

АНАЛИТИЧЕСКОЕ РЕЗЮМЕ

Финансовая стабильность повысилась

1. Со времени выхода октябрьского «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» (ДГФС) 2016 года финансовая стабильность продолжала повышаться. Как показано в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» (ПРМЭ) 2017 года, экономическая активность набирает обороты в условиях мягких денежно-кредитных и финансовых условий, вселяя надежду на повышение низкого уровня инфляции. Более долгосрочные процентные ставки повысились, что способствовало повышению доходности банков и страховых компаний. Прирост цен на многие активы отражает более оптимистичные взгляды на дальнейшие перспективы. Фондовые рынки в США достигли в марте рекордно высоких показателей, что было обусловлено надеждами инвесторов на налоговую реформу, инфраструктурные расходы и смягчение норм регулирования. За пределами США рынки также характеризовались устойчивым ростом в течение последних шести месяцев, что частично объяснялось ожиданиями более активного роста и более высокими ценами на сырьевые товары. В то же время снизились премии за риск и изменчивость.

2. Насколько обоснован такой оптимизм? Чтобы на практике достичь более активного роста и сохранить улучшения в финансовых условиях, директивным органам потребуется ввести надлежащий набор мер политики, в том числе 1) стимулировать принятие экономических рисков, особенно в США, за счет мер политики, позволяющих повысить потенциальный объем производства и инвестиции компаний и не допускающих повышение рисков для финансовой стабильности; 2) устранить внутренние и внешние дисбалансы для повышения стойкости экономики стран с формирующимся рынком; 3) принять более активный подход к разрешению давно существующих структурных проблем в банковских системах Европы.

Неопределенность относительно мер политики является одним из главных рисков ухудшения ситуации

3. Повышенная неопределенность в политической сфере и в отношении мер политики во всем мире создает новые угрозы финансовой стабильности. В США, если ожидаемые налоговые реформы и ослабление регулирования приведут к менее благоприятной динамике роста и долга, чем ожидается, может произойти резкое повышение премий за риск и изменчивости, что будет подрывать финансовую стабильность. Сдвиг в сторону протекционизма в странах с развитой экономикой может привести к снижению мирового роста и уменьшению торговли, создать препятствия для потоков капитала и ухудшить настроение рынка. В Европе из-за политической напряженности в сочетании с отсутствием прогресса в устранении структурных недостатков в банковских системах и высоким

уровнем долга могут возобновиться опасения относительно финансовой стабильности. Возможное широкомасштабное ослабление норм финансового регулирования — или существенное уменьшение сотрудничества на глобальном уровне — может свести на нет с трудом достигнутый прогресс в сфере финансовой стабильности. До настоящего времени рынки относительно оптимистично оценивают эти риски ухудшения ситуации, что указывает на потенциал резкой переоценки риска в случае разочарования рынков в проводимой политике.

Достаточно ли устойчивы компании США, чтобы ускорение роста было безопасным?

4. Предложения по вопросам политики в области налоговой реформы и смягчения норм регулирования, обсуждаемые новой администрацией США, могут оказать существенное влияние на корпоративный сектор. Предварительным условием для того, чтобы эти предложения оказались действенными и способствовали принятию экономических рисков, является здоровье корпоративных балансов. Балансы многих нефинансовых компаний обладают потенциалом для расширения инвестиций, и уменьшение бремени корпоративных налогов может оказать положительное влияние на их кассовые потоки. Однако реформы могут также подтолкнуть компании к увеличению принимаемых финансовых рисков, а в некоторых секторах могут вызывать рост доли заемных средств с уже повышенного уровня. Сектора с наибольшим объемом инвестиций также имеют самый высокий леверидж, и финансирование дополнительных инвестиций за счет долга сделает их более уязвимыми. В сценарии роста глобальных премий за риск более высокий леверидж может иметь неблагоприятные последствия для стабильности. При таком сценарии величина активов компаний с особенно низким потенциалом обслуживания долга может увеличиться до почти 4 трлн долларов, что составляет почти четверть всех рассматриваемых активов корпораций.

