

# ДОКЛАД ПО ВОПРОСАМ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

## Рост инфляции и процентных ставок подвергает испытанию финансовую систему

Риски для финансовой стабильности быстро возрастают, поскольку с выхода октябрьского выпуска «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2022 года мировая финансовая система столкнулась с рядом тяжелых испытаний. После мирового финансового кризиса в условиях чрезвычайно низких процентных ставок, пониженной волатильности и обильной ликвидности участники рынка стали принимать более высокие риски ликвидности, дюрации, а также кредитные риски, часто используя финансовый рычаг в целях повышения доходов. Эти факторы уязвимости удерживали риски для финансовой стабильности на повышенном уровне, что отмечалось в прошлых выпусках «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности».

Внезапный крах банков Silicon Valley Bank и Signature Bank в США и утрата доверия участников рынка глобальным системно значимым банком Credit Suisse в Европе стали ярким напоминанием о проблемах, которые создает сочетание более жестких денежно-кредитных и финансовых условий и нарастания факторов уязвимости. Влияние событий, которые первоначально представлялись обособленным случаем в банковском секторе США, за счет новых технологий и быстрого распространения информации через социальные сети стремительно охватило банки и финансовые рынки всего мира, спровоцировав распродажу рискованных активов (рис. AP.1). Оно также привело к значительному пересмотру ожиданий в отношении ставки денежно-кредитной политики, масштаб и размер которого был сопоставим с «черным понедельником» в 1987 году (рис. AP.2).

Решительный ответ директивных органов с целью ограничения системных рисков снизил опасения участников рынков. В США органы банковского регулирования приняли меры по гарантированию незастрахованных вкладов в двух неплатежеспособных организациях и предоставлению дополнительной ликвидности в рамках новой Программы срочного финансирования банков. В Швейцарии национальный банк предоставил экстренную поддержку ликвидности Credit Suisse, который затем вошел в состав UBS в рамках получившей государственную поддержку сделки по поглощению. Однако настроения рынка остаются нестабильными, и у ряда учреждений и рынков по-прежнему отмечаются трудности в связи с проводимой инвесторами переоценкой основополагающих характеристик состояния финансовой системы.

Принципиальный вопрос, который волнует участников рынка и директивные органы, — являются ли недавние события предвестником более системного стресса, который станет испытанием на прочность для глобальной финансовой системы, «первой ласточкой», или лишь отдельным проявлением трудностей, связанных с ужесточением денежно-кредитных и финансовых условий после более чем десятилетия достатка ликвидности. Хотя почти нет сомнений в том, что изменения в регулировании, внедренные после МФК, особенно в крупнейших банках, в целом повысили прочность финансовой системы, сохраняются опасения по поводу факторов уязвимости, которые могут оставаться скрытыми, не только в банках, но и в небанковских финансовых посредниках (НБФП).

В США опасения инвесторов в отношении убытков по активам, чувствительным к изменению процентных ставок, привели к распродаже финансовых инструментов банков, особенно банков с концентрированной депозитной базой и значительными убытками от снижения рыночной стоимости торгуемых активов (рис. AP.3). В Европе наиболее значительными были последствия для банков, ценные бумаги которых обращаются на рынке со значительным дисконтом к их балансовой стоимости; состояние этих банков вызывает долгосрочные опасения по поводу их рентабельности и способности привлекать капитал.

Банкам стран с формирующимся рынком, как представляется, пока удастся избежать существенных убытков по своим портфелям ценных бумаг, при этом финансирование за счет депозитов остается стабильным. По оценкам персонала МВФ, воздействие на нормативные коэффициенты нереализованных убытков по удерживаемым до погашения инвестиционным инструментам среднего банка в Европе, Японии и странах с формирующимся рынком, скорее всего, будет умеренным, хотя для некоторых других банков последствия могут быть значительными (рис. AP.4). При этом многие страны имеют низкие уровни страхового покрытия депозитов, а банки в странах с формирующимся рынком обычно имеют активы с более низким кредитным качеством, чем в странах с развитой экономикой. Кроме того, банки в странах с формирующимся рынком

в целом играют более значимую роль в финансовой системе, чем в странах с развитой экономикой, поэтому последствия проблем в банковском секторе могут быть более серьезными.

