

Резюме

Факторы финансовой уязвимости на заключительном отрезке снижения инфляции

Со времени публикации Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности в октябре 2023 года на финансовых рынках царит оживление в связи с ожиданиями того, что наступит последний этап снижения инфляции и денежно-кредитная политика будет смягчаться. Процентные ставки во всем мире в целом снизились, цены на акции на глобальных рынках выросли примерно на 20 процентов, а спреды по корпоративным и суверенным заимствованиям заметно сузились. В результате условия на глобальных финансовых рынках смягчились (рис. ES.1).

Повышение склонности к риску в целом способствовало возобновлению притока капитала во многие страны с формирующимся рынком (рис. ES.2), а некоторые страны с пограничной экономикой и страны с низким уровнем дохода, воспользовавшись высокой склонностью инвесторов к риску, после длительного перерыва эмитировали суверенные облигации. Во всех странах с формирующимся рынком, согласно оценкам, вероятность оттока капитала в течение следующего года снизилась.

На фоне лучших, чем ожидалось, экономических данных во многих частях мира растет уверенность в том, что мировая экономика совершит «мягкую посадку». Инвесторы и центральные банки ожидают смягчения денежно-кредитной политики в ближайшие кварталы, поскольку считается, что в результате совокупного повышения процентных ставок за последние два года на рынке сложились достаточно жесткие денежно-кредитные условия, которые позволят вернуть инфляцию к целевым ориентирам центральных банков. Тем не менее, если глобальная инфляция будет неуклонно превышать эти целевые ориентиры, то такие предположения могут быть подвергнуты сомнению и может возникнуть нестабильность. Недавние колебания базовой инфляции в некоторых странах служат хорошим напоминанием о том, что усилия по борьбе с инфляцией еще не завершены.

До сих пор не произошло дальнейшего увеличения «трещин» в финансовой системе, вскрывшихся на фоне повышения процентных ставок в течение цикла ужесточения денежно-кредитной политики. Финансовый и внешний секторы в крупнейших странах с формирующимся рынком сохраняли устойчивость на всем протяжении повышения процентных ставок. Банкротства банков в Швейцарии и США в марте 2023 года не распространились на другие части системы, а показатели устойчивости большинства финансовых учреждений указывают на сохраняющуюся устойчивость.

Таким образом, краткосрочные риски, угрожающие финансовой стабильности, отступили, и — как следует из проведенного МВФ рамочного анализа экономического роста, подверженного риску, — риск снижения роста мировой экономики в предстоящем году уменьшился (рис. ES.3). Тем не менее, преодоление «финишной прямой» на пути снижения инфляции может оказаться сложной задачей в силу нескольких существенных факторов уязвимости финансовой системы в краткосрочной перспективе.

Существенные краткосрочные риски

За последний год на фоне роста процентных ставок и структурных изменений после пандемии COVID-19 цены на коммерческую недвижимость во всем мире снизились на 12 процентов в реальном выражении, при этом наибольшее снижение произошло в сегменте офисной недвижимости в США и Европе. Несмотря на то что положение банков выглядит достаточно прочным, чтобы покрыть убытки в секторе коммерческой недвижимости в целом, некоторые страны могут подвергнуться большему стрессу, учитывая большой объем кредитов, выданных местными банками сектору коммерческой недвижимости (рис. ES.4), — особенно в тех случаях, когда такие кредиты сосредоточены в сегментах коммерческой недвижимости, испытывающих слабый спрос. В рамках банковской системы некоторые учреждения могут понести более крупные убытки, чем остальные; при этом в некоторых случаях эти убытки могут усугубляться такими проблемами, как менее стабильное финансирование.

В большинстве стран цены на жилую недвижимость продолжают снижаться, но в общем все еще превышают уровень до пандемии. Снижение реальных цен на жилье обусловлено более высокими ставками по ипотечным кредитам и имеет более выраженный характер в странах с развитой экономикой (-2,7 процента в годовом исчислении), чем в странах с формирующимся рынком (-1,6 процента). Тем не менее, коэффициенты устойчивости задолженности домохозяйств во всем мире находятся на умеренном уровне, при этом риск резкого скачка дефолтов по ипотечным кредитам остается маловероятным.

Волатильность большинства классов активов снизилась до многолетних минимумов. Это, вероятно, обусловлено возросшим оптимизмом по поводу ожидаемого завершения глобального цикла повышения процентных ставок. Средняя корреляция между акциями, облигациями, кредитными и товарными индексами как в странах с развитой экономикой, так и в странах с формирующимся рынком превышает 90-й исторический процентиль. За низкой волатильностью скрывается тот факт, что в ходе текущего цикла повышения ставок финансовые условия стали более чувствительными к публикациям экономических данных, особенно по инфляции, чем в прошлые циклы. Внезапные серьезные изменения динамики инфляции могут привести к резкой смене настроений инвесторов, что повлечет за собой всплеск волатильности цен на активы и спровоцирует одновременный разворот цен на коррелирующих друг с другом рынках, в результате чего произойдет резкое ужесточение финансовых условий.

