

ДОКЛАД ПО ВОПРОСАМ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

Аналитическое резюме

Общая оценка: каково состояние вопроса на сегодняшний день?

На фоне продолжающихся усилий стран мира по преодолению глобальной пандемии до настоящего времени удается сдерживать риски, угрожающие финансовой стабильности. Это достигается благодаря непрерывной поддержке со стороны мер денежно-кредитной и бюджетной политики и оживлению мировой экономики в этом году. Несмотря на дальнейшее смягчение финансовых условий в странах с развитой экономикой в целом, оптимизм, давший импульс динамике рынка в первом полугодии года, в течение лета немного угас. Инвесторы стали испытывать нарастающее беспокойство по поводу экономического прогноза на фоне распространения вирусной инфекции и возросшей неопределенности по поводу устойчивости восстановления — особенно в странах с развивающимся рынком. В конце сентября опасения по поводу того, что инфляционное давление может оказаться более продолжительным, чем первоначально предполагалось, послужили толчком к повышению доходности в номинальном выражении, что привело к развороту в нескольких странах отмечавшегося ранее тренда. Несмотря на некоторое улучшение ситуации за период после публикации апрельского выпуска «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2021 года, в ряде секторов сохраняется повышенная финансовая уязвимость, которую частично скрывают масштабные стимулирующие меры государственной поддержки. Разработчики политики оказались перед непростым компромиссом: продолжать оказывать поддержку мировой экономике в краткосрочной перспективе, избегая при этом нежелательных последствий и рисков, угрожающих финансовой стабильности в среднесрочной перспективе. Продолжительный период чрезвычайно мягких условий финансирования — хотя и необходимых для поддержания восстановления экономики — может привести к чрезмерному завышению стоимости активов и усилить факторы финансовой уязвимости. Некоторые тревожные сигналы, например повышение уровня принятия рисков на финансовых рынках и усиление уязвимости в секторе небанковских финансовых учреждений, указывают на ухудшение основ финансовой стабильности. Если не будут приняты меры, эти факторы уязвимости могут превратиться в неурегулированные структурные проблемы, поставив под угрозу среднесрочный рост и испытывая на прочность глобальную финансовую систему.

Развитие ситуации за время после публикации апрельского «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2021 года

В целом в странах с развитой экономикой отмечается дальнейшее смягчение финансовых условий на фоне ожиданий сохранения курса на смягчение денежно-кредитной политики и роста стоимости рискованных активов. Напротив, в странах с формирующимся рынком финансовые условия в целом почти не изменились, поскольку ужесточение денежно-кредитной политики с учетом инфляционного давления в некоторых странах нивелировало рост стоимости рискованных активов (рис. 1).

Балансы предприятий в целом укрепились. Опасения существенного роста банкротств не оправдались благодаря адресным мерам бюджетной политики и беспрецедентной поддержке со стороны денежно-кредитной политики. Доходы выросли, при этом в некоторых странах уровень рентабельности превысил показатели до пандемии (рис. 2). Кредитное качество на рынке облигаций со спекулятивным рейтингом продолжает улучшаться, и уровень дефолтов как, ожидается, будет оставаться низким.

Финансовое положение домохозяйств улучшилось и выглядит более устойчивым, чем во время мирового финансового кризиса. На их положении благоприятно сказываются снижение процентных ставок и поддержка доходов и процентных расходов, включая мораторий на погашение долгов в некоторых странах. Коэффициенты обслуживания долга во многих странах снизились, в результате чего уменьшился риск дефолта по ипотечным и другим потребительским кредитам (рис. 3).

В странах в формирующемся рынке и странах с пограничной экономикой прогноз потоков портфельных средств улучшился на фоне продолжающегося восстановления экономики и уверенности по поводу рискованных активов в мире, хотя потоки долговых обязательств в национальной валюте не восстановились после ослабления в I квартале. Эмиссия инструментов в твердой валюте уверенно восстановилась, при этом многие эмитенты с более низким рейтингом возвращаются на рынки капитала (рис. 4).

Благодаря устойчивой ситуации с капиталом в мире глобальный банковский сектор продолжает играть крайне важную роль в поддержке кредитования экономики. За исключением небольшого сегмента слабых банков в ряде стран, банки сохранили устойчивость. Это стало возможным благодаря многолетней практике формирования капитала в результате реформ, проведенных после мирового финансового кризиса, а также неуклонной беспрецедентной поддержке со стороны денежно-кредитной и бюджетной политики.

Мировой финансовый сектор — и в частности, сектор инвестиционных фондов — может играть ключевую роль в мобилизации частных инвестиций для ускорения перехода к низкоуглеродной экономике и смягчению изменения климата (глава 3). Ввиду повысившейся во время пандемии осведомленности инвесторов о рисках катастрофических событий, с начала 2020 года отмечается усиление потока средств в ответственные инвестиционные фонды, в частности в фонды климатических инвестиций (рис. 5). Приток средств способствует поддержанию ответственной практики в вопросах климата и эмиссии облигаций «зелеными» компаниями. Ответственные инвесторы могут также оказывать положительное влияние на финансовую стабильность, поскольку они в меньшей степени руководствуются соображениями краткосрочной прибыли. Однако сектор ответственных инвестиционных фондов остается небольшим по размеру (на конец 2020 года активы под управлением составляли 3,6 трлн долларов США, из которых только 130 млрд долларов США были размещены в климатических фондах).