Эти события являются напоминанием о том, что финансирование может быстро исчезнуть в условиях масштабной утраты доверия. Изменения структуры депозитов в разных учреждениях может повышать стоимость финансирования для банков, что может ограничить их возможности кредитования экономики. Эти опасения особенно актуальны для региональных банков в США. Ввиду недавнего падения цен на акции банков потенциал кредитования банков в США в течение предстоящего года может снизиться почти на 1 процент, что при прочих равных условиях приведет к сокращению реального ВВП на 44 базисных пункта.

### Сложные задачи в предстоящий период

Возникновение напряженности на финансовых рынках усложняет задачу центральных банков в период, когда инфляционное давление оказывается более устойчивым, чем ожидалось. Перед недавними эпизодами стресса процентные ставки в странах с развитой экономикой резко повысились и в большей степени соответствовали заявлениям центральных банков о необходимости сохранять ограничительный курс денежно-кредитной политики в течение более длительного времени. С тех пор инвесторы резко пересмотрели в сторону снижения ожидаемую траекторию денежно-кредитной политики в странах с развитой экономикой (рис. AP.5). Теперь они ожидают, что центральные банки начнут смягчение денежно-кредитной политики значительно раньше, чем ранее прогнозировалось. Однако инфляция остается на вызывающем беспокойство уровне, существенно выше целевого показателя.

После значительного увеличения своих авуаров ценных бумаг в период пандемии центральные банки начали сокращать свои балансы. Этот процесс нормализации может создать трудности для рынков суверенного долга в период, когда ликвидности в целом недостаточно, уровни долга высокие, а дополнительное предложение государственного долга должно будет покрываться спросом частных инвесторов. Например, в США в 2023 и 2024 году прогнозируется увеличение чистого выпуска ценных бумаг Казначейства США, хотя из-за количественного ужесточения сокращается их доля, поступающая на баланс Федеральной резервной системы (рис. AP.6).

Влияние ужесточения денежно-кредитных и финансовых условий может усилиться из-за использования финансового рычага, несогласованности активов и обязательств по степени ликвидности, а также высоких уровней взаимосвязанности внутри сектора НБФП, а также между ними и традиционными банковскими учреждениями. Например, в попытках повысить прибыль компании по страхованию жизни за последние десять лет вдвое увеличили свои неликвидные инвестиции, а также все шире используют заемные средства для финансирования неликвидных активов (рис. AP.7).

Крупные страны с формирующимся рынком пока что относительно спокойно преодолевают последствия резкого ужесточения денежно-кредитной политики в странах с развитой экономикой, чему отчасти способствует менее значительное ужесточение глобальных финансовых условий по сравнению с глобальным ужесточением денежно-кредитной политики. Однако они могут столкнуться с существенными трудностями, если текущая напряженность на финансовых рынках не спадет и вызовет сокращение принятия риска в мировом масштабе и сопутствующий отток капитала.

Показатели устойчивости суверенного долга продолжают ухудшаться во всем мире, особенно в странах с пограничной экономикой и странах с низкими доходами, при этом многие из наиболее уязвимых стран уже испытывают серьезные трудности. В настоящее время ценные бумаги 12 суверенных заемщиков торгуются со спредами, соответствующими критической ситуации, и еще 20 заемщиков — со спредом более 700 базисных пунктов, на уровне, при котором в прошлом было очень трудно получить доступ к рынкам (рис. AP.8).

