

Вакцины сыграли роль прививки для рынков, но по-прежнему требуется поддержка за счет мер политики

Резюме «Бюллетеня по вопросам глобальной финансовой стабильности»

- Утверждение и выпуск вакцин укрепили ожидания в отношении восстановления мировой экономики и вызвали повышение цен на рискованные активы, несмотря на увеличение численности заболеваний COVID-19 и сохраняющуюся неопределенность по поводу экономического прогноза.
- До тех пор пока вакцины не станут широко доступны, оживление на рынке и экономический подъем по-прежнему опираются на продолжающуюся поддержку со стороны мер денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики. Несправедливость в распределении вакцин чревата усугублением факторов финансовой уязвимости, особенно в случае стран с пограничной экономикой.
- Продолжающееся восстановление портфельных потоков создает более благоприятные возможности финансирования для стран с формирующимся рынком, которых ожидают крупные потребности в пролонгации долга в 2021 году.
- До настоящего времени адаптивная направленность политики смягчала напряжение в сфере ликвидности, но в ближайшем будущем могут снова проявиться факторы давления на платежеспособность, особенно в более рискованных сегментах кредитных рынков и в секторах, сильно пострадавших от пандемии. Проблемы рентабельности в условиях низких процентных ставок могут негативно сказаться на способности и желании банков предоставлять кредиты в будущем.
- Директивным органам следует и далее оказывать поддержку экономике, пока не закрепится устойчивый подъем, поскольку недостаточность поддержки может поставить под угрозу оздоровление мировой экономики. В то же время, поскольку инвесторы делают ставки на стойкую поддержку со стороны государственной политики, а на рынках преобладают настроения самоуспокоенности в связи с дальнейшим повышением стоимости активов, директивным органам следует также быть готовыми к рискам резкой коррекции на рынках.
- Поскольку в предстоящие годы ожидается сохранение адаптивной денежно-кредитной политики, директивным органам необходимо прилагать меры для сдерживания растущих факторов уязвимости, чтобы не допустить угрозы для экономического роста в среднесрочной перспективе.

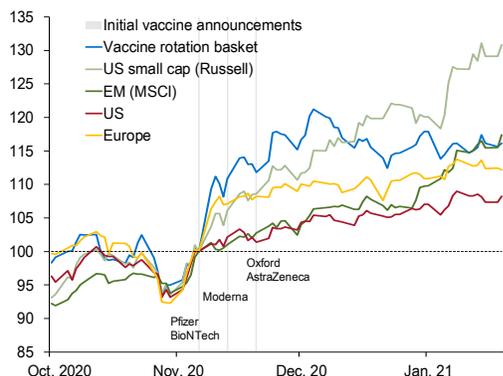
Меры политики как мост к вакцине

Финансовые рынки не отреагировали на новый всплеск заболеваний COVID-19 в мире. Объявления о вакцинах и их выпуск укрепили надежды на мировой экономический подъем в 2021 году и подтолкнули вверх цены на рискованные активы. Скорость восстановления экономики будет в решающей мере зависеть от производства вакцин, сетей их распределения и доступа к вакцинам. Как указывается в январском *Бюллетене «Перспектив развития мировой экономики»* (ПРМЭ) 2021 года, продолжение денежно-кредитной и налогово-бюджетной поддержки по-прежнему играет жизненно важную роль для уменьшения сохраняющихся факторов неопределенности, создания «моста» к экономическому подъему и обеспечения финансовой стабильности.

Риски для базового сценария могут создать угрозы для финансовой стабильности в некоторых секторах и регионах. Задержка в восстановлении экономики потребует более продолжительного сохранения адаптивной направленности политики, что дополнительно усилит факторы финансовой уязвимости. Неравномерное распределение вакцин и несинхронность подъема могут поставить под угрозу потоки капитала в страны с формирующимся рынком, особенно в случае, если страны с развитой экономикой начнут процесс нормализации мер политики, и некоторые страны столкнутся с серьезными проблемами. Коррекция цен на активы в случае внезапного изменения инвесторами своих представлений о перспективах роста или о будущих мерах политики может наложить на повышенные факторы уязвимости, что негативно скажется на уверенности и создаст угрозу для макрофинансовой стабильности.

