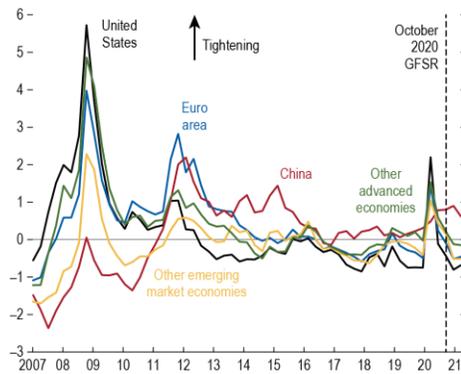


АНАЛИТИЧЕСКОЕ РЕЗЮМЕ

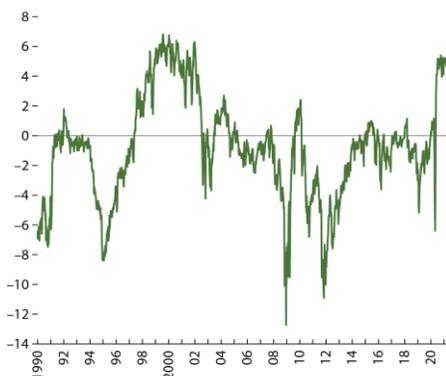
Апрельский выпуск «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2021 года. Предупреждение создания наследия факторов уязвимости

Рисунок 1. Индексы финансовых условий
(Стандартные отклонения от среднего значения)



Source: IMF staff calculations.
Note: GFSR = Global Financial Stability Report.

Рисунок 2. Несоответствия на фондовом рынке США
(Отклонение от справедливой стоимости на единицу риска)



Source: IMF staff calculations.

Рисунок 3. Номинальные и реальные ставки по 10-летним облигациям США
(В процентах)



Sources: Bloomberg Finance L.P., and IMF staff calculations.
Note: Inflation breakevens are measures of expected inflation derived from inflation-linked bonds.

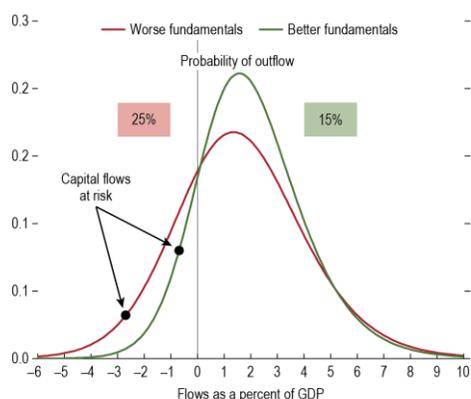
Экстренные меры политики способствовали смягчению финансовых условий и поддержке экономики, помогая сдерживать риски для финансовой стабильности. Однако меры, принятые во время пандемии, могут иметь непреднамеренные последствия, такие как завышение стоимости активов и рост финансовых факторов уязвимости. Ожидается, что восстановление будет характеризоваться несинхронностью и расходящейся динамикой между странами с развитой экономикой и странами с формирующимся рынком. Учитывая большие потребности во внешнем финансировании, перед странами с формирующимся рынком стоят серьезные проблемы, особенно если неуклонный рост ставок в США приведет к переоценке риска и ужесточению финансовых условий. Во многих странах корпоративный сектор выходит из пандемии с чрезмерной задолженностью, при этом ее уровень заметно различается в зависимости от размера компаний и отрасли. Опасения по поводу кредитного качества сильно пострадавших заемщиков и перспективы в отношении рентабельности, скорее всего, отразятся на степени склонности банков к риску в период восстановления экономики. Сейчас крайне необходимо действовать, чтобы избежать создания наследия факторов уязвимости. Директивным органам следует принять заблаговременные меры и ужесточить отдельные инструменты макроprudенциальной политики, избегая при этом общего ужесточения финансовых условий. Им также следует поддержать восстановление балансов в целях содействия устойчивому и всеобъемлющему подъему.

Благодаря масштабным мерам поддержки глобальная финансовая система сохраняет устойчивость во время пандемии COVID-19, а финансовые условия существенно смягчились (рис. 1). Это помогает поддержать кредитование домашних хозяйств и компаний, облегчает восстановление экономики и сдерживает финансовые риски. Улучшение перспектив развития экономики определенно сократило диапазон негативных последствий, но значительные риски снижения роста ВВП в будущем сохраняются.