В странах с пограничным рынком оживленный выпуск долговых обязательств прекратился в 2021 году и может не возобновиться в том же объеме, учитывая сохраняющиеся проблемы с суверенными дефолтами и макроэкономические факторы уязвимости (рис. AP.9). Страны с низким доходом серьезно пострадали от повышения цен на продовольствие и энергоносители и практически не имеют доступа к рыночному финансированию. Они по-прежнему сталкиваются с чрезвычайно трудными условиями обслуживания долга, при этом более половины из них (37 из 69) находятся в критической долговой ситуации или подвержены высокому риску долгового кризиса.

Что касается секторов помимо финансовых организаций, домашние хозяйства за период пандемии накопили значительные сбережения отчасти благодаря бюджетной поддержке и смягчению денежно-кредитной политики во время пандемии. Однако они сталкиваются с более тяжелым бременем обслуживания долга,

из-за которого их сбережения сокращаются и возрастает вероятность невыполнения обязательств по платежам. Резкое повышение ставок жилищной ипотеки охладило спрос на жилье в мире. Во второй половине 2022 года средние цены на жилье упали в 60 процентах стран с формирующимся рынком, а в странах с развитой экономикой повышение цен замедлилось. В странах со значительной долей ипотечных кредитов с корректируемой ставкой отмечается наиболее существенное снижение реальных цен. Цены остаются на повышенных уровнях во многих странах, что повышает риск резкой коррекции цен в случае быстрого роста процентных ставок (рис. AP.10).

Растут опасения по поводу условий на рынке коммерческой недвижимости, который подвергается давлению вследствие ухудшения основных экономических показателей и повышения стоимости финансирования. В США на банки, совокупные активы которых составляют менее 250 млрд долларов США, приходится примерно три четверти банковского кредитования коммерческой недвижимости, поэтому ухудшение качества активов будет иметь значительные последствия как для их рентабельности, так и готовности предоставлять кредиты. Кроме того, НБФП играют важную роль в секторе инвестиционных трастов недвижимости (ИТН) и на рынках коммерческих ценных бумаг, обеспеченных ипотекой (КЦБИ), поэтому напряженность на рынке коммерческой недвижимости имеет более широкие последствия как для финансовой стабильности, так и для экономического роста. Глобальная операционная деятельность сократилась на 17 процентов по сравнению с прошлым годом, и отмечается коррекция цен ИТН, достигающая 20 процентов. Особенно повысились убытки в секторе офисной недвижимости, поскольку в условиях, сложившихся после пандемии, спрос и заполняемость площадей снизились.

Коэффициент дефолта среди компаний остается низким, поскольку значительные резервы денежных средств, накопленные сектором за время пандемии, служат финансовым буфером (рис. AP.11). Однако ввиду снижения прибыли корпораций и ужесточения условий финансирования эти резервы начали сокращаться, что в дальнейшем может обернуться трудностями с погашением задолженности и создать для компаний риски дефолта. Небольшие компании и корпорации в странах с формирующимся рынком, скорее всего, пострадают сильнее, поскольку у них отсутствуют источники финансирования, альтернативные банковскому кредитованию, стандарты которого уже начали ужесточаться.

Несмотря на возобновление экономической деятельности, динамика жилищного рынка Китая остается слабой. Хотя для некоторых застройщиков финансовые условия улучшились, покупатели жилья по-прежнему воздерживаются от покупки у более слабых частных застройщиков, что подчеркивает ограниченность прогресса в восстановлении доверия на рынке жилья в целом. В 2022 году усилились опасения в отношении экономической приемлемости долга механизмов финансирования местных органов управления (МФМОУ), которые тесно связаны с рынком недвижимости; поскольку совокупный долг МФМОУ, по оценкам, составляет примерно 50 процентов ВВП Китая, усугубление критической ситуации, связанной с их задолженностью, может привести к значительным убыткам некоторых банков, в частности в регионах с низким доходом, имеющих более высокий уровень долга местных органов государственного управления и значительный объем незавершенных жилищных проектов (рис. AP.12).

