

Путь к восстановлению

Краткий обзор октябрьского Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности 2020 года

- На настоящий момент **риски для глобальной финансовой стабильности на ближайшую перспективу** поставлены под контроль. Беспрецедентные и своевременные ответные меры политики способствовали поддержанию потока кредита в экономику и предотвращению неблагоприятного взаимоусиливающего влияния событий в макроэкономике и в финансовой сфере, прокладывая путь к экономическому подъему.
- Однако **факторы уязвимости** усиливаются, вследствие чего повышается обеспокоенность вопросами финансовой стабильности в некоторых странах. Уязвимость увеличилась в секторе нефинансовых предприятий, так как их меры по преодолению дефицита наличных средств привели к увеличению задолженности, а также в секторе государственного управления, поскольку меры по поддержанию экономики вызвали рост бюджетных дефицитов.
- По мере дальнейшего разворачивания кризиса **давление на ликвидность предприятий может приводить к учащению случаев неплатежеспособности**, особенно если задержится восстановление экономики. Малые и средние предприятия более уязвимы, чем крупные фирмы, имеющие доступ к рынкам капитала. Будущая динамика дефолтов в конечном счете будет определяться степенью сохранения поддерживающих мер политики и темпами подъема, который, как ожидается, будет неравномерным в разных секторах и странах.
- В то время как **банковская система на мировом уровне** имеет высокий уровень капитализации, в ней также есть определенное количество слабых банков, а некоторые банковские системы могут оказаться в состоянии общего дефицита капитала при неблагоприятном сценарии *Перспектив развития мировой экономики*, даже с учетом применяемых в настоящее время мер политики.
- Некоторые **страны с формирующимся рынком и страны с пограничной экономикой** сталкиваются с проблемами финансирования, которые могут подтолкнуть некоторые из них к возникновению критической ситуации, связанной с задолженностью, или вызвать финансовую нестабильность, что может потребовать предоставления официальной поддержки.
- По мере возобновления работы экономики стран принципиальное значение будет иметь адаптивная направленность мер политики, чтобы обеспечить закрепление подъема и придание ему устойчивого характера — см. очерченный ниже план мер политики. **Программа финансовых реформ после пандемии** должна быть нацелена на укрепление основ регулирования небанковского финансового сектора и усиление пруденциального надзора, чтобы ограничить склонность к принятию чрезмерных рисков в условиях более низких процентных ставок в течение более продолжительного периода.

План мер денежно-кредитной и финансовой политики после Великой самоизоляции

Постепенное возобновление работы экономики в условиях неопределенности

Денежно-кредитная политика — сохранение адаптивной направленности для поддержания подъема

Поддержание ликвидности — сохранение поддержки, но корректировка цен, чтобы создать стимулы к ее постепенной отмене

Предоставление кредитов — создание для банков стимулов к использованию резервов капитала и ликвидности для продолжения кредитной деятельности

Нефинансовый частный сектор — продление мораториев на обслуживание долга только в случае необходимости, чтобы не допускать широкого распространения случаев неплатежеспособности, поддержка жизнеспособных компаний посредством реструктуризации и эффективного внесудебного урегулирования для облегчения бремени задолженности, а также поддержания платежеспособности (тем, где это целесообразно).

Многосторонняя поддержка — предоставление поддержки странам с формирующимся рынком и странам с пограничной экономикой, которые сталкиваются с трудностями в области финансирования

Пандемия под контролем

Денежно-кредитная политика — сохранение адаптивной направленности, пока не достигнуты цели денежно-кредитной политики

Поддержание ликвидности — постепенная отмена

Предоставление кредитов — требование, чтобы банки постепенно восстанавливали резервы капитала и ликвидности, разрабатывали вызывающие доверие планы уменьшения проблемных активов и создавали рынки для проблемных активов

Нефинансовый частный сектор — рекапитализация, реструктуризация или окончательное урегулирование нежизнеспособных компаний

«Зеленый» подъем — поощрение использования более превентивного подхода к управлению связанными с климатом рисками и осуществления благоприятных для окружающей среды инвестиций

Переход на цифровые технологии — содействие увеличению инвестиций в цифровые технологии, чтобы способствовать повышению эффективности и расширению охвата финансового сектора