В этой связи возникают две основных темы. Во-первых, беспрецедентные меры поддержки могут иметь непреднамеренные последствия: принятие чрезмерного риска на рынках способствует завышению стоимости активов, а растущие факторы финансовой уязвимости, если не будут урегулированы, могут стать структурными унаследованными проблемами. Фондовые рынки активно росли с третьего квартала 2020 года ввиду ожиданий быстрого восстановления экономики и продолжения поддержки со стороны экономической политики, и в настоящее время цены на них значительно выше, чем предполагают модели, опирающиеся на основные экономические показатели (рис. 2). Хотя ожидания в отношении прибыли улучшились, рекордно низкие реальные безрисковые ставки (несмотря на недавние повышения) на данный момент оказывают существенную поддержку оценкам стоимости активов. Спреды на рынке корпоративных облигаций остаются очень узкими.

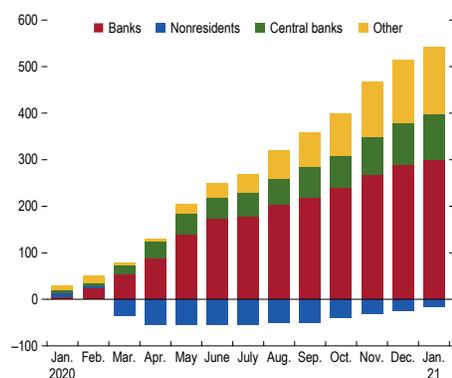
Долгосрочные процентные ставки значительно увеличились, особенно в США, частично отражая рост уверенности инвесторов в дальнейших перспективах (рис. 3). Хотя постепенное повышение ставок вследствие улучшения основных экономических показателей может быть положительным

Рисунок 4. Подверженные риску потоки портфельных инвестиций по странам с более благоприятными и менее благоприятными основными экономическими показателями
(Функция плотности распределения вероятностей)



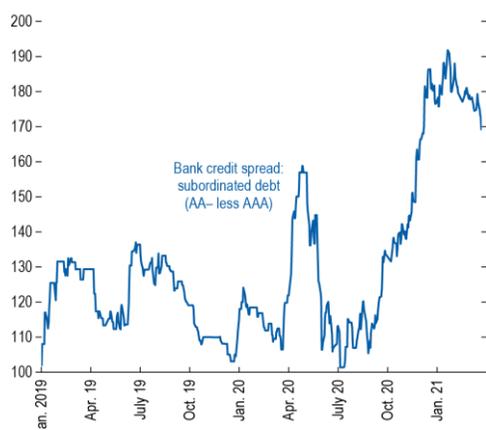
Source: IMF staff calculations.

Рисунок 5. Изменения объема вложений во внутренние государственные облигации стран с формирующимся рынком
(В млрд долларов США; совокупное изменение)



Sources: Haver Analytics; national sources; and IMF staff calculations.
Note: Based on a sample of 12 major emerging markets. Domestic bonds are primarily denominated in local currency. Figures are converted to US dollars at end-of-month exchange rates.

Рисунок 6. Китайские банки: долговые спреды
(В базисных пунктах; субординированный долг)



Sources: Bloomberg Finance L.P.; ChinaBond; and IMF staff calculations.

фактором, быстрое и устойчивое увеличение ставок, особенно реальных, может привести к переоценке риска на рынках и внезапному ужесточению финансовых условий.

Такое ужесточение может наложиться на повышение факторов финансовой уязвимости, что отрицательно скажется на уровне уверенности и поставит под угрозу макрофинансовую стабильность, особенно в странах с формирующимся рынком.

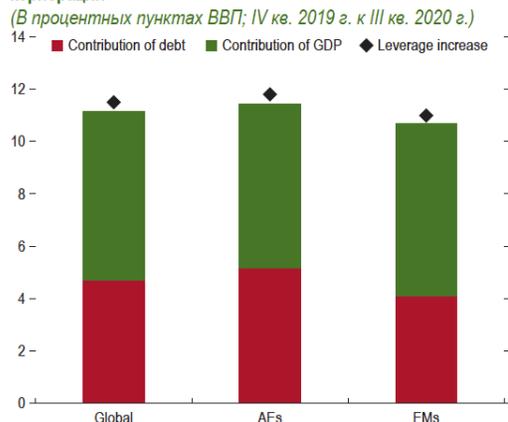
Во-вторых, ожидается, что восстановление в разных странах будет отличаться несинхронностью и расходящейся динамикой (см. апрельский выпуск доклада «Перспективы развития мировой экономики» 2021 года). Существует риск существенного ужесточения финансовых условий в странах с формирующимся рынком, особенно если директивные органы в странах с развитой экономикой предпримут шаги к нормализации экономической политики. Менее благоприятные финансовые условия могут привести к значительному оттоку портфельных инвестиций и создать серьезные проблемы для некоторых стран с формирующимся рынком и стран с пограничной экономикой с учетом больших потребностей в финансировании, которые они испытывают в этом году. Проведенный персоналом МВФ анализ указывает на дальнейшее улучшение перспектив в отношении потоков портфельных инвестиций, отражающее, в первую очередь, смягчение глобальных финансовых условий (рис. 4). Тем не менее, страны с более слабыми основными экономическими показателями или ограниченным доступом к вакцинам от COVID-19 находятся в уязвимом положении. В странах с формирующимся рынком восприятие связи между банками и государством ухудшилось, поскольку отечественные банки покрывают существенную часть возросшего внутреннего государственного долга (рис. 5). Для многих стран с пограничной экономикой доступ на рынок по-прежнему затруднен.