Факторы уязвимости в среднесрочной перспективе

Помимо этих более неотложных проблем, на заключительном отрезке пути нарастают факторы среднесрочной уязвимости. В странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком продолжает накапливаться как государственный, так и частный долг, что может усугубить неблагоприятные шоки и усилить риски снижения темпов роста в будущем.

Крупнейшие страны с формирующимся рынком по-прежнему демонстрируют устойчивость. Благодаря тому что центральные банки решительно и своевременно ужесточили денежно-кредитную политику, инфляция во многих странах с формирующимся рынком заметно снизилась, что позволило некоторым из них приступить к циклу снижения процентных ставок. В данный момент основной вопрос заключается в том, находится ли устойчивость стран с формирующимся рынком на переломном этапе. Так, налицо признаки того, что инвесторы все больше внимания уделяют среднесрочной устойчивости государственных финансов. На фоне сохраняющихся высоких процентных ставок и показателей дефицита бюджета, а также снижения инфляции и замедления темпов роста до умеренных значений все больше стран с формирующимся рынком в настоящее время сталкиваются с высокими реальными затратами на рефинансирование по сравнению с экономическим ростом.

Смягчение глобальных финансовых условий благоприятно сказалось на странах с пограничной экономикой и странах с низким уровнем дохода. В последние месяцы спреда по высокодоходным суверенным облигациям оказались ниже спредов по инструментам инвестиционного уровня, тогда как в 2023 году они достигли максимальных за всю историю уровней. Это происходит в важнейший момент, когда во многих странах в течение следующих двух лет наступает срок погашения большого числа облигаций в твердой валюте. Поскольку в предыдущие годы внешние рынки были фактически закрыты для многих развивающихся стран с низким уровнем дохода, национальные банковские учреждения значительно нарастили свои портфели суверенного долга, что увеличило потенциальные риски, обусловленные связью между банками и государством.

На рынке жилья в Китае пока не наблюдается существенных признаков завершения спада. Несмотря на то что снижение цен на новое жилье оказалось умеренным по сравнению со случаями коррекции цен на жилье в других странах, цены на имеющееся жилье и показатели активности, такие как начало строительства, продажи и инвестиции в недвижимость, резко снизились. На фоне проблем на рынке недвижимости, дальнейшего снижения инфляции, а также замедления перспектив роста экономики фондовый рынок Китая в последние месяцы испытывает давление (рис. ES.5). Спад на рынках недвижимости и акций Китая спровоцировал масштабные убытки в некоторых сегментах сектора управления активами в стране, что может распространиться на рынки облигаций и фондирования. Предпринятые властями шаги по стабилизации рынков начиная с третьего квартала 2023 года пока не привели к смене настроений.

За период после публикации Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности в октябре 2023 года спреда по корпоративным кредитам сузились, хотя недавний рост корпоративных доходов в большинстве стран мира, по-видимому, замедляется. Кроме того, появляется все больше фактических данных о том, что буферы ликвидности в виде наличных денег

в компаниях в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком в течение 2023 года еще больше сократились из-за все еще высокого глобального уровня процентных ставок. По состоянию на третий квартал 2023 года доля малых предприятий, у которых коэффициент денежных средств к процентным расходам ниже 1, составляла около одной трети в странах с развитой экономикой и более половины в странах с формирующимся рынком. В следующем году в разных странах наступает срок погашения значительных объемов корпоративного долга, при этом процентные ставки будут намного превышать существующие купонные ставки, что может затруднить рефинансирование (рис. ES.6).

Несмотря на растущее число дефолтов, рост корпоративных заимствований во всем мире восстанавливается быстрее в ходе текущего цикла повышения процентных ставок, чем в предыдущие. Развитию этой тенденции способствовал рынок частного кредитования — быстро растущий рынок, кредитующий компании среднего размера, не охваченные коммерческими банками и не имеющие доступа к рынкам облигаций (рис. ES.7). В главе 2 отмечаются потенциальные факторы уязвимости рынков частного кредитования, включая относительно уязвимых заемщиков (по сравнению с рынками высокодоходных активов и финансирования с использованием заемных средств), растущую долю полуликвидных инвестиционных инструментов, многоуровневый левверидж, устаревшие и потенциально субъективные оценки, а также взаимосвязи между сегментами и участниками финансовых рынков.

Некоторым странам с развитой экономикой, вероятно, потребуется масштабная эмиссия государственных облигаций для финансирования дефицита бюджета. Учитывая, что Банк Англии, Европейский центральный банк и Федеральная резервная система США проводят количественное ужесточение на 100 млрд фунтов стерлингов, 212 млрд евро и 780 млрд долларов США в годовом исчислении, соответственно, наряду с программами количественного ужесточения, реализуемыми другими центральными банками, пул покупателей государственных облигаций изменился. Большинство новых предельных покупателей государственных облигаций, таких как хедж-фонды — покупающие облигации частично для спекулятивных стратегий с использованием заемных средств, стремясь воспользоваться разницей в цене между облигациями и фьючерсами, — возможно, более чувствительны к ценам и больше ориентируются на экономическую приемлемость долга. Это свидетельствует о более высокой волатильности на рынках облигаций в среднесрочной перспективе. Некоторым странам станет все труднее обслуживать существующий суверенный долг, в результате чего может возникнуть дилемма, при которой «долг порождает еще больший долг».