Программа финансовых реформ после пандемии

Небанковский финансовый сектор — укрепление основ регулирования для устранения факторов уязвимости, проявившихся в ходе кризиса, вызванного коронавирусом заболеванием (COVID-19)

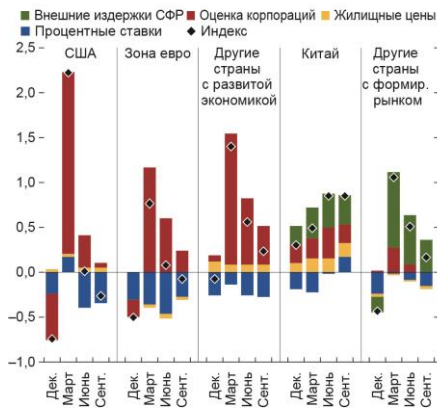
Более продолжительное сохранение более низких ставок — ввести меры пруденциального характера, чтобы ограничить принятие рисков в условиях более низких процентных ставок в течение более продолжительного периода

Рисунок 1. Доля имеющих системную значимость стран с повышенной уязвимостью, по секторам (В процентах стран с высокими и средними-высокими уровнями уязвимости, по ВВП и активам, число уязвимых стран указано в скобках)



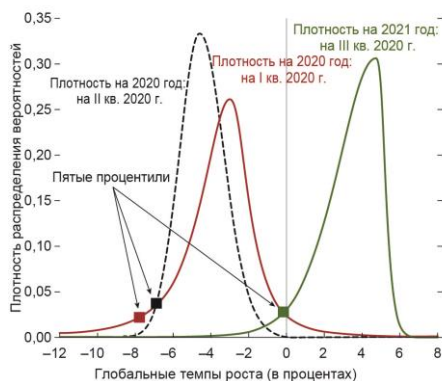
Источники: Банк международных расчетов; Haver Analytics; официальные органы стран; S&P; WIND Information Co.; расчеты персонала МВФ.
Примечание. На базе 29 юрисдикций, финансовые сектора которых имеют системную значимость (более подробно см. в главе 1). «Мировой финансовый кризис» показывает максимальное значение уязвимости в период 2007–2008 годов. ДГФС — Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности.

Рисунок 2. Основные движущие силы индексов мировой финансовой конъюнктуры (Стандартные отклонения от среднего)



Источники: Банк международных расчетов; Bloomberg Finance L.P.; Haver Analytics; МВФ, база данных «Международная финансовая статистика»; расчеты персонала МВФ.
Примечание. Более подробно см. в главе 1. СФР — страны с формирующимся рынком.

Рисунок 3. Плотность распределения прогнозов мирового роста на ближайшую перспективу (Плотность распределения вероятностей)



Источники: Банк международных расчетов; Bloomberg Finance L.P.; Haver Analytics; МВФ, база данных «Международная финансовая статистика»; расчеты персонала МВФ.
Примечание. Оценки плотности распределения прогнозов центрированы относительно соответствующих прогнозов Перспектив развития мировой экономики на 2020 и 2021 годы. Учитывая беспрецедентный характер текущего кризиса, основанные на моделях оценки подверженности экономического роста риску неизбежно находятся в более широких, чем обычно, границах неопределенности.

Столкнувшись с мировым кризисом здравоохранения и экономическим кризисом, директивные органы предприняли исключительные меры для защиты людей, экономики и финансовой системы. Однако перспективы восстановления экономики по-прежнему связаны с высокой неопределенностью и будут зависеть от доступности надежных средств лечения и вакцин от COVID-19. Кроме того, к началу кризиса многие страны уже имели повышенную уязвимость в некоторых сферах (управление активами, нефинансовые компании и государственные финансы), и факторы уязвимости усиливаются, создавая потенциальные препятствия для восстановления (рис. 1).

Со времени выпуска июньского *Бюллетеня по вопросам глобальной финансовой стабильности* 2020 года мировые финансовые условия сохраняли адаптивный характер в результате продолжения поддерживающих мер политики. В странах с развитой экономикой низкие процентные ставки и восстановление на рынках рискованных активов продолжают способствовать дальнейшему смягчению финансовых условий (рис. 2). Финансовые условия за этот период в целом стали более мягкими также в странах с формирующимся рынком (кроме Китая), хотя стоимость внешних средств для многих стран по-прежнему выше уровня до COVID-19 (рис. 2). В Китае финансовые условия оставались в целом стабильными, по мере того как официальные органы снижали ожидания дальнейшего уменьшения процентных ставок в условиях улучшения экономической активности и повышения рисков в финансовом секторе.