В Китае восстановление экономики происходит более быстрыми темпами, чем в других странах, но ценой дальнейшего накопления факторов уязвимости, особенно рискованного корпоративного долга. Финансовые условия могут стать менее благоприятными в связи с ожиданиями ужесточения экономической политики и введением новых дисциплинирующих мер в отношении банков, местных органов государственного управления и застройщиков, а также ростом неопределенности в отношении неявных гарантий. Условия финансирования с помощью инструментов привлечения капитала ужесточились для более слабых небольших банков (рис. 6). Перед официальными органами стран стоит трудная, но неотложная задача изменения условий неявных гарантий — такая задача требует осторожного подхода, учитывая возможность беспорядочного пересмотра цен активов.

Пандемия нанесла тяжелый удар по глобальному корпоративному сектору. Чрезвычайные меры поддержки помогли смягчить ее последствия. Крупные компании, имеющие доступ на рынок, воспользовались благоприятными условиями для выпуска долговых обязательств и урегулирования проблем с ликвидностью (рис. 7 и 8). Однако увеличение доли заемных средств предприятий вследствие мягких финансовых условий ставит директивные органы перед трудным выбором, поскольку краткосрочное стимулирование экономической активности необходимо соотносить с повышенным уровнем уязвимости и рисков снижения роста в дальнейшем (см. главу 2).

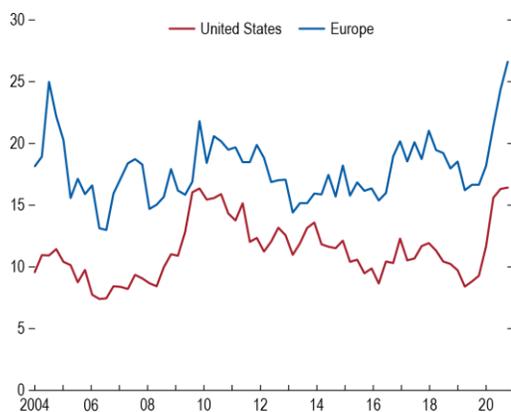
Более детальная оценка на уровне компаний обнаруживает, что результаты существенно различаются между секторами и компаниями разных размеров.

Рисунок 7. Изменение задолженности нефинансовых корпораций
(В процентных пунктах ВВП; IV кв. 2019 г. к III кв. 2020 г.)



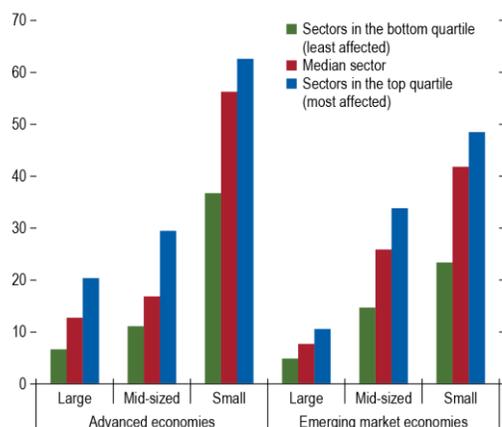
Sources: Institute of International Finance (IIF); and IMF staff calculations.
Note: AEs = advanced economies; EMs = emerging markets.

Рисунок 8. Денежные остатки компаний с высоким риском
(Доля долговых обязательств, в процентах)



Sources: Morgan Stanley; and IMF staff.

Рисунок 9. Показатели снижения платежеспособности
(Доля долговых обязательств компаний с повышенным уровнем рисков снижения платежеспособности в процентах от общего объема долговых обязательств всех компаний в соответствующих сегментах рынка)



Sources: S&P Capital IQ; and IMF staff.
Note: Large, mid-sized, and small firms are defined by total assets.