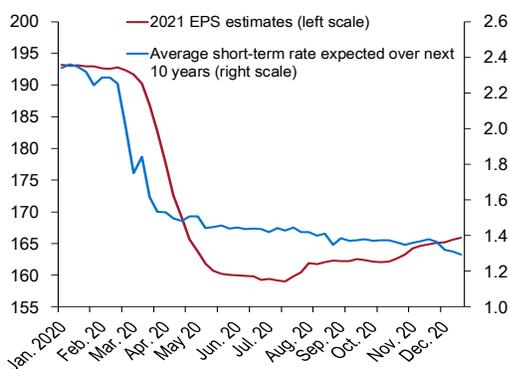
БЮЛЛЕТЕНЬ ПО ВОПРОСАМ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ, ЯНВАРЬ 2021 ГОДА

Figure 1. Equity Market Performance
(Index; November 6, 2020 = 100)



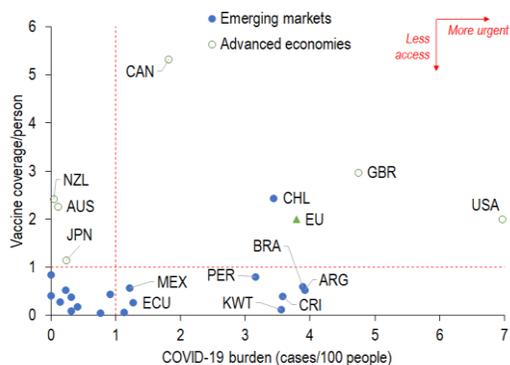
Sources: Bloomberg Finance L.P.; and IMF staff calculations.
Note: Vaccine rotation basket is an equal weighted index of US hotels and real estate and world airline equities. EM = emerging markets.

Figure 2. US Earnings Revisions and Rate Expectations
(US dollars a share, left scale; percent, right scale)



Source: IMF staff calculations.
Note: Earnings per share (EPS) based on Thomson Reuters Datastream IBES for the S&P 500; average expected short-term rates derived from Treasury bonds and Adrian, Crump, and Moench model.

Figure 3. COVID-19 Infections and Vaccine Preorders



Source: Duke Global Health Innovation Center. Note: Vaccine preorders refers to confirmed doses as of January 19, 2021. EU = European Union. Data labels use International Organization for Standardization (ISO) country codes. European Union. Data labels use International Organization for Standardization (ISO) country codes.

Наконец, хорошие новости

Объявления о создании действенных вакцин от COVID-19 ранее, чем ожидалось, привели к улучшению рыночных настроений и создали условия для восстановления мировой экономики.

В конце 2020 года отмечалось повышение активности в сфере авиаперевозок, гостиничного хозяйства и потребительских услуг, поскольку инвесторы повернулись к этим ранее сильно пострадавшим секторам в расчете на выгодное вложение средств (рис. 1). Цены на акции небольших по размеру компаний, в том числе в сфере экологически чистой энергетики, также повысились. В странах с развитой экономикой произошло резкое уменьшение спредов по корпоративным облигациям инвестиционной категории и категории высокой доходности — почти до уровней, отмечавшихся до февраля 2020 года, или даже ниже этих значений — в то время как ставки снизились до рекордно низких уровней, поскольку инвесторы продолжают ориентироваться на доходность. Спреды по суверенным долговым обязательствам стран с формирующимся рынком характеризовались аналогичной динамикой сжатия.

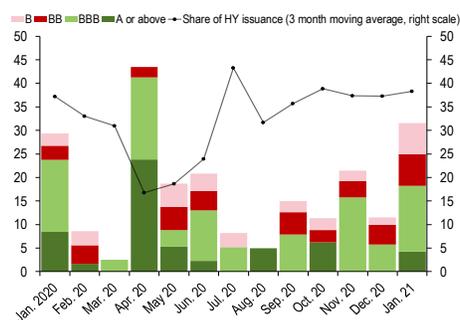
Финансовые рынки проигнорировали произошедшее совсем недавно снижение экономической активности.

