

ДОКЛАД ПО ВОПРОСАМ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

Резюме

Впервые за десятилетия мировая экономика столкнулась с неуклонно высокой инфляцией. После мирового финансового кризиса, когда инфляционное давление ослабло, процентные ставки были чрезвычайно низкими в течение многих лет, при этом инвесторы привыкли к низкой волатильности. Это привело к смягчению финансовых условий, что способствовало экономическому росту, но одновременно содействовало накоплению факторов финансовой уязвимости. Теперь, когда инфляция достигла максимальных значений за несколько десятилетий, органы денежно-кредитного регулирования в странах с развитой экономикой ускоряют темпы нормализации денежно-кредитной политики. На фоне роста инфляции и давления на курсы национальных валют директивные органы в странах с формирующимся рынком продолжают ужесточать денежно-кредитную политику, при этом между регионами отмечаются заметные различия. В этом году финансовые условия на мировых рынках заметно ужесточились, что привело к оттоку капитала из многих стран с формирующимся рынком и из стран с пограничной экономикой, имеющих более слабые макроэкономические основы. В условиях повышенной экономической и геополитической неопределенности в сентябре инвесторы решительно сокращали вложения в рискованные активы. На фоне ухудшившейся за последние недели ситуации возросли ключевые показатели системного риска, такие как стоимость долларового финансирования и кредитные спреды контрагентов. Существует риск неупорядоченного ужесточения финансовых условий, которое может усугубиться под влиянием факторов уязвимости, накопившихся в течение нескольких лет. В докладе основное внимание будет уделено рискам, угрожающим глобальной финансовой стабильности, с учетом сложившейся макрофинансовой ситуации, с которой многие разработчики политики и участники рынка ранее не сталкивались.

За период после опубликования апрельского «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» (ДФС) 2022 года перспективы развития мировой экономики существенно ухудшились. Сформировался ряд рисков в сторону ухудшения ситуации, в том числе более серьезное, чем ожидалось, инфляционное давление, более глубокое, чем ожидалось, замедление темпов экономического роста в Китае на фоне вспышек COVID-19 и самоизоляции, а также дополнительные вторичные эффекты, обусловленные вторжением России в Украину. В результате замедление мировой экономики усилилось.

В условиях чрезвычайной неопределенности в отношении перспектив развития экономики и неуклонно высокой инфляции центральные банки продолжили политику нормализации денежно-кредитной политики для восстановления стабильности цен. За период после опубликования апрельского ДФС 2022 года для большинства регионов условия на глобальных финансовых рынках ужесточились (рис. 1). Отчасти это стало преднамеренным следствием ужесточения денежно-кредитной политики, а отчасти было обусловлено усилением неопределенности в отношении перспектив с апреля. В Китае, напротив, отмечается некоторое смягчение условий в результате предоставления директивными органами дополнительной поддержки, с тем чтобы компенсировать ухудшение экономического прогноза и напряженность в секторе недвижимости.

За период после апрельского ДФС 2022 года риски, угрожающие глобальной финансовой стабильности, возросли, а баланс рисков существенно сместился в сторону ухудшения ситуации. Диапазон неблагоприятных показателей роста ВВП, основанный на распределении вероятностей будущего роста ВВП, находится в минимальном 20-м процентиле за последние сорок лет (рис. 2). Факторы финансовой уязвимости повышены в суверенном секторе и секторе небанковских финансовых учреждений, а показатели рыночной ликвидности ухудшились по некоторым ключевым классам активов.

За период с апреля отмечается чрезвычайно волатильная динамика процентных ставок и цен на рискованные активы; это обусловлено повышенной неопределенностью в отношении экономических прогнозов и мер политики. До конца июня наблюдалась распродажа рискованных активов, вызванная опасениями того, что центральным банкам придется ускорить темпы повышения директивных процентных ставок для борьбы с высокой инфляцией. Отмечаются серьезные потери стоимости активов стран с формирующимся рынком, а спреды по суверенным высокодоходным облигациям стран с формирующимся рынком почти достигли уровней, которые в последний раз отмечались в марте 2020 года (рис. 3). На рынках криптоактивов также наблюдалась чрезвычайная волатильность, которая привела к обвалу некоторых из наиболее рискованных сегментов рынка и ликвидации позиций некоторых фондов криптоактивов.