Анализ, проведенный персоналом МВФ, указывает на серьезные проблемы ликвидности у малых предприятий в большинстве секторов и в разных странах, при этом существуют высокие риски для платежеспособности малых предприятий и значительные — у средних и даже крупных предприятий в наиболее пострадавших секторах (рис. 9). В главе 1 предложена основа для оценки того следует ли компаниям полагаться на рыночное финансирование, обратиться за государственной поддержкой, или же их следует реструктуризировать или ликвидировать.

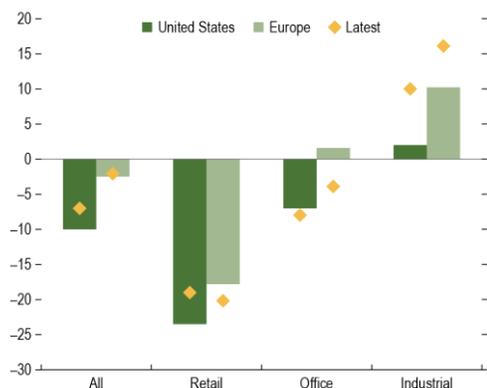
Текущий кризис оказал серьезное негативное влияние на сектор коммерческой недвижимости (см. главу 3). В 2020 году число сделок с коммерческой недвижимостью и цены на нее резко упали (рис. 10). Негативное воздействие на розничный, офисный и гостиничный сегменты может отчасти носить структурный характер, так как некоторые виды деятельности все больше осуществляются виртуально или перемещаются из больших городов. В случае структурного снижения спроса справедливая стоимость коммерческой недвижимости может резко упасть: по оценкам, постоянное увеличение доли незанятых площадей на 5 процентных пунктов через пять лет приведет к снижению справедливой стоимости в среднем примерно на 15 процентов (рис. 11). С начала пандемии ценовые несоответствия, как представляется, увеличились. Если эта тенденция сохранится, она может представлять риск снижения роста.

К началу пандемии банки располагали высокими буферными резервами капитала и ликвидности благодаря реформам регулирования, проведенным после финансового кризиса 2007–2008 годов, и по состоянию на сегодняшний день они сохраняют устойчивость. Однако вопрос о том, в каких масштабах они продолжают осуществлять кредитование в период восстановления экономики, остается открытым. Хотя в некоторых странах рост кредитования, особенно компаний, замедлился, ожидается, что спрос на кредиты укрепитя, как только восстановление экономики наберет силу, особенно в странах с наиболее низким спросом. Однако специалисты по кредитованию в банках в большинстве стран не ожидают смягчения стандартов кредитования (рис. 12). Поэтапное сворачивание мер поддержки может иметь для некоторых банков значительные последствия, которые, скорее всего, отрицательно скажутся на их склонности к кредитованию. Кроме того, для большинства банков неопределенность в отношении убытков по кредитам и слабые перспективы рентабельности, возможно, будут препятствовать значительному сокращению резервных буферов капитала в целях поддержки восстановления экономики. Такие ограничения могут вызывать особое беспокойство в случае компаний с ограниченными вариантами финансирования, которые больше зависят от банковского кредитования. Официальным органам следует продолжать поощрять банки использовать буферные резервы (в разумных объемах) для поддержки восстановления экономики.

Текущие меры поддержки сохраняют важное значение для поддержания притока кредитных средств в экономику и предотвращения угрозы для мировой финансовой системы со стороны пандемии, пока восстановительный рост не приобретет устойчивый и всеобъемлющий характер. Денежно-кредитная политика должна оставаться адаптивной, пока установленные цели политики не будут достигнуты. Директивным органам следует оперативно принять меры, чтобы предотвратить укоренение финансовых факторов уязвимости и их превращение в унаследованные проблемы.

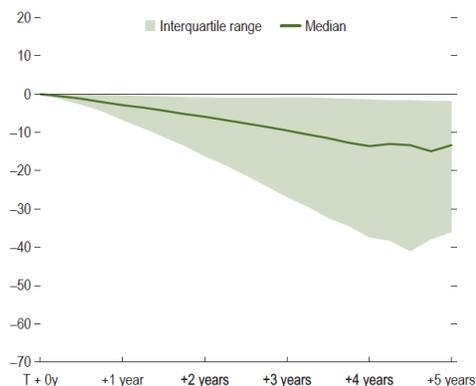
ДОКЛАД ПО ВОПРОСАМ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

Рисунок 10. Цены на коммерческую недвижимость
(В процентах, на II кв. 2020 г. и более поздние даты, год к году)



