

# ДОКЛАД ПО ВОПРОСАМ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

## Резюме

### Мягкая посадка или внезапное пробуждение

Поскольку во многих странах с развитой экономикой сохраняется высокий уровень базовой инфляции, которая лишь медленно снижается, центральным банкам, возможно, придется продолжать проводить жесткую денежно-кредитную политику дольше, чем в настоящее время ожидают рынки. Страны с формирующимся рынком, как представляется, добились большего прогресса в снижении инфляции, и в этом начинают проявляться преимущества раннего повышения процентных ставок. Однако между регионами существуют различия. Растущие расхождения показателей инфляции и перспектив развития экономики могут ознаменовать начало десинхронизации глобальной денежно-кредитной политики.

Однако оптимизм в отношении «мягкой посадки» мировой экономики, при которой сохранятся быстрые темпы дезинфляции и удастся избежать рецессии, подпитывает оценки стоимости активов со времени публикации «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» за апрель 2023 года. Несмотря на снижение цен на акции с сентября, вызванное повышением долгосрочных реальных ставок, финансовые условия для стран с развитой экономикой в чистом выражении смягчились (рис. ES.1). В несколько более длительном контексте, с начала этого года цены акций в Европе и США выросли примерно на 10 и 12 процентов соответственно, а спреды по кредитам предприятиям по-прежнему близки к минимальным уровням с начала текущего цикла повышения процентных ставок. Фондовые рынки в Японии показывают более высокие результаты, чем в других странах с развитой экономикой, отчасти благодаря продолжению мягкой денежно-кредитной политики и более высокой прибыли предприятий. В таких странах с формирующимся рынком, как Венгрия, Индия, Мексика, Польша и Чили, также наблюдается заметный рост цен на акции сообразно повышению курсов валют большинства основных стран с формирующимся рынком в первой половине года. Превышение прогноза инфляции поставит под сомнение эту идею о «мягкой посадке», что приведет к потенциально резкой переоценке активов.

Хотя острый стресс в мировой банковской системе миновал, в некоторых странах по-прежнему имеется некоторое число слабых банков. Кроме того, трещины в других секторах также могут стать очевидными и превратиться в вызывающие тревогу линии разлома. В случае резкого ужесточения финансовых условий могут начаться циклы негативной обратной связи, которые вновь подвергнут мировую финансовую систему проверке на устойчивость. В частности, глобальный кредитный цикл начал переходить в новую фазу по мере снижения способности заемщиков погашать долги и замедления роста кредитования. Эту оценку резюмирует показатель рисков для роста МВФ, указывающий на то, что риски для роста мировой экономики смещены в сторону ухудшения ситуации, аналогично оценке, сделанной в апреле (рис. ES.2). В сценарии, при котором желаемая мягкая посадка не материализуется, инвесторы воздерживаются от принятия рисков, а финансовые условия ужесточаются до долгосрочного среднего значения, в рамках показателя рисков для роста прогнозируется еще более сильное смещение распределения роста в сторону снижения его темпов.

### Факторы уязвимости

За прошедший год передача воздействия повышения ставок, возможно, ослабла, поскольку корпорации и домашние хозяйства удлиняют временной горизонт погашения долга или используют накопленные во время пандемии сбережения для укрепления своих балансов и выплаты процентов. Однако этих факторов может быть недостаточно для предотвращения тенденции к росту трудностей с погашением долга. Следует отметить, что доля компаний с низким отношением денежных средств к процентным расходам, то есть более слабых компаний с меньшим объемом резервов, за последние два года вновь выросла, в том числе в странах с формирующимся рынком, поскольку условия финансирования для компаний ужесточаются (рис. ES.3). Это увеличение особенно очевидно среди малых и средних предприятий. Аналогичным образом бремя погашения долга для ипотечных заемщиков останется повышенным, что приведет к замедлению активности на жилищном рынке и дальнейшему снижению цен на жилье. Мировые реальные цены на жилье снижаются с конца 2022 года, поскольку основные центральные банки активно ужесточают денежно-кредитную политику. В странах с развитой экономикой реальные цены на жилье в первом квартале 2023 года снизились на 8,4 процента, в то время как в странах с формирующимся рынком наблюдалось меньшее снижение, примерно на 2,4 процента. В странах с большой долей ипотечных кредитов с переменной процентной ставкой и ценами на жилье выше среднего допандемического уровня было зафиксировано двузначное снижение цен на жилье.