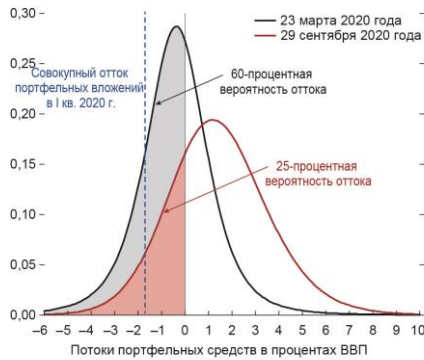
Хотя резкое смягчение финансовых условий с конца марта способствовала предотвращению финансового кризиса и смягчила влияние COVID-19 на экономику, ухудшение экономических перспектив привело к смещению ожидаемого распределения мирового роста в 2020 году до крупных отрицательных значений (рис. 3). В дальнейшем, согласно прогнозам октябрьского выпуска *Перспектив развития мировой экономики (ПРМЭ)* 2020 года, рост мировой экономики в 2021 году ожидается на уровне 5,2 процента. Это ожидаемое восстановление роста и мягкие финансовые условия означают, что вероятность отрицательного роста в следующем году невелика, хотя баланс рисков смещен в сторону недостижения ожидаемых темпов роста (рис. 3).

Беспрецедентные меры политики, предпринятые в ответ на пандемию, успешно поддержали настроения инвесторов и поток кредита в экономику. Чтобы преодолеть трудности, связанные с кассовыми потоками, компаниями увеличили выпуск облигаций, более активно обращались к кредитным линиям (особенно в США) и пользовались кредитами, гарантированными государством (см. готовящуюся к публикации главу 3).

В странах с формирующимся рынком также отмечались высокие показатели выпуска облигаций в твердых валютах. Величина совокупных портфельных потоков восстановилась после достижения своей нижней точки в марте, хотя примерно в половине стран с формирующимся рынком в последние три месяца по-прежнему отмечался отток средств. Мягкие финансовые условия улучшили перспективы портфельных потоков в страны с формирующимся рынком, и вероятность оттока средств в течение следующих трех кварталов снизилась с примерно 60 процентов на пике рыночных потрясений до 25 процентов в сентябре (рис. 4), хотя она по-прежнему остается выше уровня до COVID-19.

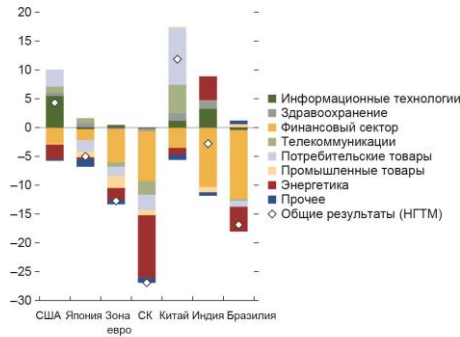
Показатели мировых фондовых рынков значительно улучшились по сравнению с минимальными уровнями, отмечавшимися за время пандемии, но наблюдаются заметные различия между странами в зависимости от степени

Рисунок 4. Потоки капитала, под риском: прогнозы потоков портфельных инвестиций на ближайший период
(Функция плотности распределения вероятностей)



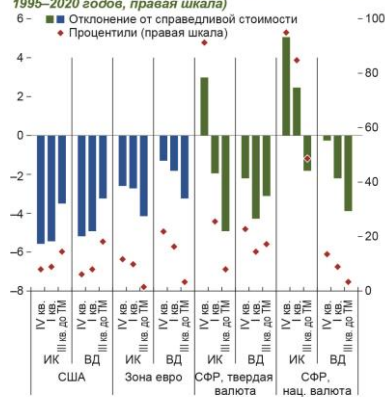
Источники: Bloomberg Finance L.P.; Haver Analytics; МВФ. *Перспективы развития мировой экономики*; оценки JP Morgan; национальные источники; оценки персонала МВФ.
Примечание. Исходя из потоков вложений в долговые обязательства и инструменты участия в капитале по 19 крупнейшим странам с формирующимся рынком. Ближайший период = следующие 3 квартала. Более подробно см. в главе 1.