Большинство банков продемонстрировали устойчивость во время потрясений в марте 2023 года. С тех пор, благодаря прочным буферам капитала и ликвидности, а также возросшей рентабельности, цены на акции банков во всех странах повысились. Между тем в перспективе, как показывают разработанные сотрудниками МВФ ключевые показатели риска, часть банков остаются уязвимыми. Банки с совокупными активами в 33 триллиона долларов США, что составляет 19 процентов мировых банковских активов, нарушили по крайней мере три из пяти ключевых показателей риска (рис. ES.8). Большую часть этого подмножества составляют банки Китая и США. В некоторых китайских банках отклонения от показателей объясняются снижением коэффициентов достаточности капитала и опасениями по поводу ухудшения качества активов, тогда как некоторые крупные региональные банки в США сталкиваются сразу с несколькими факторами давления.

В последние годы среди небанковских организаций наблюдается значительный приток средств в открытые фонды облигаций, в том числе ориентированные на менее ликвидные активы. Не исключена новая чрезмерная трансформация ликвидности, подобная той, которая способствовала мировому финансовому кризису и явно наблюдалась в начале пандемии COVID-19 в марте 2020 года.

В условиях распространения цифровизации, развития технологий и усиления геополитической напряженности все большую озабоченность для макрофинансовой стабильности представляют киберинциденты, особенно со злым умыслом. Как указано в главе 3, несмотря на то что большинство убытков от кибератак являются небольшими, риск чрезвычайных убытков возрастает (рисунок ES.9). Финансовый сектор особенно подвержен киберриску. Несмотря на то что киберинциденты до сих пор не носили системного характера, они представляют серьезную угрозу для финансовой системы из-за ее уязвимости, обусловленной конфиденциальностью данных, высокой концентрацией, а также технологической и финансовой взаимосвязанностью. Смягчению рисков могло бы способствовать более совершенное законодательство в области кибербезопасности и механизмы управления кибербезопасностью в компаниях, однако основы политики в области

кибербезопасности по-прежнему нередко несовершенны, особенно в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах.

Рекомендации в области политики

Центральным банкам следует избегать преждевременного смягчения денежно-кредитной политики и должным образом противостоять чрезмерно оптимистичным ожиданиям рынка в отношении снижения ключевых процентных ставок, которые могут способствовать смягчению финансовых условий и осложнить преодоление заключительного отрезка на пути снижения инфляции. В случае достаточного прогресса в снижении инфляции, чтобы предположить, что инфляция уверенно приближается к целевому ориентиру, центральным банкам следует постепенно переходить к более нейтральной политике.

Властям следует активизировать усилия по сдерживанию факторов уязвимости долга, в том числе в странах с формирующимся рынком и странах с пограничной экономикой. В Китае решающее значение имеет целенаправленная политика для восстановления доверия в секторе недвижимости.

Органам надзора и регулирования следует использовать соответствующие инструменты, включая стресс-тесты и ранние корректирующие действия, чтобы обеспечить устойчивость банков и небанковских финансовых учреждений к факторам напряженности в секторе коммерческой и жилой недвижимости, а также к спаду цикла кредитования. Дальнейший прогресс в разработке механизмов урегулирования несостоятельности и банкротства и готовности их применять имеют решающее значение для решения проблем слабых банков или учреждений, испытывающих финансовые затруднения, не создавая при этом угрозу финансовой стабильности и не подвергая риску государственные средства.

Меры количественного ужесточения и сокращения балансов следует проводить с осторожностью. Центральным банкам следует внимательно следить за проблемами функционирования рынка и быть готовыми устранять потенциальные рыночные стрессы. Обеспечение готовности банков к получению доступа к ликвидности центрального банка и проведение упреждающего вмешательства для устранения проблем ликвидности в финансовом секторе могут снизить финансовую нестабильность.

Учитывая потенциальные риски, связанные с быстрорастущим рынком частного кредитования, органам власти следует рассмотреть возможность более упреждающего надзорного и регуляторного подхода. Важнейшим вопросом является устранение пробелов в данных и повышение требований к отчетности для всесторонней оценки рисков. Органам власти также следует укреплять межотраслевое и трансграничное сотрудничество в области регулирования и обеспечивать согласованность оценок рисков в разных финансовых секторах.

Киберустойчивость финансового сектора может повысить стратегия кибербезопасности в сочетании с эффективным регулированием и надзорным потенциалом, а также улучшением отчетности о киберинцидентах. Оказание критически важных услуг для устранения сбоев в функционировании имеет решающее значение для ограничения потенциального ущерба для финансовой системы. Финансовым компаниям следует разработать и протестировать процедуры реагирования и восстановления для обеспечения непрерывной операционной деятельности в случае киберинцидентов. Учитывая глобальный характер и системные последствия кибератак, решающую роль играет трансграничная координация.

С рисунками можно ознакомиться в английской версии резюме и в полной версии текста доклада по ссылке:

<http://IMF.org/GFSR-April2024>.