Страны с формирующейся рыночной экономикой переживают трудные времена на мировых рынках

5. Продолжается рост устойчивости стран с формирующейся рыночной экономикой благодаря снижению доли левериджа компаний и уменьшению факторов внешней уязвимости. Ожидается, что их экономический рост будет и далее повышаться под влиянием увеличения доходов в странах, экспортирующих сырьевые товары, и перспектив положительных вторичных эффектов в результате роста в странах с развитой экономикой. Однако в целом риски для финансовой стабильности остаются высокими, поскольку неопределенность в политической сфере и в отношении экономической политики во всем мире открывает новые каналы для негативных вторичных эффектов. Внезапный поворот рыночных настроений или общемировой сдвиг в сторону ориентированных на внутренний рынок протекционистских мер могут вызвать новый всплеск оттока капитала и нанести ущерб перспективам роста, что станет испытанием на устойчивость для экономики этих стран.

6. Ужесточение глобальных финансовых условий или неблагоприятные меры в области торговли могут создать особенно серьезные трудности для стран, имеющих значительные международные финансовые и торговые связи. Эти риски могут усугубить существующие факторы уязвимости в корпоративном секторе и привести к увеличению подверженного риску долга слабейших фирм на 130–230 млрд долларов. Резкое ухудшение текущих благоприятных внешних условий может усилить риски в тех странах, где слабейшие банки сталкиваются с трудностями в поддержании качества активов и формировании надлежащих резервов на покрытие убытков по безнадежным кредитам после продолжительных периодов активного роста кредита.

7. В Китае отмечается повышение рисков для финансовой стабильности, поскольку продолжается быстрый рост кредита. Величина активов китайских банков в настоящее время более чем в три раза превышает ВВП страны, и у других небанковских финансовых организаций также увеличились размеры открытых позиций по кредитам. Многие финансовые организации по-прежнему испытывают чрезмерную зависимость от оптового финансирования и характеризуются существенными несоответствиями в характеристиках активов и обязательств, а также повышенным риском ликвидности и кредитным риском. Недавние волнения на денежных рынках стали отражением сохраняющихся факторов уязвимости во все более крупной, непрозрачной и взаимосвязанной системе Китая.

В банковских системах Европы необходимо решить структурные вопросы

8. За последние несколько лет в банковском секторе Европы достигнут существенный прогресс, а оптимизм в отношении циклического подъема в странах с развитой экономикой способствовал повышению цен на акции европейских банков. Однако, согласно оценке октябрьского ДГФС 2016 года, циклический подъем сам по себе, вероятно, будет недостаточен для восстановления рентабельности хронически слабых банков. Хотя с проблемами рентабельности сталкиваются многие банки, они особенно характерны для банков, работающих только на внутреннем рынке, поскольку они в наибольшей степени подвержены влиянию ситуации внутри страны: почти три четверти таких банков показывали в 2016 году низкую прибыль (определяемую как прибыль на капитал менее 8 процентов). В настоящем докладе исследуются общесистемные структурные характеристики, усугубляющие проблемы рентабельности. Одной из структурных проблем является банковская избыточность, особенности и степень которой различаются от страны к стране. Примерами являются банковские системы с активами, которые слишком велики относительно размеров экономики, с большим числом слабых банков или с чрезмерным количеством банков, ориентированных на региональный рынок или имеющих слишком узкий мандат. Эти характеристики могут ограничивать возможности кредитования или обуславливать наличие излишнего количества отделений относительно величины активов в банковской системе, что повышает издержки и снижает эффективность текущей деятельности. Хотя для решения проблем рентабельности предпринимаются определенные меры, необходим дальнейший прогресс в уменьшении банковской избыточности в странах с наиболее проблемной ситуацией.

9. Системные негативные факторы вызывают проблемы не только в рамках отдельных стран, но могут также сказываться на рентабельности крупных банков в Европе, имеющих системную значимость. Эти организации с трудом удерживают позиции в соревновании со своими конкурентами на мировом рынке, и в некоторых случаях это может быть частично обусловлено проблемами рентабельности в их странах происхождения. Пока не устранены эти структурные препятствия, простая реструктуризация их бизнес-моделей едва ли приведет к достаточному повышению рентабельности. Пока эти проблемы не решены, сочетание низкой прибыли, отсутствия доступа к частному капиталу и крупное бремя безнадежных долгов мешают подъему и способны привести к новому повышению системного риска.