Всплеск заражений COVID-19 и связанное с этим повышение строгости мер сдерживания с конца 2020 года негативно сказались на экономической активности во многих странах, указывая на возможное снижение роста в четвертом квартале (см. январский *Бюллетень ПРМЭ* 2021 года). При этом несмотря на сохраняющуюся неопределенность по поводу экономического прогноза, представляется, что инвесторы сохраняют уверенность в перспективах экономического роста в 2021 году, делая ставку на то, что дальнейшая поддержка за счет мер политики будет компенсировать возможные отставания от прогнозов в краткосрочном периоде. Широко обсуждаемое несоответствие между ситуацией на финансовых рынках и развитием реальной экономики все еще сохраняется. Несмотря на недавнее повышение ставок по долгосрочным инструментам в США, участники рынков видят обоснование подъема цен на рынке в ожидаемом сохранении очень низких процентных ставок в предстоящие годы и улучшении прогнозов доходов со времени объявлений о появлении вакцин (рис. 2).

Доступ к вакцинам, вероятно, будет неравномерным, и для их справедливого распределения может потребоваться время. Многие страны с развитой экономикой, такие как Канада, некоторые страны Европейского союза, Соединенное Королевство и США, произвели закупку вакцин до их выпуска, предусматривая широкий охват

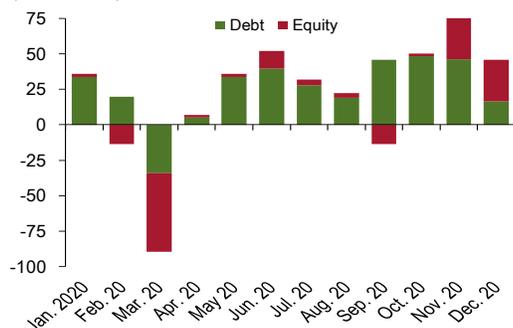
БЮЛЛЕТЕНЬ ПО ВОПРОСАМ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ, ЯНВАРЬ 2021 ГОДА

Figure 4. Emerging Market Sovereign Bond Issuance
(Billions of US dollars; share in percent)



Sources: Bondradar; and IMF staff calculations.
Note: Refers to international hard currency bond issuance. January 2021 is partial data through January 20. HY = high yield.

Figure 5. Portfolio Flows to Emerging Markets
(US billions)



Sources: Institute of International Finance; and IMF staff calculations.

населения. Но при этом закупка доз вакцин для стран с формирующимся рынком и развивающихся стран путем прямых переговоров или через многостороннюю основу COVAX существенно отстает¹. Потребность в доступе к вакцинам является особенно насущной в тех странах, где численность заболеваний увеличилась в последнее время или остается очень высокой (рис. 3).

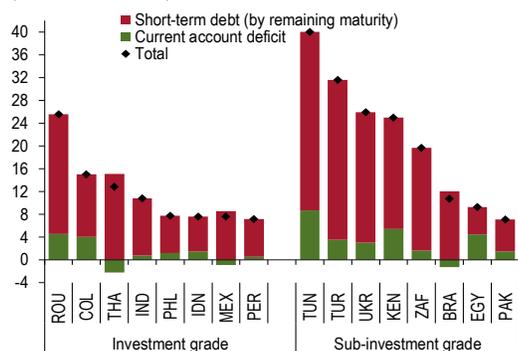
Мирового финансового кризиса не было до настоящего времени — не будем его создавать!

Задержки в комплексном решении вопросов здравоохранения могут привести к неполному восстановлению мировой экономики и создать опасности для мировой финансовой системы. Учитывая что в 2017–2019 годах на страны с формирующимся рынком приходилось примерно 65 процентов мирового роста (приблизительно 40 процентов без учета Китая), задержки в преодолении пандемии в этих странах могут вызвать негативные последствия для мировой экономики. Нарушения в цепях поставок могут сказываться на рентабельности предприятий даже в тех регионах, где пандемия находится под контролем. А поскольку рост является жизненно важным элементом для финансовой стабильности, неравномерное и частичное восстановление экономики создает угрозу для нормального функционирования финансовой системы.