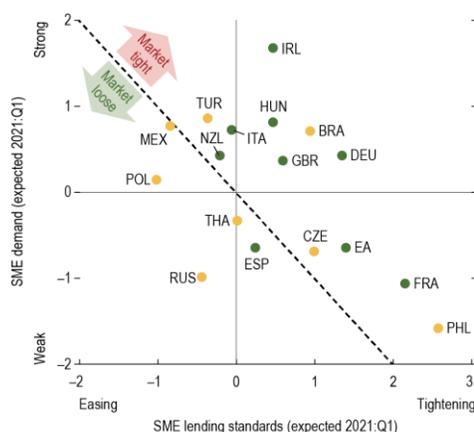
Source: Green Street Advisors.
Note: Latest data available are for January 2021 in Europe and February 2021 in the United States.

Рисунок 11. Реакция цен на коммерческую недвижимость на постоянный шок увеличения доли незанятых площадей
(В процентах)



Sources: Haver Analytics; MSCI Real Estate; and IMF staff calculations.
Note: See Chapter 3 for background. T denotes quarter of shock.

Рисунок 12. Стандарты кредитования малых и средних предприятий и спрос на кредиты — ожидаемые значения
(Стандартные отклонения)



Source: IMF staff calculations.
Note: Countries are identified by three-letter International Organization for Standardization (ISO) country codes. Expected refers to next 3 months. Green dots = advanced economies; yellow dots = emerging markets; EA = euro area; SME = small and medium enterprises.

Учитывая возможные лаги между активизацией и воздействием макропруденциальных инструментов, директивным органам следует принимать меры заблаговременно.

Им следует ужесточить отдельные инструменты макропруденциальной политики для урегулирования очагов повышенной уязвимости, избегая при этом широкого ужесточения финансовых условий. При отсутствии таких инструментов (например, в некоторых сегментах сектора небанковского финансового посредничества) директивным органам следует оперативно их создать. Учитывая трудности, связанные с разработкой и введением в действие макропруденциальных инструментов в рамках существующих систем, директивным органам следует также рассмотреть вопрос о создании буферных резервов в других сферах для защиты финансовой системы.

Странам с формирующимся рынком и странам с пограничной экономикой, имеющим доступ на рынок, следует воспользоваться благоприятными условиями финансирования для улучшения их структуры долга. Странам с ограниченным доступом на рынок, скорее всего, понадобится дополнительная помощь от международного сообщества. Другим странам, которые сталкиваются со значительными трудностями в связи с долговой нагрузкой, может пойти на пользу более глубокая реструктуризация. Общая основа условий в отношении долга Группы 20-ти может помочь в урегулировании факторов уязвимости долговой ситуации. Восстановление буферных резервов там, где это возможно, должно быть одним из основных приоритетов для подготовки к любым внезапным корректировкам цен и смене направления потоков капитала.

Восстановление балансов предприятий должно быть приоритетной задачей для обеспечения устойчивого и всеобъемлющего восстановления экономики. Могут потребоваться меры прямой и ориентированной на конкретные компании поддержки в отношении жизнеспособных фирм, у которых ограничен доступ на рынок и которые сталкиваются с временными рисками ликвидности или платежеспособности. Учитывая крайне ограниченные бюджетные ресурсы в некоторых юрисдикциях, директивным органам также следует ускорить проведение реформ в целях укрепления механизмов оздоровления, включая развитие рынков проблемной задолженности и необслуживаемых кредитов.

Как только масштаб структурных изменений в секторе коммерческой недвижимости станет очевидным, в целях сокращения рисков снижения роста следует задействовать целевые инструменты макропруденциальной политики (например, лимиты отношения размера кредита к стоимости залога или коэффициентов покрытия выплат по обслуживанию долга). Оптимальные сроки принятия таких мер политики должны зависеть от темпов восстановления экономики конкретной страны и степени финансовой уязвимости в секторе коммерческой недвижимости. Критически важную роль также будет играть расширение набора макропруденциальных инструментов для охвата небанковских финансовых учреждений, работающих на некоторых рынках финансирования коммерческой недвижимости.

В финансовом секторе остаются актуальными руководящие положения по регулированию создания резервов по ожидаемым убыткам в целях избежания избыточной процикличности, но такое создание резервов должно подвергаться контролю со стороны органов надзора. Ограничения на распределения капитала следует сохранять в силе или смягчать лишь постепенно в странах, которые преодолевают пандемию, при условии проведения надзорных стресс-тестов, чтобы обеспечить сохранение достаточного уровня капитализации банков.