Рисунок 5. Финансовые результаты фондового рынка в 2020 году, вклад по секторам
(В процентах, с начала года)



Источники: Bloomberg Finance L.P.; MSCI; расчеты персонала МВФ.
Примечание. Все индексы стран представляют собой субиндексы MSCI в национальной валюте. Общие результаты представлены на основе агрегирования секторальных индексов. «Потребительские товары» представляют собой сумму секторов базовых и дискреционных потребительских товаров, а «прочее» — сумму секторов коммунальных услуг, материалов и недвижимости. СК — Соединенное Королевство, США — Соединенные Штаты Америки, НГТМ — с начала года до текущего момента.

Рисунок 6. Отклонение спредов по облигациям от справедливой стоимости
(Отклонение от справедливой стоимости на единицу риска, левая шкала; проценты на базе 1995–2020 годов, правая шкала)



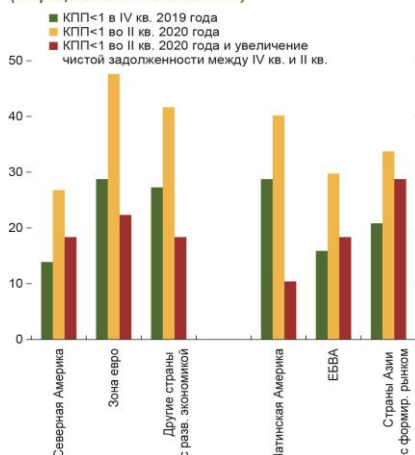
Источники: Bloomberg Finance L.P.; Consensus Economics; Haver Analytics; Refinitiv I/B/E/S; расчеты персонала МВФ.
Примечание. Отклонение от справедливой стоимости представляет собой разницу между рыночной стоимостью и стоимостью на основе моделей, масштабированной по стандартному отклонению месячных изменений спредов; отрицательные значения на левой шкале указывают на завышенную стоимость. Более подробно см. в главе 1.
СФР — страны с формирующимся рынком; ВД — высокая доходность; ИК — инвестиционная категория; ТМ — текущий момент.

распространения вируса, масштабов поддерживающих мер политики и отраслевой структуры экономики. Фондовые рынки в Китае и США показывают более высокие результаты, чем другие рынки, чему способствовали сдвиги в технологических отраслях (темные и светло-зеленые секции на рис. 5), несмотря на коррекцию рынка в сентябре. Секторы с более высокой интенсивностью личных контактов (гостиницы, рестораны, сфера досуга и отдыха) пострадали от мер изоляции и социального дистанцирования. Относительно низкие показатели энергетического и финансового секторов (красные и желтые секции на рис. 5) отражают более слабые перспективы экономического роста согласно оценкам инвесторов.

Несоответствие между ростом рыночной стоимости активов и динамикой реальной экономики, отмеченное в июньском выпуске «*Бюллетеня по вопросам глобальной финансовой стабильности*» 2020 года, по-прежнему сохраняется. Например, анализ финансовых результатов фондового рынка США за период с начала года до текущего момента показывает, что резкое ухудшение прогнозов прибыли корпораций более чем компенсировалось снижением безрисковых процентных ставок и уменьшением премий за фондовый риск вследствие снижения директивных ставок центральными банками и других мер, способствовавших ухудшению настроений инвесторов, несмотря на повышение экономической неопределенности (см. главу 1). Аналогичным образом, снижение доходности по корпоративным облигациям определялось падением безрисковых процентных ставок и уменьшением кредитных спредов — во многих случаях до уровня, который, по оценкам, ниже соответствующего экономическим детерминантам (рис. 6). Уменьшение спредов можно отчасти объяснить поддерживающими мерами политики, а в случае стран с формирующимся рынком это можно также отнести на счет смягчения политики центральными банками в странах с развитой экономикой. Если рынки считают, что поддерживающие меры политики будут сохраняться или усиливаться в ответ на ухудшение экономических перспектив, текущий уровень цен на рискованные активы может сохраниться в течение некоторого времени. Однако если инвесторы изменят свои оценки возможностей для проведения поддерживающей политики или восстановления экономики задержится, вероятность резкой коррекции цен может повыситься.