¹COVAX представляет собой одну из основ Инициативы по ускорению доступа к средствам для борьбы с COVID-19 (партнерства между Всемирной организацией здравоохранения, Европейской комиссией и Францией), ориентированную на вакцины. Ее задача заключается в разработке и предоставлении инновационного и справедливого доступа к вакцинам от COVID-19 для всех участвующих стран. Она была запущена в апреле 2020 года в ответ на пандемию и нацелена на то, чтобы к концу 2021 года предоставить 2 млрд доз вакцины.

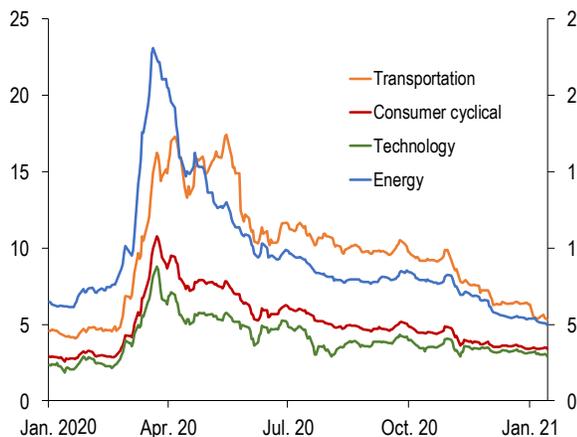
БЮЛЛЕТЕНЬ ПО ВОПРОСАМ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ, ЯНВАРЬ 2021 ГОДА

Figure 6. 2021 Gross External Financing Needs
(Percent of GDP)



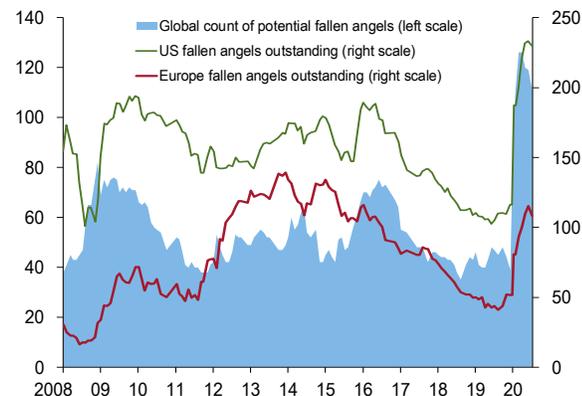
Sources: National authorities; and IMF staff calculations. Note: Brazil, Romania, South Africa, Thailand, and Ukraine report intercompany lending in their gross external financing needs.

Figure 7. US High-Yield Spreads
(Percent)



Sources: S&P Global; and IMF staff calculations.

Figure 8. Evolution of Potential “Fallen Angels”
(Count, left scale; US billions, right scale)



Sources: ICE BAML; S&P Global; and IMF staff calculations.

Note: See text for definition of “fallen angel” companies.

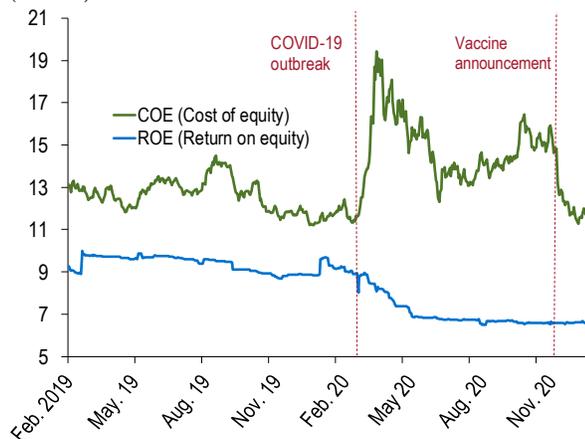
Страны с формирующимся рынком имеют крупные потребности в финансировании.

