распространение мелких выпусков облигаций почти неизбежно привело к снижению уровня ликвидности на рынке облигаций и содействовало усилению несоответствий ликвидности активов и обязательств инвестиционных фондов.

В главе рекомендуются меры для повышения как уровня рыночной ликвидности, так и ее устойчивости. Поскольку рыночная ликвидность подвержена внезапному ухудшению, директивным органам следует принять упреждающие стратегии для преодоления таких сдвигов в рыночной ликвидности. Кроме того, поскольку текущие условия рыночной ликвидности позволяют наблюдать признаки риска исчезновения ликвидности, директивным органам следует также тщательно следить за условиями ликвидности на рынке для широкого диапазона классов активов. Вместе с тем, в главе не ставится цель предоставить «оптимальные» ориентиры для уровня или устойчивости рыночной ликвидности. Реформы инфраструктуры рынка (в том числе равный доступ к электронным торговым площадкам и стандартизация) могут содействовать ликвидности за счет создания более прозрачных и открытых рынков капитала. Ограничения на торговлю производными инструментами следует подвергнуть переоценке. Органам регулирования следует рассмотреть вопрос об использовании инструментов для надлежащего отражения издержек ликвидности в плате, взимаемой паевыми инвестиционными фондами. Упорядоченный процесс нормализации денежно-кредитной политики в США важен для того, чтобы предотвратить дестабилизацию рыночной ликвидности как в странах с развитой экономикой, так и в странах с формирующимся рынком.



ДОКЛАД ПО ВОПРОСАМ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ, ОКТЯБРЬ 2015 ГОДА

Сентябрь 2015 года

ГЛАВА 3. ЛЕВЕРИДЖ ПРЕДПРИЯТИЙ В СТРАНАХ С ФОРМИРУЮЩИМСЯ РЫНКОМ — ОСНОВАНИЕ ДЛЯ БЕСПОКОЙСТВА?

РЕЗЮМЕ

Корпоративный долг нефинансовых предприятий в крупнейших странах с формирующимся рынком за период с 2004 года по 2014 год вырос в четыре раза.

В то же время в составе этого корпоративного долга растущая доля приходилась не на ссуды, а на облигации. Хотя увеличение доли заемных средств может использоваться для инвестиций и ускорения тем самым роста экономики, эта тенденция к повышению в последние годы, естественно, вызывает опасения, поскольку быстрый рост левериджа предшествовал многим финансовым кризисам в странах с формирующимся рынком.

В этой главе анализируется меняющееся влияние корпоративных, страновых и глобальных факторов на закономерности левериджа стран с формирующимся рынком, выпуска долговых обязательств и спредов в последнее десятилетие. Для этого используются крупные, избыточные информацией базы данных. Хотя в этой главе не ставится цель дать количественную оценку того, является ли леверидж в определенных отраслях или странах чрезмерным, анализ факторов, определяющих рост левериджа, поможет пролить свет на возможные риски.

Три основных вывода этой главы. Во-первых, относительное значение характеристик конкретных компаний и стран для объяснения роста левериджа, эмиссии долга и спредов в странах с формирующимся рынком, по-видимому, за последние годы уменьшилось, при этом более существенную роль играют глобальные факторы. Во-вторых, леверидж увеличился в большей мере в отраслях с более выраженным циклическим характером, в наибольшей степени он вырос в строительстве. Повышение левериджа также в среднем связано с увеличением открытых валютных позиций. В-третьих, несмотря на более слабые балансы компаниям из стран с формирующимся рынком удавалось выпускать облигации на лучших условиях (более низкая доходность, с более длительными сроками), при этом многие эмитенты пользуются благоприятными условиями на финансовых рынках для рефинансирования своей задолженности.

Большая роль глобальных факторов в период, когда они были исключительно благоприятными, означает, что страны с формирующимся рынком должны подготовиться к последствиям ужесточения глобальных финансовых условий.

Основные рекомендации по экономической политике: Во-первых, наблюдение за уязвимыми и системно значимыми компаниями, а также за банками и другими секторами, тесно с ними связанными, является критически важным. Во-вторых, такой расширенный мониторинг требует повысить качество системы сбора данных по

финансам сектора предприятий, в том числе по открытым валютным позициям. В-третьих, меры макро- и микропруденциальной политики могут ограничить дальнейшее наращивание валютных балансовых позиций и сдержать чрезмерное повышение левиреджа сектора предприятий. В-четвертых, в условиях нормализации денежно-кредитной политики в странах с развитой экономикой, странам с формирующимся рынком следует подготовиться к увеличению числа банкротств предприятий и, если необходимо, реформировать режимы корпоративной несостоятельности.