Со вспышкой COVID-19 нефинансовые компании оказались в напряженной ситуации в отношении ликвидности. На начальных стадиях кризиса более уязвимые компании (компании, имеющие более низкие показатели платежеспособности и ликвидности, а также более мелкие фирмы) испытывали более значительные финансовые трудности, чем сопоставимые компании (см. готовящуюся к публикации главу 3). Для преодоления дефицита наличных средств многие компании, особенно те, доходы которых оказались ниже их процентных расходов, увеличили свои займы (рис. 7), что привело к увеличению уже высокого бремени корпоративной задолженности в ряде стран (рис. 8). Относительная численность дефолтов также растет. По мере дальнейшего разворачивания кризиса давление на ликвидность предприятий, особенно если задержится устойчивое восстановление экономики, может приводить к неплатежеспособности.

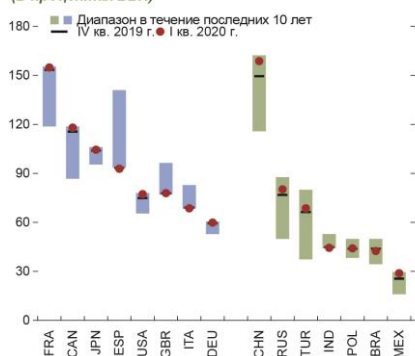
Рисунок 7. Компании, акции которых котируются на публичных биржах — долг под риском (В процентах долга компаний)



Источники: Банк международных расчетов; Bloomberg L.P.; Haver Analytics; Institute of International Finance; S&P Global Ratings; S&P Leveraged Commentary and Data; расчеты персонала МВФ.

Примечание. В выборку включены компании с опубликованной квартальной отчетностью. Столбцы показывают долю долга компаний с КПП < 1 и с повышенным чистым долгом как доли совокупного долга в выборке. ЕЕВА — Европа, Ближний Восток и Африка; КПП — коэффициент процентного покрытия.

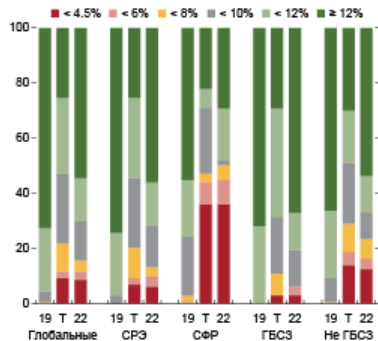
Рисунок 8. Совокупная задолженность нефинансовых компаний (В процентах ВВП)



Источники: Банк международных расчетов; Haver Analytics; расчеты персонала МВФ.

Примечание. В случае Франции долг компаний приводится на неконсолидированной основе. В обозначениях данных используются коды стран, присвоенные Международной организацией по стандартизации (ИСО).

Рисунок 9. Распределение активов банков по коэффициентам достаточности капитала при неблагоприятном сценарии в октябрьском выпуске ПРМЭ 2020 года, со смягчающими мерами политики (Коэффициент основного базового капитала (СЕТ1), в процентах)



Источники: Bloomberg Finance L.P.; Fitch; МВФ; Перспективы развития мировой экономики и Бюджетные вестник; оценки персонала МВФ.

Примечание. В сценарии принимаются во внимание смягчающие меры политики (более подробно см. в главе 4). СЕТ1 — основной базовый капитал первого уровня; СРЭ — страны с развитой экономикой; СФР — страны с формирующимся рынком; ГБСЗ — глобальные банки, имеющие системную значимость; Т — год низшей точки.

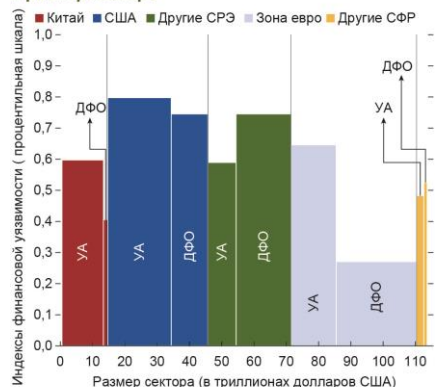
Если не произойдет значительного ужесточения условий финансирования, крупным фирмам с доступом на рынки капитала, вероятно, удастся избежать существенного давления, ведущего к неплатежеспособности. Однако компании в секторах, которые наиболее сильно пострадали от пандемии, имеют более слабые перспективы роста и испытывают большую напряженность в сфере ликвидности, а потому имеют более высокий риск дефолта и неплатежеспособности. Малые и средние предприятия, которые обычно являются более уязвимыми, могут стать значимым каналом передачи воздействия экономического шока. Кроме того, малые и средние предприятия, как правило, преобладают в некоторых секторах с высокой интенсивностью личных контактов (гостиницы, рестораны, развлечения), которые особенно пострадали от COVID-19.