Большие и стойкие бюджетные дефициты в большинстве стран с формирующимся рынком и стран с пограничной экономикой, вероятно, сохранятся в 2021 году, хотя и в меньшей степени, чем в 2020 году. В базисном сценарии ПРМЭ, предусматривающем сохранение либеральных финансовых условий, рыночное финансирование будет оставаться значимым источником средств, как это было характерно для последних месяцев (рис. 4). Возобновление портфельных потоков является важнейшим фактором для стабильности многих стран с формирующимся рынком (рис. 5); странам принципиально важно сохранять доступ к рынкам. Неравномерность восстановления мировой экономики вследствие задержек в решении вопросов здравоохранения и вакцинации могут создать огромные трудности для стран с формирующимся рынком и стран с пограничной экономикой. Принимая во внимание, что в некоторых странах проводимые меры уже сдерживаются вследствие ограниченности пространства для политики, особенно в тех случаях, когда еще полностью не восстановлен доступ к рынкам капитала, перспективы повышения долгосрочных процентных ставок в странах с развитой экономикой, по мере перехода центральных банков к дальнейшей нормализации политики, могут создать угрозу для пролонгации инструментов, покрывающих крупные потребности во внешнем финансировании (рис. 6).

Хотя проблемы в области платежеспособности до настоящего времени остаются ограниченными, в секторе нефинансовых корпораций сохраняются факторы риска. Благодаря беспрецедентной поддержке за счет мер политики спреда восстановились почти полностью, даже в сегменте ниже инвестиционной категории, хотя сохраняются различия между секторами (рис. 7). Коэффициенты дефолта среди крупных фирм оставались существенно ниже прошлых пиковых уровней, а количество банкротств среди более мелких компаний было низким, а в некоторых случаях даже уменьшилось. Однако проблемы сохраняются. Например, количество потенциальных «падших ангелов» (то есть компаний с рейтингом ВВВ– и неблагоприятными перспективами) в мире в целом с начала пандемии увеличилось в три раза, а в некоторых юрисдикциях (например, в Европейском союзе и США) существует повышенная опасность дальнейшего снижения рейтингов (рис. 8). В Китае дефолты среди государственных предприятий в последнем квартале 2020 года указывают на то, что преодоление факторов финансовой уязвимости по-прежнему является

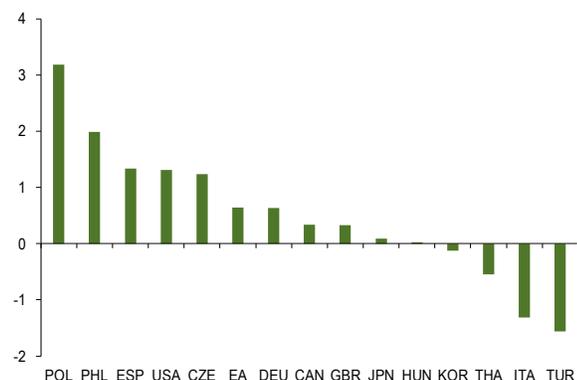
БЮЛЛЕТЕНЬ ПО ВОПРОСАМ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ, ЯНВАРЬ 2021 ГОДА

Figure 9. European Bank Performance Metrics
(Percent)



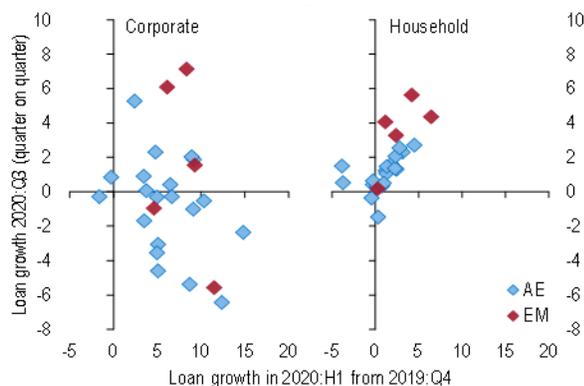
Sources: Bloomberg Finance L.P.; and IMF staff calculations.
Note: 2022 consensus EPS forecasts are used for the market-implied cost of equity, with consensus expectations used for ROE.