Принципиальное значение имеет надлежащий набор мер политики

10. Достижение и дальнейшее развитие улучшений в стабильности и ожиданиях рынка потребуют согласованных и взвешенных усилий со стороны директивных органов на национальном и мировом уровнях. Директивным органам следует скорректировать набор мер политики, чтобы обеспечить более уверенную динамику долгосрочного и всеобъемлющего роста, одновременно избегая политически привлекательных, но в конечном счете приводящих к обратному эффекту мер политики экономической замкнутости. В США директивным органам необходимо бдительно отслеживать повышение леввериджа и ухудшение качества кредитов. Органам регулирования следует применять упредительный подход к проблеме принятия чрезмерных финансовых рисков. Если стимулирующие меры политики ведут к повышению инвестиций, финансируемых за счет долга, и росту уязвимости компаний, требуется принятие мер пруденциального и надзорного характера. Налоговые реформы, уменьшающие стимулы к долговому финансированию, могли бы способствовать уменьшению рисков дальнейшего повышения леввериджа и, возможно, даже подталкивать компании к снижению текущего уровня леввериджа, обусловленного налоговыми льготами.

11. В Европе необходимо принять дальнейшие меры по решению проблемы рентабельности банков и проблем, унаследованных от кризиса. Сами банки должны обеспечить поступление устойчивых доходов путем устранения недостатков в своих бизнес-моделях за счет консолидации, рационализации сетей своих отделений и капиталовложений в технологии для повышения эффективности в среднесрочной перспективе. Вызывает оптимизм тот факт, что органы надзора в основах своей деятельности уделяют все больше внимания анализу бизнес-моделей банков. Для выявления слабых звеньев в банковских системах, имеющих существенные проблемы качества активов, может быть полезно рассмотреть вопрос о проведении целенаправленных проверок качества активов в тех банках, где такие проверки не проводились. Затем органам регулирования следует предпринимать меры по закрытию нежизнеспособных организаций, чтобы устранить избыточные мощности. Официальным органам следует также обратить особое внимание на устранение общесистемных

факторов, мешающих росту рентабельности, в том числе на решение проблемы необслуживаемых кредитов и развитие систем, ускоряющих восстановительные процессы.

12. Страны с формирующейся рыночной экономикой должны принять меры по устранению внутренних факторов уязвимости, чтобы повысить свою устойчивость к внешним потрясениям. Им следует прилагать усилия по поддержанию финансовой стабильности за счет дальнейших шагов по укреплению надзора и улучшению качества управления в банках, одновременно сохраняя надежный инструментарий макропруденциальных мер. Органам банковского регулирования необходимо тщательно отслеживать факторы уязвимости в тех странах, для которых характерны широкие чистые валютные позиции или разрывы в характеристиках валютных позиций по срокам погашения. Директивным органам следует сосредоточить внимание на укреплении здоровья предприятий и банковской системы за счет превентивного мониторинга и уменьшения факторов уязвимости, а также путем совершенствования механизмов реструктуризации. В Китае, хотя официальные органы признали срочную необходимость снижения леввериджа в финансовой системе и предприняли значительные коррективные меры, органам надзора следует сосредоточить внимание на возникающих банковских рисках, особенно на быстром росте активов у более мелких банков, росте использования оптового финансирования и рисках, обусловленных взаимосвязями между теневыми продуктами и межбанковскими рынками. Однако предотвращение дальнейших всплесков нестабильности на рынке, а в конечном счете и нестабильности макроэкономических условий, потребует мер по устранению противоречий в политике между задачей поддержания высоких темпов роста и необходимостью снижения леввериджа.

13. В рамках программы реформ после кризиса был укреплен надзор за финансовой системой, увеличены буферные запасы капитала и ликвидности отдельных организаций и расширено сотрудничество между органами регулирования. Требуется осторожность при рассмотрении вопросов о любом возможном свертывании в будущем ранее введенных мер регулирования. Хотя регулирование всегда связано с издержками, его устранение также имеет свою цену; ослабление стандартов регулирования дается ценой повышения рисков для финансовой стабильности. Решения об отказе от использования взаимно согласованных норм регулирования, принимаемые без координации или в одностороннем порядке, могут вести к финансовой фрагментации и создавать угрозу новой гонки в сторону нижней планки стандартов регулирования. Завершение программы реформ регулирования является жизненно важным, чтобы обеспечить устранение слабых мест и уменьшить неопределенность. Хотя имеет смысл изучать влияние реформ и их непреднамеренные последствия, этот анализ не должен свести на нет достигнутые масштабные улучшения в укреплении устойчивости мировой финансовой системы.

14. Настоящий доклад также включает две тематические главы, где анализируются долгосрочные последствия низких темпов роста и низких процентных ставок для финансового посредничества и способность официальных органов стран влиять на свои внутренние финансовые условия в мире, характеризующемся финансовой интеграцией.