В то же время, сохраняются риски на фоне все еще повышенных факторов финансовой уязвимости

После заметного снижения в течение лета глобальная доходность долгосрочных долговых инструментов в конце сентября повысилась, полностью развернув предыдущую динамику в некоторых странах; это произошло в связи с опасениями по поводу того, что ценовое давление будет более продолжительным, чем изначально предполагалось (рис. 6).

Несмотря на то что инвесторы по-прежнему ожидают, что недавнее ценовое давление снизится до умеренного уровня, а затем постепенно угаснет, на финансовых рынках недавно усилились опасения по поводу инфляционных рисков (рис. 7). Помимо недавнего повышения цен на энергоносители и сырьевые товары, инвесторы отмечают, что дестабилизация цепочек поставок и дефицит рабочей силы и материалов могут оказаться более длительными, чем ожидается в настоящее время, а это скажется на динамике заработной платы и в конечном счете повлияет на ослабление фиксации инфляционных ожиданий.

На некоторых сегментах рынка цены на активы, возможно, являются завышенными. Несмотря на отмечавшуюся недавно нестабильность на рынке, за период после апрельского выпуска ДГФС 2021 года цены на акции в целом дополнительно повысились благодаря мягкой денежно-кредитной политике и высоким доходам. Вместе с тем, на большинстве рынков сохраняется повышенный дисбаланс цен на акции (по сравнению со значениями на основе фундаментальных показателей) (рис. 8). Кредитные спреды сузились до уровня ниже показателей до пандемии. Во многих странах отмечается быстрый рост цен на жилье, что связано, помимо прочего, с улучшением перспектив, поддерживаемыми мерами политики и изменением предпочтений домохозяйств.

Страны с формирующимся рынком и страны с пограничной экономикой по-прежнему испытывают серьезные потребности в финансировании. Во многих странах на фоне внутренних факторов (роста инфляции и опасений по поводу бюджета) повысилась доходность государственных облигаций в национальной валюте. Отмеченное в конце сентября повышение доходности казначейских облигаций США в перспективе может оказать дополнительное давление, что обернется ростом стоимости финансирования для многих стран. Инфляционное давление побудило многие центральные банки ужесточить курс денежно-кредитной политики. Прогноз для потоков капитала улучшился, благодаря

продолжающемуся восстановлению и устойчивой склонности к риску в мире. Денежно-кредитные условия остаются в целом мягкими, с глубоко отрицательными реальными процентными ставками. Между тем есть риск того, что в предстоящие годы реальные ставки могут существенно повыситься (рис. 9). Внезапное изменение курса денежно-кредитной политики в странах с развитой экономикой может повлечь за собой резкое ужесточение условий финансирования, что негативно скажется на потоках капитала и усугубит давление на страны, в отношении которых существуют опасения по поводу устойчивости долга (рис. 10).

Несмотря на улучшение ситуации в ходе восстановления экономики, финансовые факторы уязвимости остаются повышенными в ряде секторов. В нефинансовых компаниях восстановление по-прежнему происходит неравномерно по странам, секторам и размеру компаний. Повышенные риски платежеспособности сохраняются в секторах, наиболее пострадавших от пандемии (например, на транспорте и в сфере услуг), а также среди малых компаний (рис. 11). В Китае условия кредитования ужесточились, особенно для компаний с низким кредитным рейтингом и в провинциях с более слабым состоянием государственных финансов.

Сохраняются факторы уязвимости в инвестиционных фондах, выявленные во время ажиотажного спроса на ликвидность в марте 2020 года; риски также повышаются в некоторых других небанковских финансовых организациях, стремящихся к более высокой доходности для достижения номинальных целевых уровней прибыли. Например, компании по страхованию жизни во многих юрисдикциях все еще характеризуются повышенным несоответствием дюрации активов и обязательств. Стремясь повысить прибыльность своих инвестиций, компании по страхованию жизни в США и Европе увеличили доли облигаций более низкого качества. В существующих условиях устойчиво низких процентных ставок и обильной ликвидности более широкое использование финансового леввериджа для поднятия рентабельности может вызвать волатильность на финансовых рынках.

В банковском секторе стандарты андеррайтинга кредитов остаются ограничительными во многих странах. Согласно опросам банковских сотрудников по работе с кредитами, ожидается, что такой подход будет сохраняться, при этом основным фактором, сдерживающим рост кредитования, являются риски для кредитных перспектив. Замедление роста международного банковского кредитования может создать дополнительные риски для экономического роста во многих странах с формирующимся рынком.

