

Резюме

Выверка курса: финансовые рынки ориентируются в условиях неопределенности

1. За время после публикации в апреле 2024 года *«Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности»* (ДФС) глобальная экономическая активность несколько снизилась, а инфляция продолжила замедляться. На фоне проводимого крупнейшими центральными банками смягчения денежно-кредитной политики сохраняются адаптивные финансовые условия, ситуация в странах с формирующимся рынком остается устойчивой, а волатильность цен на активы в целом по-прежнему относительно низкая. Как показывает разработанная МВФ оценка подверженного риску экономического роста на год вперед, риски, угрожающие финансовой стабильности в краткосрочной перспективе, не превышают исторический уровень около 40-го перцентилля. Между тем адаптивные финансовые условия, сдерживающие краткосрочные риски, также способствуют накоплению факторов уязвимости, таких как завышенная оценка активов, рост частного и государственного долга на мировом рынке (рисунок ES.1) и более широкое использование заемных средств небанковскими финансовыми учреждениями, что усиливает риски для финансовой стабильности в будущем.

2. Усиление таких факторов уязвимости может усугубить неблагоприятные шоки, вероятность которых возросла из-за повышенной экономической и геополитической неопределенности на фоне продолжающихся военных конфликтов и неопределенной будущей политики вновь избранных органов власти стран. В частности, на фоне растущего разрыва между неопределенностью и волатильностью рынка (рисунок ES.2) усиливается вероятность внезапных всплесков волатильности и резкой переоценки активов, которые могут усугубиться за счет факторов уязвимости. Как показано в главе 1, потрясения на рынке в начале августа 2024 года — когда произошел скачок волатильности на фондовых рынках в Японии и в США (рисунок ES.3), а мировые цены на активы значительно снизились — дали представление о том, какая бурная реакция может последовать, когда сочетание всплесков волатильности с использованием заемных средств финансовыми учреждениями вызывает нелинейные рыночные реакции и экстренные продажи активов.

3. Так, в главе 2 на основе количественной оценки показано, что дальнейшее усиление экономической неопределенности может усугубить негативные риски, чреватые снижением будущего экономического роста, цен на активы и темпов роста банковского кредитования. Например, если предположить, что реальная экономическая неопределенность в мире повысится на величину, эквивалентную ее росту во время мирового финансового кризиса, то в результате средний реальный рост мирового ВВП (а именно, 10-й перцентиль), рассчитанный на год вперед, понизится на 1,2 процентного пункта (рисунок ES.4). Этот эффект усиливается, когда макрофинансовая уязвимость повышается или когда связь между волатильностью рынка и неопределенностью ослабевает. Неопределенность также может повлечь за собой трансграничные побочные эффекты посредством торговых и финансовых связей.

4. В настоящем *«Докладе по вопросам глобальной финансовой стабильности»* подробно рассматриваются факторы финансовой уязвимости и дисбалансов, угрожающие финансовой стабильности, и подчеркивается неотложная необходимость их устранения директивными органами.

Факторы уязвимости и дисбалансы

5. Высокий уровень и быстрый рост суверенного долга по-прежнему являются глобальной проблемой, при этом многие юрисдикции не в состоянии обеспечить достижение первичных балансов, стабилизирующих долг в более долгосрочной перспективе. Во многих странах с развитой экономикой в условиях продолжающегося количественного ужесточения, проводимого их центральными банками, потребуются размещать все большую долю выпускаемых государственных долговых обязательств среди покупателей, чутко реагирующих на динамику цен, а это может усилить волатильность на рынке облигаций. В странах с формирующимся рынком и странах с пограничной экономикой, где бюджетных резервов мало и они сокращаются, отмечается более заметное увеличение спредов по суверенным облигациям и кредитным дефолтным свопам, чем в других юрисдикциях, что осложняет обслуживание долга.