В середине года, по мере усиления опасений по поводу рецессии, на рынке рискованных активов отмечался подъем в надежде на то, что цикл нормализации денежно-кредитной политики закончится ранее, чем ожидалось. Однако впоследствии эта тенденция сменилась на противоположную, и рискованные активы понесли дальнейшие потери, поскольку основные центральные банки однозначно подтвердили свою решимость бороться с инфляцией и выполнять свои мандаты по поддержанию стабильности цен.

Расхождения между инвесторами в оценках наиболее вероятных показателей инфляции, по-видимому, стали более значительными. В зоне евро велика вероятность как низких, так и высоких показателей инфляции, что, вероятно, обусловлено усилением озабоченности по поводу замедления совокупного роста (рис. 4). Вместе с тем

существует риск того, что эффект быстрой и неупорядоченной переоценки рисков активов в ближайшие месяцы может вступить во взаимодействие с уже имеющимися факторами уязвимости и дефицита ликвидности на рынке и усилиться за счет этого.

Показатели ликвидности на рынках всех классов активов ухудшились, в том числе на рынках, которые обычно высоколиквидны, а также среди стандартизированных и биржевых продуктов. Спреды между курсами покупателей и продавцов облигаций Казначейства США значительно увеличились, емкость рынка серьезно снизилась, а премии за ликвидность повысились (рис. 5).

За период после апрельского ДГФС 2022 года на европейских финансовых рынках отмечается напряженность. Усиление опасений по поводу рецессии на фоне дефицита природного газа и возобновление рисков фрагментации в еврозоне спровоцировали распродажу активов. Однако после того как Европейский центральный банк объявил о новом инструменте борьбы с фрагментацией в зоне евро (Инструмент защиты трансмиссионного механизма), спреды между доходностью государственных облигаций Южной Европы и доходностью государственных облигаций Германии сузились. В Соединенном Королевстве на фоне опасений инвесторов по поводу прогноза бюджета и инфляции после объявления о значительном сокращении налогов за счет заимствований, а также бюджетных мер, направленных на урегулирование ситуации с высокими ценами на энергоносители, настроения на рынке серьезно ухудшились. Британский фунт стерлингов внезапно обесценился, а цены на суверенные облигации резко упали. В целях недопущения перерастания дестабилизации рынка государственных обязательств в серьезный риск, угрожающий финансовой стабильности в Соединенном Королевстве, Банк Англии, руководствуясь своим мандатом по поддержанию финансовой стабильности, объявил 28 сентября о временной и целевой покупке долгосрочных государственных облигаций Соединенного Королевства.

Центральные банки стран с развивающимся рынком и стран с пограничным рынком также продолжили ужесточение денежно-кредитной политики. Однако между регионами по-прежнему сохраняются серьезные различия, поскольку некоторые страны, реагируя на инфляционное давление, проводят более раннее и более агрессивное повышение директивных процентных ставок. Условия на рынках облигаций в национальной валюте существенно ухудшились, что обусловлено обеспокоенностью по поводу макроэкономических перспектив и роста уровня задолженности. Премии за срок по суверенным облигациям резко возросли, особенно для стран Центральной и Восточной Европы.

Страны с формирующимся рынком сталкиваются со множеством рисков, связанных с высокой стоимостью внешних заимствований, неуклонно высокой инфляцией, волатильностью на рынках сырьевых товаров, повышенной неопределенностью по поводу перспектив мировой экономики и давлением, связанным с ужесточением денежно-кредитной политики в странах с развитой экономикой. Напряженность особенно остро ощущается в странах с пограничными рынками, где проблемы обусловлены совокупностью таких факторов, как ужесточение финансовых условий, ухудшение фундаментальных показателей и высокая подверженность волатильности цен на сырьевые товары. Продолжился рост процентных расходов по обслуживанию государственного долга, усиливший неотложные потребности в ликвидности. В условиях неблагоприятных фундаментальных показателей и отсутствия склонности инвесторов к риску за этим могут последовать дефолты. Тем не менее до настоящего времени инвесторы сохраняют дифференцированный подход к странам с формирующимся рынком, и многие из крупнейших развивающихся рынков, по-видимому, более устойчивы к внешним факторам уязвимости. После того как в первом полугодии произошел значительный отток средств, потоки портфельных инвестиций нерезидентов остаются низкими, несмотря на некоторые признаки стабилизации (рис. 6). Выпуск суверенных облигаций в твердой валюте резко снизился. Если условия доступа к рынкам не улучшатся, многим эмитентам из пограничных рынков придется искать альтернативные источники финансирования и/или проводить перепрофилирование и реструктуризацию долга.