Учитывая размер и концентрацию коммерческой недвижимости и ее тесные связи с финансовой системой в более широком плане и реальной экономикой, стресс в этом секторе может иметь значительные последствия для финансовой стабильности. В процентном отношении к ВВП долг, связанный с коммерческой недвижимостью, составляет почти 12 процентов ВВП в Европе и 18 процентов в США. Возникают опасения по поводу риска увеличения дефицита финансирования по мере сокращения доступности источников финансирования для заемщиков в секторе коммерческой недвижимости, нуждающихся в рефинансировании: банки сообщают об ужесточении стандартов кредитования, темпы привлечения средств в частный капитал резко замедлились (рис. ES.4), а выпуск коммерческих ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, стал малоактивным. Перспектива того, что процентные ставки будут оставаться повышенными в течение более длительного времени, в сочетании со снижением стоимости недвижимости будет способствовать сохранению напряженных условий рефинансирования в секторе коммерческой недвижимости.

В Китае замедление темпов экономического роста, углубление спада в секторе недвижимости и усугубление трудностей в области финансирования для местных органов государственного управления оказывают сильное влияние на настроения участников рынка. Юань подвергается заметному понижательному давлению на фоне резкого снижения цен акций. Дезинфляционное давление возросло, побудив Народный банк Китая снизить директивные ставки, — это один из немногих центральных банков, смягчивших денежно-кредитную политику. Однако это смягчение политики и другие объявленные меры стимулирования пока не восстановили доверие среди компаний, потребителей и, что важно, покупателей жилья. В последние месяцы объемы продаж жилья существенно снизились среди более сильных частных застройщиков и даже государственных застройщиков (рисунок ES.5), а один из крупных частных застройщиков пропустил выплату процентов по своим облигациям, которая должна была состояться в августе. Продолжающийся стресс в секторе недвижимости оказывает воздействие на финансы местных органов государственного управления, и инвесторы все больше обеспокоены вопросом устойчивости долговой ситуации структур финансирования местных органов управления (СФМОУ). Кроме того, одна из крупных компаний по управлению активами, которая приостановила платежи и погашения по своим продуктам управления частным капиталом и трастовым продуктам, выразила обеспокоенность по поводу усиления финансового стресса в том случае, если общественность потеряет доверие к инвестиционным продуктам.

Инвесторы по-прежнему проводят различие между странами с формирующимся рынком, имеющими более сильные основные экономические показатели и резервы для проведения экономической политики, и странами, которые считаются менее устойчивыми и более уязвимыми перед потрясениями. Большинство спредов по суверенным кредитам стран с формирующимся рынком остаются узкими, несмотря на продолжающееся ужесточение денежно-кредитной политики и повышение доходности (рис. ES.6). При этом сохраняется большой разрыв между сегментом инвестиционного уровня и высокодоходным сегментом рынков суверенного долга стран с формирующимся рынком. Неоднократное снижение кредитных рейтингов после пандемии привело к снижению среднего суверенного рейтинга стран с пограничной экономикой, что вызвало рост предполагаемых спредов и стоимости финансирования во многих странах с формирующимся рынком.

Ожидается, что банки, которые являются основными кредиторами в мировой экономике, будут иметь дело с увеличением стоимости кредитного риска, поскольку более высокие процентные ставки снижают способность заемщиков погашать кредиты. В целом банковская система, по-видимому, предусмотрительно увеличила резервы на случай новых дефолтов, и резервы на покрытие возможных потерь по ссудам представляются достаточными для покрытия необслуживаемых кредитов во многих странах. Более высокие ставки также должны поддержать чистую процентную маржу по новым банковским кредитам. Тем не менее история показывает, что кредитные риски могут быстро ухудшиться, а спрос на кредиты может резко упасть, когда экономика вступает в рецессию, что влияет на прибыльность банков. В главе 2 представлена оценка количества банков, уязвимых перед повышением инфляции и процентных ставок, которая была подготовлена МВФ с использованием двух новых подходов. В рамках этой оценки проводится глобальный стресс-тест МВФ в расширенном варианте, дополненный новой системой перспективного мониторинга, которая включает прогнозы аналитиков по основным показателям риска — балансы банков, стоимостная оценка и показатели прибыльности. Оба подхода указывают на наличие заметно слабого сегмента банков. Глобальный стресс-тест показывает, что при неблагоприятном сценарии стагфляции широкий круг банков, включая несколько системно значимых организаций в Европе, Китае и США, пострадает от снижения стоимости капитала (рис. ES.7). Этот вывод согласуется с основными показателями риска, которые прогнозируют, что некоторые китайские и американские банки, вероятно, будут продолжать испытывать трудности в связи со снижением ожидаемых доходов и пониженным отношением цены к балансовой стоимости китайских банков.