Figure 10. Bank Lending Standards, Nonfinancial Firms
(Standard deviations from mean; higher is tighter; Q3 2020)



Sources: CEIC; Haver Analytics; and IMF staff calculations.

Figure 11. Bank Loan Growth
(Percent)



Sources: Haver Analytics; and IMF staff calculations.

Note: AE = advanced economy; EM = emerging market.

одной из приоритетных задач. В конечном счете благополучие корпоративного сектора на глобальном уровне будет в решающей мере зависеть от динамики пандемии, а также от степени и продолжительности поддержки за счет мер политики. Если инвесторы пересмотрят свои взгляды на перспективы экономического роста и будущие меры денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики, то могут возобновиться проблемы с ликвидностью и риск того, что эти проблемы будут вести к неплатежеспособности.

Задолженность домашних хозяйств может повыситься ввиду адаптивных финансовых условий.

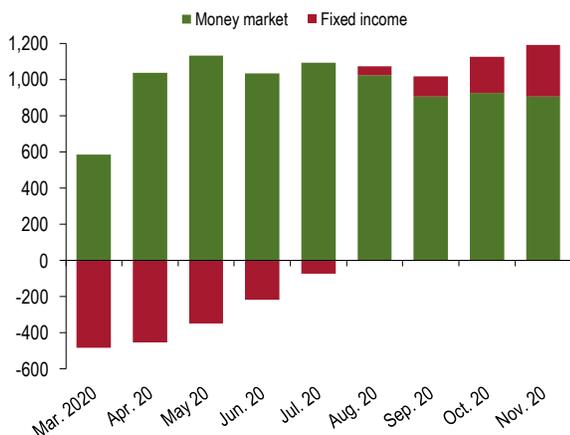
До настоящего времени напряжение в секторах домашних хозяйств смягчалось крупными программами государственной поддержки и помощи, а также снижениями процентных ставок, которые вели к уменьшению расходов на обслуживание долга. Однако менее обеспеченные и более социально отчужденные домашние хозяйства пострадали существенно сильнее, чем остальные. Это свидетельствует о том, что факторы уязвимости неравномерно распределяются среди некоторых групп домашних хозяйств, и финансовая напряженность может усилиться, если поддержка за счет мер политики будет прекращена слишком рано или если экономическое восстановление будет неполным.

Существующие проблемы пока не связаны с банками.

К началу пандемии банки имели крупные запасы капитала и большие резервы ликвидности и пока проявляют устойчивость, при этом беспрецедентная поддержка за счет мер политики способствовала поддержанию потока кредита домашним хозяйствам и компаниям. Между тем проблемы с рентабельностью в условиях низких процентных ставок ставят под вопрос способность или желание банков продолжать кредитовать заемщиков в предстоящие кварталы. Банки могут начать испытывать обеспокоенность в отношении роста открытых позиций по кредитам и увеличения необслуживаемых кредитов по завершении мер поддержки, особенно в тех случаях, когда восстановление экономики может задержаться или оказаться неполным. Банки могут также сталкиваться с трудностями обеспечения уровней прибыли выше стоимости капитала в условиях дальнейшего сужения чистой процентной маржи — явлением, которое уже в течение длительного времени отмечается в Японии и Европе (рис. 9). В некоторых случаях стандарты андеррайтинга для нефинансовых компаний ужесточились (рис. 10), и

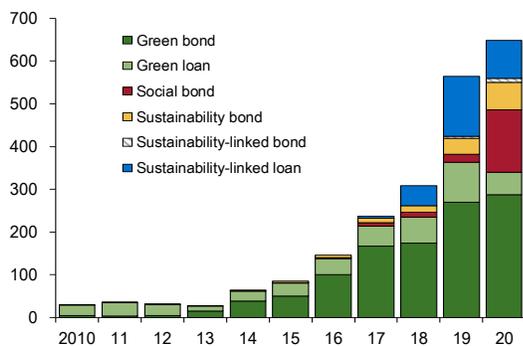
БЮЛЛЕТЕНЬ ПО ВОПРОСАМ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ, ЯНВАРЬ 2021 ГОДА

Figure 12. Flows into Global Investment Funds
(Billions of US dollars, cumulative since March 2020)



Source: Morningstar.