Когда начался кризис COVID-19, банки имели значительно более крупные резервы капитала и ликвидности, чем в 2008–2009 годах. Это позволило им продолжать предоставление кредита экономике. Меры политики, нацеленные на поддержку заемщиков и стимулирование банков к использованию гибкости, встроенной в основы регулирования, вероятно, благоприятно сказались на готовности и способности банков предоставлять кредиты. Однако некоторые банки уже начинают ужесточать свои стандарты кредитования, что может негативно сказаться на восстановлении экономики. Перспективный анализ платежеспособности банков в 29 странах (не включая Китай) показывает, что при реализации *базисного сценария* октябрьского выпуска ПРМЭ 2020 года большинство банков будут в состоянии покрывать убытки и поддерживать резервы капитала на уровне выше минимальных норм достаточности капитала (см. готовящуюся к публикации главу 4). В случае *неблагоприятного сценария* ПРМЭ, характеризующегося более глубоким спадом и более слабым подъемом, в значительном числе банков, относящихся к крайней группе более слабых организаций, может отмечаться истощение резервов капитала до такого уровня, что это будет ограничивать их способность предоставлять кредиты (рис. 9). Совокупный дефицит капитала относительно общих нормативных требований — включая антициклические резервы капитала, резервы для сохранения капитала и системные резервы — может достичь 220 млрд долларов, даже если учесть меры политики, смягчающие последствия потерь для заемщиков и для банков (см. готовящуюся к публикации главу 4).

Небанковские финансовые организации (НБФО) вошли в кризис в состоянии повышенной уязвимости (рис. 10). Им удалось пережить потрясения на рынке, вызванные пандемией, благодаря поддерживающим мерам политики, но у них сохраняются значительные факторы неустойчивости. Например, компании, управляющие активами, могут оказаться перед необходимостью срочной продажи активов в случае более крупных убытков по портфелям и более продолжительного периода изъятия средств из инвестиций, чем во время распродажи активов в марте. НБФО играют все большую роль на кредитных рынках, в том числе в его более рискованных сегментах, и усиление взаимосвязей между НБФО и банками означает, что факторы неустойчивости могут распространяться по всей финансовой системе.

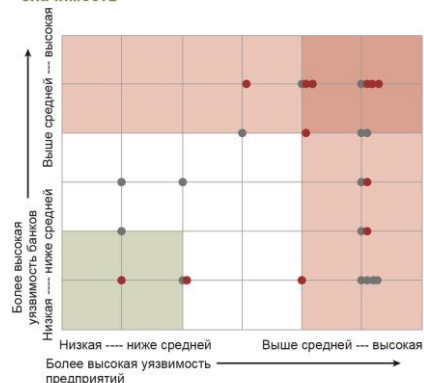
Факторы уязвимости суверенных заемщиков увеличились, поскольку страны расширили бюджетную поддержку, и государственные органы могут столкнуться с резким

Рисунок 10. Небанковские финансовые организации — индексы финансовой уязвимости и размер сектора



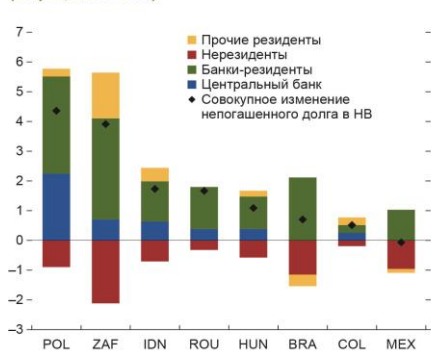
Источники: Банк Мексики; Европейский центральный банк; Haver Analytics; Morningstar; Резервный банк Индии; Комиссия по ценным бумагам и биржи Бразилии; WIND Information Co.; расчеты персонала МВФ.
Примечание. Более подробно см. в главе 1. СРЭ — страны с развитой экономикой; УА — управляющие активами; СРФ — страны с формирующимся рынком; ДФО — другие финансовые организации.