Высокие процентные ставки, вероятно, принесут пользу некоторым небанковским финансовым посредникам и станут испытанием на устойчивость для других. Для организаций, имеющих более долгосрочные финансовые обязательства, таких как страховые компании и пенсионные фонды, повышенные процентные ставки привели к снижению приведенной стоимости их обязательств и улучшению соотношения активов и пассивов. Основной риск для таких организаций связан с тем, что в течение длительного периода чрезвычайно низких процентных ставок они перешли к менее ликвидным и более рискованным активам, таким как частный кредит. С другой стороны, инвестиционные фонды с более короткими структурами финансирования, особенно те, которые обеспечивают ежедневную ликвидность, могут столкнуться с требованиями погашения обязательств со стороны своих инвесторов, поскольку более высокие процентные ставки снижают стоимость их активов с фиксированным доходом. Те организации, которые применяют инвестиционные стратегии с использованием заемных средств, основанные на ожидании быстрой дезинфляции, могут быть вынуждены аннулировать позиции, если инфляция будет упорно оставаться высокой.

В главе 3 показано, что к 2030 году потребности в инвестициях, направленных на смягчение изменения климата, в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах (СФРПС), по оценкам, достигнут примерно 2 триллионов долларов США в год. Частный сектор должен играть ключевую роль в финансировании необходимых инвестиций в СФРПС с учетом ограниченных бюджетных возможностей и сложных рыночных условий. К 2030 году доля частного финансирования должна увеличиться примерно до 80 процентов потребности СФРПС в инвестициях, направленных на смягчение изменения климата, а для СФРПС без учета Китая эта доля должна быть еще больше (рис. ES.8).

### Рекомендации относительно экономической политики

В конечном счете для устойчивого экономического роста требуется как ценовая, так и финансовая стабильность. Центральные банки должны и далее целенаправленно бороться с инфляцией до тех пор, пока не появятся ощутимые свидетельства того, что она стабильно движется к целевым показателям, хотя направленность денежно-кредитной политики должна отражать темпы восстановления экономики и дезинфляционные процессы в конкретных странах. Информирование по-прежнему имеет важное значение для выражения решимости директивных органов.

Ряд стран с формирующимся рынком добились заметного прогресса в борьбе с инфляцией, но центральным банкам следует действовать осторожно, не слишком активно снижая директивные ставки. Странам следует интегрировать свою экономическую политику, в том числе, где это применимо, в рамках Целостного подхода к политике — макрофинансовой системы МВФ, позволяющей странам управлять рисками, связанными с нестабильными потоками капитала в условиях неопределенности относительно глобальной денежно-кредитной политики и курсов валют. Оптимальные сочетания мер политики зависят от характера шоков и особенностей конкретной страны. Любые ответные меры должны быть частью плана, направленного на устранение базовых макроэкономических дисбалансов и допускающего возможность необходимых корректировок.

Суверенным заемщикам в странах с формирующимся рынком, странах с пограничным рынком и странах с низким доходом следует укреплять меры, направленные на ограничение рисков, связанных с их высокой долговой уязвимостью, в том числе посредством диалога с кредиторами, многостороннего сотрудничества и поддержки со стороны международного сообщества. Если это применимо, следует использовать Общую основу Группы 20-ти — ее измененную версию, предусматривающую более быстрые и эффективные действия — в том числе при упреждающих реструктуризациях. Двусторонние кредиторы и кредиторы в частном секторе должны найти пути координации упреждающей и упорядоченной реструктуризации во избежание затратных жестких дефолтов и длительной утраты доступа к рынкам. Там, где это возможно, для восстановления резервов следует проводить операции по рефинансированию или управлению обязательствами.