Продолжительный период низких темпов роста и низких процентных ставок затруднит финансовое посредничество

15. Со времени мирового финансового кризиса страны с развитой экономикой переживают продолжительный период низких процентных ставок и низких темпов роста. Взгляд с позиций более долгосрочной перспективы показывает, что реальные процентные ставки устойчиво снижаются в течение последних трех десятилетий. Несмотря на недавние признаки повышения доходности более долгосрочных инструментов, особенно в США, опыт Японии указывает на то, что нет полных гарантий скорого и необратимого выхода из периода низких ставок, особенно с учетом доминирования медленно изменяющихся структурных факторов, таких как старение населения во многих странах с развитой экономикой. В главе 2 анализируется потенциальное долгосрочное влияние сценария, предусматривающего устойчиво низкие темпы роста и низкие реальные и номинальные процентные ставки, на бизнес-модели банков, страховых компаний и пенсионных фондов, а также на продукты, предлагаемые финансовым сектором. В главе делается заключение, что кривые доходности, вероятно, станут более сглаженными, и это вызовет снижение доходов банков (особенно более мелких, финансируемых за счет депозитов и менее диверсифицированных организаций) и создаст продолжительные трудности для компаний страхования жизни и пенсионных фондов с установленными размерами пенсий. Если ставки по банковским вкладам не могут опускаться (существенно) ниже нуля, прибыль банков сузится еще сильнее. Более мелкие, финансируемые за счет депозитов и менее диверсифицированные банки пострадают в наибольшей степени. В связи со стремлением банков к более высокой доходности возникнут новые проблемы для финансовой стабильности на рынках их стран происхождения и принимающих стран.

16. В более общем плане ситуация «надолго низких» процентных ставок, обусловленная старением населения, повышением продолжительности жизни и стагнацией производительности, может принципиальным образом изменить характер финансового посредничества. Например, при этом сценарии спрос на кредит, с большой вероятностью, будет ниже, в то время как спрос домашних хозяйств на услуги по проведению операций, вероятно, увеличится. Следовательно, бизнес-модели банков в странах с развитой экономикой могут эволюционировать в сторону платных банковских услуг и неинвестиционных услуг. Демографические изменения также приведут к повышению спроса на медицинское страхование и страхование потребностей в долгосрочном уходе, а низкие доходы на активы ускорят переход на частные пенсионные программы с установленным размером отчислений. Произойдет ослабление спроса на предлагаемые страховыми компаниями долгосрочные сберегательные продукты с гарантированной доходностью, и это укрепит позиции фондов пассивных индексных инвестиций, предлагаемых управляющими активами. Адаптация к такой ситуации может смягчаться соответствующими мерами политики. В целом необходимо, чтобы основы пруденциального регулирования создавали стимулы к обеспечению долгосрочной стабильности, а не поддавались призывам к смягчению норм регулирования в целях облегчения трудностей в краткосрочном плане.

Директивным органам стало труднее действенно регулировать внутренние финансовые условия на фоне усиливающейся финансовой интеграции

17. В главе 3 показано, что в условиях интегрированной на глобальном уровне финансовой системы страны способны сохранить влияние на свои внутренние финансовые условия. Хотя увеличение финансовой интеграции может затруднить управление внутренними финансовыми условиями, она не должна вести к потере контроля. В названной главе представлены разработанные индексы финансовых условий, которые позволяют проводить сопоставления по широкому набору стран с развитой экономикой и стран с формирующейся рыночной экономикой. В ней сделано заключение, что на глобальные финансовые условия объясняют от 20 до 40 процентов вариации внутренних финансовых условий стран при существенных различиях в этой доле между странами. Однако представляется, что значимость этого глобального фактора существенно не увеличилась за последние два десятилетия.

18. Несмотря на существенную роль глобальных финансовых потрясений, представляется, что страны в состоянии оказывать влияние на собственные финансовые условия для достижения внутренних целей, прежде всего за счет денежно-кредитной политики. Однако, поскольку внутренние финансовые условия сильно и быстро реагируют на глобальные финансовые потрясения, странам может быть трудно своевременно принять ответные меры. Страны с формирующимся рынком, которые более чувствительны к глобальным финансовым условиям, должны вести подготовку к ужесточению внешних финансовых условий. Правительства этих стран могут содействовать увеличению емкости внутренних финансовых систем для повышения их стойкости к глобальным финансовым потрясениям. В частности, расширение базы внутренних инвесторов, а также меры по увеличению емкости и ликвидности рынков акций и облигаций могут способствовать смягчению последствий таких потрясений.