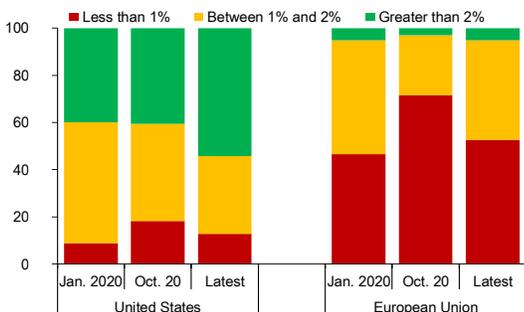
Figure 13. Global Sustainable Debt Issuance
(Billions of US dollars)



Sources: BloombergNEF; and IMF staff calculations.

Note: 2020 is partial data as of November 30.

Figure 14. Market-Implied Probability of Inflation Outcomes
(Percent, over five years)



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

рост банковских кредитов во многих странах остается низким либо замедлился в последние месяцы (рис. 11).

В связи с улучшением рыночных настроений возобновился приток средств в инвестиционные фонды. Настоятельная необходимость продуктивного инвестирования наличных средств в условиях повышательной рыночной конъюнктуры побуждают инвесторов ориентироваться на повышение доходности. В период с марта по ноябрь 2020 года отмечалось поступление средств в фонды инструментов с фиксированным доходом в размере примерно 280 млрд долларов, в том числе приток с начала сентября составил 230 млрд долларов (рис. 12). Однако по-прежнему вызывают беспокойство факторы уязвимости в инвестиционных фондах: завышенные цены на активы подвергают инвестиционные фонды риску, связанному с ценовой коррекцией, а проблемы несогласованности позиций по уровню ликвидности и срокам остаются в значительной степени нерешенными².

Рынки капитала приобретают все большую значимость в качестве источника финансирования для борьбы с изменением климата и достижения социальных целей, и они могут играть принципиально важную роль в придании экономическому подъему большей ориентации на экологические вопросы. Более широкое признание необходимости в социальных расходах, вероятно, связанное с усилиями по борьбе с пандемией, привело в 2020 году к очень значительному увеличению выпуска социальных облигаций. Заемщики осуществляли привлечение устойчивых финансовых ресурсов, так что выпуск долговых инструментов устойчивого характера в 2020 году превысит рекордные показатели 2019 года, достигнув уровня свыше 650 млрд долларов (рис. 13).

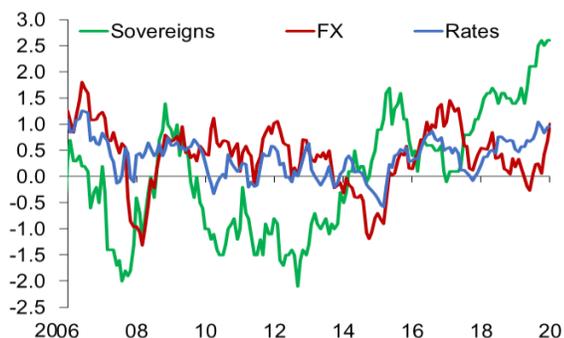
«Снова ринемся в пролом»

Текущая поддержка за счет мер политики остается необходимой до тех пор, пока не закрепится устойчивый подъем, чтобы не допустить создания угрозы для мировой финансовой системы со стороны кризиса, вызванного пандемией. Мировому сообществу следует стремиться к многостороннему сотрудничеству в деле справедливой разработки вакцины и ее поставки по всему миру для обеспечения равномерного и полного восстановления экономики.

²См. главу 1 октябряского Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности 2020 года и [Комплексный обзор СФС](#).