В Китае надежная политика, направленная на восстановление доверия к сектору недвижимости, будет иметь важное значение в ограничении риска негативных вторичных эффектов для финансового сектора, корпораций и местных органов власти. Приоритетным направлением должно стать содействие завершению проектов жилищного строительства, которое может остановить спад настроений покупателей жилья, а также своевременное урегулирование и реструктуризация проблемных застройщиков. Для поддержки экономического роста необходимы дальнейшее смягчение денежно-кредитной политики и переориентация бюджетной поддержки на домашние хозяйства. Для решения проблемы задолженности СФМОУ необходима всеобъемлющая стратегия, направленная на восстановление их способности обслуживать долг и достижение приемлемого уровня задолженности местных органов управления. Хотя в последние годы официальные органы предприняли шаги по снижению системных рисков, связанных с сектором управления активами, необходим дальнейший прогресс в устранении рискованных открытых позиций в сфере недвижимости и СФМОУ, а также несоответствия ликвидности между их активами и обязательствами. Что касается банков, поддержание достаточных резервов для покрытия убытков, поэтапный отказ от политики регуляторных послаблений, которая может привести к задержке признания убытков по кредитам, и ускорение действий по реструктуризации слабых банков имеют решающее значение для снижения рисков для финансовой стабильности.

Наличие в мировой финансовой системе значительного числа слабых банков и риск вредного влияния на здоровые организации подчеркивают настоятельную необходимость последовательного внедрения международных стандартов во всех юрисдикциях, оценки того, оказали ли конкретные элементы этих стандартов желаемое воздействие во время недавних потрясений, и усиления надзора там, где это необходимо. Надлежащие требования в отношении коэффициентов собственного капитала и ликвидности как для крупных, так и для небольших организаций крайне важны, чтобы ограничить риски для финансовой стабильности. Официальные органы власти должны быть более подготовлены к вмешательству на раннем этапе для устранения слабых мест в банках, включая обеспечение готовности банков в их странах воспользоваться механизмами центрального банка и, в случае необходимости, усиление режимов окончательного урегулирования банков и готовности к их применению.

Официальные органы стран должны провести строгие стресс-тесты, чтобы оценить потенциальное воздействие уменьшения способности заемщиков погашать кредиты и резкого снижения цен на жилую недвижимость, на балансы домашних хозяйств и, в конечном счете, на финансовые организации. Необходимо сохранять бдительность для отслеживания факторов уязвимости в секторе коммерческой недвижимости, включая анализ стоимостных оценок коммерческой недвижимости банками, и обеспечения достаточности резервов. Следует создать резервы для защиты от убытков в будущем и содействия непрерывному предоставлению кредитов в периоды стресса. Например, если позволяют обстоятельства, официальные органы могут создать антициклические резервы капитала или отраслевые резервы системного риска. Во избежание проциклических эффектов повышать буферные резервы следует только при отсутствии признаков того, что кредитование уже ограничено фактором достаточности капитала банков.

Для создания привлекательной инвестиционной среды для частного капитала в целях удовлетворения потребностей СФРПС в финансировании деятельности в области климата необходим широкий набор мер структурной и финансовой политики. Для привлечения частных инвесторов необходима более развитая информационная архитектура по вопросам климата — данные, раскрытие информации и подходы к согласованию (включая таксономию). Политика в отношении финансового сектора должна быть ориентирована на оказание положительного воздействия на климат. Таксономии перехода в СФРПС могут помочь организациям определить виды деятельности, которые могут с течением времени снизить выбросы парниковых газов, в том числе в наиболее углеродоемких секторах. Раскрытие информации и маркировка для социально ответственных инвестиционных фондов должны повысить прозрачность на рынках, добросовестность их участников и соответствие цели достижения результатов с учетом воздействия на климат. Благодаря своему организационному потенциалу МВФ призван играть решающую роль в мобилизации частного финансирования деятельности в области климата, особенно в странах с низким доходом. Механизм финансирования для достижения стойкости и долгосрочной устойчивости может активизировать частное финансирование за счет предъявляемых им условий в отношении экономической политики, содействуя реформам, которые могут помочь в привлечении частного капитала.

С графиками можно ознакомиться в англоязычной версии резюме и полного текста доклада по ссылке: <http://IMF.org/GFSR-October2023>