Продолжается быстрый рост экосистемы криптоактивов (рис. 12), который создает новые возможности и вызовы (глава 2). Биржи криптоактивов сопряжены с рядом операционных рисков и рисков для финансовой добросовестности вследствие их трансграничных операций. Важным вопросом в отношении криптоактивов и децентрализованных финансов являются риски с точки зрения защиты инвесторов. Например, стейблкоины обычно характеризуются недостаточным раскрытием информации и подвержены риску массового изъятия средств в случае сомнений в уровне соответствующих резервов. В странах с формирующимся рынком внедрение криптоактивов, возможно, ускоряет долларизацию и ослабляет действенность существующих валютных ограничений и мер контроля над операциями с капиталом. Расширение купли-продажи криптоактивов пользователями в странах с формирующимся рынком способно вызвать дестабилизирующие потоки капитала. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны, сталкивающиеся с этими рисками, должны в первую очередь усилить меры макроэкономической политики и рассмотреть возможные преимущества выпуска цифровых валют центрального банка. При этом на мировом уровне директивным органам следует взаимодействовать на основе Дорожной карты Группы 20-ти по развитию трансграничных платежей, с тем чтобы сделать такие платежи более оперативными, дешевыми, прозрачными и широкодоступными.

Рекомендации в области политики

Поддерживающие меры политики по-прежнему играют важнейшую роль в содействии происходящему восстановлению, но они должны быть адаптированы к условиям конкретной страны ввиду неодинаковых темпов восстановления экономики в разных странах. Центральным банкам следует предоставлять четкие коммуникации относительно дальнейшей направленности политики, чтобы не допустить внезапного ужесточения условий финансирования. Если ценовое давление окажется более стойким, чем ожидается в настоящее время, органам денежно-кредитного регулирования следует предпринять решительные действия, чтобы не допустить ослабления фиксации инфляционных ожиданий. Налогово-бюджетная политика должна по-прежнему обеспечивать поддержку уязвимых предприятий и групп

населения. С учетом имеющегося бюджетного пространства налогово-бюджетные меры должны носить адресный характер с ориентацией на характеристики и потребности конкретной страны.

В свете возможной необходимости длительной поддержки посредством мер политики для обеспечения устойчивого и всеобъемлющего восстановления директивные органы должны действовать решительно для предотвращения возможных непреднамеренных последствий беспрецедентных мер, принятых во время пандемии. Директивным органам следует ужесточить отдельные макропруденциальные инструменты для урегулирования очагов повышенной уязвимости, избегая при этом широкого ужесточения финансовых условий. Ввиду возможных лагов между активизацией и воздействием таких инструментов, меры следует принимать заблаговременно. В случае отсутствия таких инструментов (например, в секторе небанковских финансовых посредников) директивным органам следует срочно 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. В частности, директивным органам следует безотлагательно принять меры для устранения уязвимостей в инвестиционных фондах посредством усиления пруденциального надзора и регулирования, чтобы заблаговременно повысить устойчивость к рискам нехватки ликвидности. Важно отметить, что глобальный масштаб деятельности инвестиционных фондов диктует необходимость проведения дальнейшей реформы на основе координации с международным сообществом в рамках Совета по финансовой стабильности.

Страны с формирующимся рынком и страны с пограничной экономикой по-прежнему уязвимы к внезапному ужесточению условий внешнего финансирования. Наряду с эффективным использованием исторического общего распределения специальных прав заимствования, им следует восстановить должным образом резервы и провести структурные реформы для защиты от ущерба, связанного с разворотом потоков капитала и внезапным повышением стоимости финансирования.

Разработчикам экономической политики в странах с формирующимся рынком также необходимо решать проблемы, вызванные цифровой долларизацией. Им следует развернуть или предотвратить процесс долларизации путем укрепления доверия к денежно-кредитной политике центрального банка, защиты независимости центрального банка и сохранения устойчивости бюджета. Потребуется действенные нормативно-правовые меры, чтобы ослабить стимулы для использования иностранной валюты. Следует создать адекватную основу для поставщиков услуг криптоактивов, предусматривающую координацию между национальными органами регулирования. В более общем плане, страны должны пересмотреть подходы к ограничениям потоков капитала, учитывая распространение цифровизации, при этом для урегулирования технологических, нормативно-правовых и надзорных задач необходимо трансграничное взаимодействие и сотрудничество (см. главу 2).

Для содействия росту сектора ответственных инвестиционных фондов и смягчения потенциальных рисков, угрожающих финансовой стабильности, связанных с переходом к «зеленой» экономике, разработчикам политики следует безотлагательно укрепить глобальную информационную архитектуру по вопросам климата (данные, раскрытие информации, классификация ответственного финансирования). После создания такой архитектуры они могли бы также рассмотреть инструменты для направления сбережений в пользу фондов, способствующих переходу к «зеленой» экономике (такие как финансовые стимулы для инвестиций в климатические фонды). Наконец, им следует проводить анализ сценариев и стресс-тестирование в секторе инвестиционных фондов для смягчения потенциальных рисков, угрожающих финансовой стабильности в связи с таким переходом.

Рисунки приводятся в версии резюме и полного текста доклада на английском языке: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2021/10/12/global-financial-stability-report-october-2021>