Рисунок 11. Факторы уязвимости компаний, банков и суверенных заемщиков в 29 юрисдикциях, финансовые сектора которых имеют системную значимость



Источники: Банк международных расчетов; Haver Analytics; Institute of International Finance; МВФ, октябрьский выпуск Перспективы развития мировой экономики 2020 года; оценки персонала МВФ.
Примечание. На основе данных, лежащих в основе рис. 1; красные точки обозначают страны с уязвимостью суверенных заемщиков выше средней или высокой.

Рисунок 12. Изменение суммы непогашенных государственных облигаций в национальной валюте в разбивке по их держателям, 28 февраля – 30 июня 2020 года (В процентах ВВП)



Источники: Bloomberg Finance L.P.; Haver Analytics; МВФ, Перспективы развития мировой экономики; национальные источники; оценки персонала МВФ.
Примечание. В данные не вносились поправки на долг, индексируемый по инфляции. Суммарный показатель по Южной Африке немного отличается от агрегированных изменений его компонентов. Позиция центрального банка Индонезии в государственных ценных бумагах приводится за вычетом монетарных операций в разбивке по источникам. В обозначениях данных используются коды стран, присвоенные Международной организацией по стандартизации (ИСО). НВ — национальная валюта.

увеличением условных обязательств. Факторы уязвимости повысились во многих секторах, и в шести из 29 юрисдикций, в которых финансовый сектор имеет системную значимость, в настоящий момент отмечаются повышенные факторы уязвимости в секторе предприятий, в банковской сфере и в сфере государственных финансов (рис. 11).

Вследствие пандемии резко увеличились потребности стран с формирующимся рынком в финансировании. Обеспокоенность объемами нового долга и слабостью экономических детерминантов этих стран, по всей вероятности, обусловили уменьшение спроса на облигации в национальной валюте со стороны иностранных инвесторов (рис. 12), особенно когда они являются держателями крупных долей долга, а база отечественных инвесторов может быть недостаточно крупной. В некоторых странах с формирующимся рынком центральные банки приобрели значительную часть облигаций на вторичном рынке с целью стабилизации рыночной конъюнктуры (см. готовящуюся к публикации главу 2). Страны с пограничной экономикой сталкиваются с еще более серьезными проблемами в области финансирования, поскольку вызванные COVID-19 потрясения подтолкнули стоимость заимствования для многих из них до неприемлемо высокого уровня, вследствие чего им требуется официальная поддержка.

По мере того, как директивные органы прокладывают путь к восстановлению экономики, необходимо будет корректировать меры политики в зависимости от хода пандемии и темпов экономического подъема (см. *план мер политики* во вставке с кратким обзором в начале данного резюме). На каждом этапе этого процесса разработчики экономической политики должны учитывать компромиссы межвременного распределения и непреднамеренные последствия. Следует тщательно соотносить выгоды от использования имеющихся буферных резервов сегодня с возможной необходимостью оказания впоследствии дальнейшей поддержки, а также с риском усугубления факторов уязвимости в будущем.

В процессе возобновления работы экономики стран для поддержания динамики восстановления принципиально важно будет продолжать адаптивную денежно-кредитную политику и адресное предоставление ликвидности. Надежная система реструктуризации долга будет играть насыщенную роль в сокращении чрезмерной накопленной задолженности и урегулировании нежизнеспособных компаний. Странам с низким уровнем доходов, испытывающим трудности в получении финансирования, может потребоваться поддержка на многосторонней основе. Несмотря на негативное влияние кризиса, вызванного COVID-19, на экологические показатели деятельности компаний, он также создает возможности для организации перехода к более «зеленой» экономике (см. готовящуюся к публикации главу 5).

После того как пандемия будет в полной мере поставлена под контроль, можно будет постепенно свернуть поддерживающие меры политики, а экономическую политику следует направить в первую очередь на восстановление буферных резервов банков, укрепление системы регулирования небанковских финансовых организаций и усиление пруденциального надзора для сдерживания чрезмерного принятия риска в условиях более длительного периода более низких процентных ставок.