На фоне сложных макроэкономических условий глобальный корпоративный сектор также испытывает напряжение. С апреля кредитные спреды значительно увеличились во многих секторах. Крупные предприятия сообщают о сокращении чистой прибыли из-за более высоких затрат, в то время как прогнозы глобального роста доходов, по-видимому, все чаще пересматриваются в сторону понижения из-за опасений по поводу возможной рецессии. В крупных странах с развитой экономикой уже растет число банкротств малых предприятий, поскольку такие предприятия больше пострадали от роста стоимости заимствований и сокращения бюджетной поддержки. Компании, которые полагаются на финансовые рынки с использованием заемных средств, сталкиваются с ужесточением условий и стандартов кредитования на фоне неблагоприятных условий для роста. Во время экономического спада кредитное качество таких активов может подвергнуться испытанию на прочность, а это может обернуться потенциальными вторичными эффектами для макроэкономики в более широком плане.

По мере того как центральные банки агрессивно ужесточают денежно-кредитную политику, рост стоимости заемных средств и ужесточение стандартов кредитования наряду с завышением стоимости активов в результате продолжительного периода роста цен, могут негативно сказаться на рынке жилья. При наихудшем сценарии реальные цены на жилье могут значительно снизиться ввиду недостаточного платежеспособного спроса и ухудшения экономических перспектив (рис. 7).

В Китае спад в секторе недвижимости стал более глубоким, поскольку в результате резкого снижения продаж жилья во время самоизоляции в связи с COVID-19 усугубился дефицит ликвидности у застройщиков, что вызвало обеспокоенность по поводу более широких рисков, угрожающих платежеспособности. Влияние банкротств

застройщиков может распространиться на банковский сектор, затронув некоторые уязвимые небольшие банки и отечественные системно значимые банки, учитывая их более низкие резервы капитала и более высокий риск концентрации кредитов, связанных с сектором недвижимости (рис. 8).

Благодаря высокому уровню капитала и достаточным буферам ликвидности устойчивость глобального банковского сектора укрепилась. Тем не менее, как показывает проведенный МВФ стресс-тест глобальной банковской системы, в сценарии, предполагающем внезапное и резкое ужесточение финансовых условий, которое спровоцирует рецессию в мировой экономике в 2023 году на фоне высокой инфляции, до 29 процентов банков развивающихся рынков (по размеру активов) нарушат требования к капиталу, тогда как большинство банков стран с развитой экономикой сохранят устойчивость. Для восстановления буферов и устранения дефицита капитала потребуется более 200 млрд долларов США (рис. 9).

Как отмечается в главе 2, в ближайшие годы страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны будут нуждаться в значительном финансировании деятельности, связанной с изменением климата, чтобы сократить свои выбросы парниковых газов и адаптироваться к материальным последствиям изменения климата. Устойчивое финансирование быстро растет, но страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны по-прежнему находятся в невыгодном положении. Решительному наращиванию масштабов частного финансирования деятельности, связанной с изменением климата, препятствуют немалые трудности, в том числе отсутствие поддерживающих мер политики в области климата (таких как эффективная система установления тарифов за выбросы углерода) и все еще слабая информационная архитектура в области климата (рис. 10).

Инвестиционные фонды открытого типа играют все более важную роль на финансовых рынках. Однако дисбаланс ликвидности между их активами и обязательствами вызывает опасения по поводу финансовой стабильности. В главе 3 рассматривается вопрос о том, как фонды открытого типа, размещающие средства в неликвидных активах, предлагая при этом ежедневные погашения, могут стать ключевым фактором нестабильности цен на активы. Это может проявляться в виде усиления вероятности массового изъятия средств инвесторами и распродажи активов, (рис. 11). Уязвимость фондов открытого типа может также привести к трансграничным вторичным эффектам и повлечь за собой ужесточение условий финансирования на внутреннем рынке в целом, а это может создать потенциальные риски для макрофинансовой стабильности.