Глава 2 посвящена НБФП, которые становятся все более взаимосвязанными с банками и другими финансовыми организациями в глобальной финансовой системе (рис. AP.13). Исследования конкретных примеров показывают, что напряженность в секторе небанковских финансовых посредников, как правило, появляется при повышенном соотношении между заемными и собственными средствами, дефиците ликвидности, а также высоких уровнях взаимосвязанности, и она может иметь вторичные эффекты для других юрисдикций, в том числе стран с формирующимся рынком и развивающихся стран. Эти факторы уязвимости могут быть повышенными в текущих условиях высокой инфляции, поскольку предоставлять ликвидность в целях обеспечения финансовой стабильности становится сложнее, в том числе с точки зрения информационной политики центрального банка.

В главе 3 подробно рассматривается, каким образом рост геополитической напряженности между ведущими странами может повысить риски для финансовой стабильности ввиду увеличения глобальной экономической и финансовой фрагментации, а также негативно повлиять на распределение капитала между странами (рис. AP.14). Это может вызвать внезапное изменение направления потоков капитала и представлять угрозу для финансовой стабильности ввиду увеличения стоимости финансирования для банков. Эти последствия, скорее всего, будут более ощутимыми для стран с формирующимся рынком и банков с более низкой капитализацией. Фрагментация также может усугубить макрофинансовую волатильность ввиду сокращения международной диверсификации рисков, особенно в странах с пониженными внешними резервами.

### Рекомендации в области экономической политики

Финансовая система проходит испытание повышением инфляции и ростом процентных ставок в условиях, когда инфляция во многих странах остается тревожно выше целевого показателя центральных банков. Возникновение напряженности на финансовых рынках усложняет задачу центральных банков. Наличие инструментов, направленных на снижение рисков для финансовой стабильности, должно помочь центральным банкам отделить задачи денежно-кредитной политики от целей в отношении финансовой стабильности, позволяя им продолжить ужесточение политики в целях устранения инфляционного давления.

Если финансовые трудности значительно усилятся и будут угрожать состоянию финансовой системы в условиях высокой инфляции, может возникнуть проблема выбора между целями в отношении инфляции и финансовой стабильности. Четкое информирование о целях и функциях центральных банков в области экономической политики будет иметь критическое значение для избежания излишней неопределенности. Директивным органам следует действовать оперативно, с тем чтобы предотвратить какие-либо события системного масштаба, которые могут негативно повлиять на уверенность рынков в устойчивости глобальной финансовой системы. Если директивным органам потребуется скорректировать курс денежно-кредитной политики в целях поддержания финансовой стабильности, им следует четко сообщить о своей неуклонной решимости как можно раньше вернуть инфляцию к целевому показателю после снижения финансовой напряженности.

Последние потрясения в банковском секторе высветили недостатки во внутренней практике управления рисками изменения процентных ставок и ликвидности в банках, а также пробелы в надзоре. Надзорным органам следует убедиться в том, что корпоративное управление и управление рисками банков соответствует их структуре рисков, в том числе в области мониторинга рисков правлением банков, а также потенциала и адекватности стресс-тестирования капитала и ликвидности. В отношении НБФП директивным органам следует ликвидировать пробелы в данных, поощрять надлежащую практику управления рисками, установить целесообразное регулирование и усилить надзор.

Адекватные требования в отношении коэффициентов собственного капитала и ликвидности, в том числе для небольших учреждений, которые по отдельности не считаются системно значимыми, крайне важны в целях ограничения рисков для финансовой стабильности. Пруденциальные правила должны обеспечивать наличие у банков капитала на покрытие процентного риска и принятие мер защиты от скрытых убытков, которые могут внезапно материализоваться в случае шоков ликвидности. В текущих условиях устойчивой инфляции и высоких процентных ставок официальным органам следует обращать особое внимание на классификацию активов и резервы банков, а также подверженность рискам изменения процентных ставок и ликвидности.