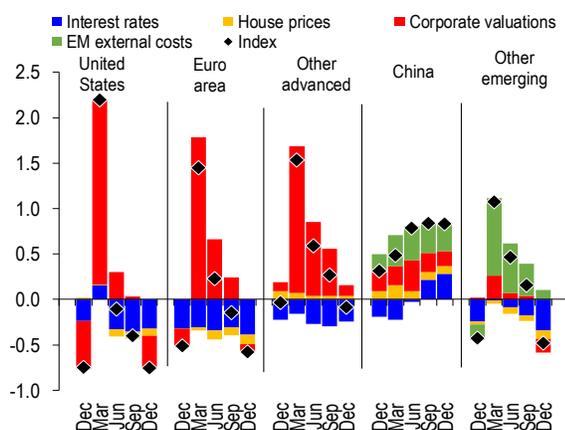
БЮЛЛЕТЕНЬ ПО ВОПРОСАМ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ, ЯНВАРЬ 2021 ГОДА

Figure 15. Investor Positioning in Emerging Market Assets
(Reported investment position in excess of average in units of standard deviation)



Source: J.P. Morgan emerging markets client survey as of December 10, 2020. Note: FX = foreign exchange.

Figure 16. Financial Conditions Indices
(Standard deviations from mean)



Source: IMF staff calculations.

Note: Higher indicates tighter financial conditions. EM = emerging market. Series begins December 2019 and ends December 2020.

Директивным органам необходимо закреплять достигнутый к настоящему времени прогресс и опираться на разворачивание вакцинации для возврата к устойчивому росту. На период до того момента, когда вакцины станут широко доступны, требуется сохранять адаптивную денежно-кредитную политику, обеспечивая поддержку ликвидности для домашних хозяйств и компаний и сдерживая финансовые риски³. Недостаточная поддержка за счет мер политики может создать угрозу восстановлению экономики, при этом МВФ и другие многосторонние организации готовы оказывать дальнейшую поддержку в случае материализации риска дальнейшего ухудшения ситуации.

В то же время директивным органам необходимо принимать во внимание риски коррекции на рынке, если инвесторы внезапно изменят свои взгляды на будущий рост или перспективы в отношении мер политики. Учитывая что подъем еще находится в начальной стадии и по-прежнему ожидается низкая инфляция, предполагается, что денежно-кредитная политика в течение еще ряда лет будет оставаться адаптивной (рис. 14). Представляется, что на некоторых рынках цены на активы являются завышенными. На финансовых рынках преобладает самоуспокоенность, поскольку инвесторы, вероятно, делают ставку на стойкую поддержку со стороны мер политики, а однородность взглядов участников рынков повышает риск коррекции цен (рис. 15). Внезапное резкое ужесточение финансовой конъюнктуры по сравнению с текущими очень мягкими условиями (например, в результате стойкого повышения долгосрочных процентных ставок) может вызвать исключительно сильные негативные последствия, если такое ужесточение условий наложится на проявление факторов финансовой уязвимости (рис. 16)

³Рассмотрение мер денежно-кредитной, налогово-бюджетной и финансовой политики в поддержку подъема и приоритетов политики на период, когда пандемия будет поставлена под контроль, см. в октябрьском *Докладе по вопросам глобальной финансовой стабильности 2020* года.

БЮЛЛЕТЕНЬ ПО ВОПРОСАМ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ, ЯНВАРЬ 2021 ГОДА

Note for all charts where applicable: Data labels use International Organization for Standardization (ISO) country codes.

Риски для финансовой стабильности до настоящего времени остаются под контролем, но требуются меры для устранения выявленных кризисом факторов финансовой уязвимости. Директивным органам требуется найти компромисс в распределении мер политики во времени с продолжением поддержки подъема до тех пор, пока не закрепится устойчивый рост, и преодолением факторов финансовой уязвимости, которые были заметны до пандемии или возникли после ее начала. Эти факторы включают рост задолженности предприятий, проблемы неустойчивости в секторе небанковских финансовых организаций, увеличение суверенной задолженности, проблемы доступа к рынку в случае отдельных развивающихся стран и снижение рентабельности в некоторых банковских системах. Для преодоления этих факторов уязвимости принципиально важно применять меры макропруденциальной политики, чтобы не допустить риска для экономического роста в среднесрочной перспективе.