Рекомендации в области мер политики

Центральные банки должны действовать решительно, чтобы вернуть инфляцию в целевой диапазон, не допуская при этом закрепления инфляционного давления и избегая ослабления фиксации инфляционных ожиданий, которое может подорвать доверие. Высокий уровень неопределенности, омрачающей прогнозы, ограничивает возможности директивных органов по предоставлению четких и точных указаний относительно будущего направления денежно-кредитной политики. Однако четкое информирование о принимаемых ими ответных мерах политики, наряду с их непоколебимой приверженностью достижению поставленных целей и необходимостью дальнейшей нормализации денежно-кредитной политики, имеет решающее значение для сохранения доверия и недопущения неоправданной волатильности рынка.

В соответствии с разработанным МВФ Целостным подходом к политике, в соответствующих случаях некоторые страны с формирующимся рынком, адаптирующиеся к глобальному циклу ужесточения денежно-кредитной политики, могли бы рассмотреть возможность использования некоторого сочетания целевых валютных интервенций, мер в отношении потоков капитала и/или других действий для содействия плавной корректировке обменного курса, чтобы снизить риски, угрожающие финансовой стабильности, и поддержать належащую трансмиссионную функцию денежно-кредитной политики.

Суверенным заемщикам в развивающихся странах и на пограничных рынках следует совершенствовать меры, направленные на сдерживание рисков, связанных с их высокой долговой уязвимостью, в том числе путем упрощения контактов со своими кредиторами, а также за счет многостороннего сотрудничества и поддержки со стороны международного сообщества. Принятие заслуживающих доверия среднесрочных планов бюджетной консолидации после недавних потрясений могло бы помочь сдерживать расходы на заимствования и рефинансирование и смягчить опасения по поводу приемлемости уровня задолженности.

Директивным органам следует сдерживать дальнейший рост факторов финансовой уязвимости. Учитывая конкретные страновые условия и краткосрочные экономические проблемы, они должны корректировать применение отдельных макроprudенциальных инструментов по мере необходимости, чтобы устранять очаги повышенной уязвимости. В условиях повышенной экономической неопределенности и продолжающегося процесса нормализации денежно-кредитной политики важное значение имеет достижение баланса между сдерживанием факторов уязвимости и недопущением процикличности и неупорядоченного ужесточения финансовых условий.

В целях предотвращения возможного усиления шоков первостепенное значение имеет реализация политики по смягчению рисков для рыночной ликвидности. Надзорные органы должны следить за надежностью инфраструктуры проведения сделок и поддерживать прозрачность на рынках. Кроме того, повышение доступности данных на уровне торговых операций помогло бы своевременно оценить риски ликвидности. Учитывая растущее значение небанковских финансовых учреждений, контрагенты должны проводить тщательный мониторинг внутридневной деятельности и подверженности рискам, связанным с заемными

средствами, укреплять свою практику управления рисками ликвидности, а также повышать прозрачность и доступность данных.

Расширение масштабов частного финансирования деятельности, связанной с изменением климата, потребует новых финансовых инструментов и участия многосторонних банков развития для привлечения частных инвесторов, эффективного использования частных инвестиций и укрепления потенциала по покрытию рисков. Увеличение объемов акционерного финансирования и дополнительных ресурсов для финансирования деятельности, связанной с изменением климата, со стороны многосторонних банков развития помогло бы странам достичь этих целей. МВФ может помочь своим государствам-членам в решении проблем, связанных с изменением климата, путем проведения оценки рисков, угрожающих финансовой стабильности, кредитования в рамках своего нового Трастового фонда на цели достижения стойкости и долгосрочной устойчивости и поощрения устранения пробелов в данных и раскрытия информации.

Необходимы меры политики для смягчения факторов уязвимости и рисков, связанных с инвестиционными фондами открытого типа. Инструменты управления ликвидностью, основанные на ценах, такие как корректировка стоимости чистых активов с отнесением издержек на счет акционеров, осуществляющих транзакцию, могут оказаться эффективными для снижения нестабильности цен на активы, но директивным органам следует предоставить дополнительные указания по их применению. В числе дополнительных инструментов может быть привязка частоты погашений к ликвидности портфелей фондов. Директивным органам следует также рассмотреть возможность более тщательного мониторинга используемой фондами практики управления рисками, дополнительное раскрытие информации фондами открытого типа для более точной оценки уязвимости и меры по мобилизации предоставления ликвидности.

С графиками можно ознакомиться в английской версии резюме и полного отчета по ссылке:
<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2022/10/11/global-financial-stability-report-october-2022>