Меры поддержки ликвидности центральных банков должны быть направлены на решение проблем ликвидности, а не платежеспособности. Последние следует оставить соответствующим налогово-бюджетным органам (или органам по урегулированию несостоятельности). Ликвидность следует предоставлять контрагентам, которые в силу надзора и регулирования вынуждены учитывать риск ликвидности («кнут»), с тем чтобы центральным банкам приходилось осуществлять интервенции только в целях устранения системных рисков ликвидности («пряник»). Значительная часть риска должна оставаться на рынке («частичное страхование»), с тем чтобы свести к минимуму моральный риск, а интервенции должны иметь четко установленную дату окончания, что позволит рыночным силам быстро восстановить свое влияние, как только острые проблемы отступят.

Некоторые из ответных мер, предпринятых недавно директивными органами, указывают на необходимость продолжения работы над программой реформы урегулирования, с тем чтобы повысить вероятность того, что проблемы системно значимых банков можно будет урегулировать, не рискуя государственными средствами. Хотя то, что убытки понесли акционеры и держатели других инструментов участия в капитале, является положительной тенденцией, оказывается сложнее распределить большее количество убытков среди иерархии кредиторов, прежде чем подвергать риску государственные средства. Международному сообществу необходимо будет провести оценку этих событий и сделать выводы для экономической политики относительно эффективности реформ механизмов урегулирования после мирового финансового кризиса.

Согласно Целостному подходу к политике МВФ валютные интервенции могут быть целесообразными в случае неликвидности валютных рынков, несоответствия активов и обязательств в балансах и слабой фиксации инфляционных ожиданий при условии, что резервы являются достаточными, а интервенции не подрывают доверие к мерам макроэкономической политики и не заменяют их необходимую корректировку. В случае надвигающихся кризисов могут быть применены меры регулирования оттока капитала для уменьшения

тенденции к оттоку капитала, однако они должны входить в комплекс мер политики, направленный на урегулирование базовых макроэкономических дисбалансов, и должны быть отменены, как только кризисная ситуация пройдет.

Суверенным заемщикам в развивающихся странах и странах с пограничным рынком следует совершенствовать меры, направленные на ограничение рисков, связанных с их высокой долговой уязвимостью, в том числе путем упреждающих контактов со своими кредиторами, а также за счет многостороннего сотрудничества и поддержки со стороны международного сообщества. Принятие заслуживающих доверия среднесрочных планов бюджетной консолидации могло бы помочь сдержать расходы на заимствования и смягчить опасения по поводу устойчивости долговой ситуации. В странах, в которых долговая ситуация близка к критической, двусторонним и частным кредиторам следует согласовывать проведение упреждающей реструктуризации, в соответствующих случаях используя Общую основу Группы 20-ти.

В период напряженности может оказаться необходимым предоставление небанковским финансовым организациям прямого доступа к ликвидности центрального банка, но крайне важно внедрить надлежащие защитные механизмы. В качестве первой линии защиты насущное значение имеют полноценное наблюдение за небанковскими финансовыми организациями, их регулирование и надзор за ними. В случае угрозы для финансовой стабильности может быть рассмотрена подходящая в конкретных условиях поддержка ликвидности для небанковских финансовых организаций со стороны центрального банка: дискреционные операции в масштабах всего рынка, кредитные механизмы постоянного действия или функция кредитора последней инстанции, но такая поддержка должна быть тщательно продуманной, чтобы избежать морального риска.

Директивным органам следует выделить ресурсы на оценку рисков для финансовой стабильности, вызванных ростом геополитической напряженности, управление ими и их снижение. Финансовым организациям может быть необходимо сформировать достаточные резервы капитала и ликвидности, чтобы снизить такие геополитические риски. Директивные органы должны также обеспечить надлежащее качество глобальной системы финансовой защиты. С учетом значительных рисков для глобальной макрофинансовой стабильности, необходимо активизировать многосторонние усилия для снижения геополитической напряженности, а также уменьшения экономической и финансовой фрагментации.

*С графиками можно ознакомиться в английской версии резюме и полного доклада по ссылке:*

<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2023/04/11/global-financial-stability-report-april-2023>