6. За период после публикации ДФС в апреле 2024 года страны с формирующимся рынком продолжают демонстрировать устойчивость. При определении курса денежно-кредитной политики центральные банки по-прежнему ориентируются на внутренние экономические условия и уровень инфляции, полагаясь на корректировку валютных курсов для смягчения внешних неблагоприятных обстоятельств. Принимая во внимание, что крупные страны с развитой экономикой намерены смягчить денежно-кредитную политику, давление на страны с формирующимся рынком в ближайшей перспективе может стать более умеренным. Однако в более отдаленном будущем, в условиях повышенной неопределенности в отношении торговой политики и геополитики, а также прогнозируемого замедления темпов роста в Китае, ключевом торговом партнере для многих стран с формирующимся рынком, задача сохранения финансовой стабильности в странах с формирующимся рынком может осложниться. Потоки портфельных инвестиций могут стать более волатильными, а доступ к международным источникам финансирования может затрудниться — особенно для стран с пограничной экономикой. Так, за последнее десятилетие вторичные эффекты от изменения процентных ставок в странах с развитой экономикой для стран с формирующимся рынком усилились. Например, изменениями надбавки за долгосрочность по 10-летним облигациям в США — премии за риск, которую инвесторы требуют за хранение ценных бумаг с более длительным сроком погашения, — можно объяснить растущую долю изменений надбавок за долгосрочность по 10-летним облигациям стран с формирующимся рынком (рисунок ES.5).

7. В 2024 году в мире восстановился выпуск экономически приемлемого долга. Тем не менее, на развивающиеся рынки приходится всего 13 процентов выпуска с начала года (рисунок ES.6), при этом доля экономически приемлемого долга стран с формирующимся рынком,

выраженного в местных валютах, невелика. Недостаточное инвестирование в финансирование деятельности, связанной с изменением климата, может замедлить усилия по смягчению изменения климата и адаптации к нему, а также поставить под угрозу финансовую стабильность в будущем.

8. Даже если мировые процентные ставки будут снижаться, многие компании столкнутся с проблемой обслуживания долга в ближайшие годы. Несмотря на то что некоторым предприятиям удавалось сохранять высокую маржу благодаря уверенной экономической активности и устойчивым бухгалтерским балансам, среди более слабых предприятий, испытывающих трудности, неуклонно росли дефолты. Некоторые компании среднего размера, занимающие под высокие проценты на рынках частного кредитования, испытывают все больше трудностей с ликвидностью и прибегают к методам оплаты в натуральной форме, фактически откладывая процентные платежи и накапливая долг. Кроме того, корпорации, вероятно, ощутят влияние торговых ограничений и геополитических событий в виде повышения производственных затрат и снижения возможностей по выплате процентов. Несмотря на растущие признаки ухудшения кредитного качества, корпоративные облигации по-прежнему торгуются в узких спредах по историческим меркам. Это приводит к диспропорциям в ценообразовании, что указывает на повышенный риск резкой переоценки кредитного риска.

9. Несмотря на то что в большинстве стран угрожающие стабильности риски, связанные с рынком жилой недвижимости, представляются сдержанными, давление на сектор коммерческой недвижимости остается высоким. Дисбаланс цен и фундаментальных экономических показателей указывает на перспективу дальнейших коррекций на рынке коммерческой недвижимости, особенно в секторе офисной недвижимости. Финансирование может быть отозвано, что вызовет снижение цен, в результате чего еще больше финансовых учреждений будут испытывать трудности в условиях неблагоприятного цикла обратной связи (рисунок ES.7). С трудностями могут столкнуться как банки с чрезмерной концентрацией рисков в секторе коммерческой недвижимости, так и небанковские инвесторы, как например, инвестиционные трасты недвижимости.

10. Мировой банковский сектор сохраняет устойчивость, располагая достаточными буферами капитала и ликвидности. Несмотря на то что в отдельных сегментах кредитования, таких как потребительские кредитные карты, автокредиты и кредитование коммерческой недвижимости, уровень необслуживаемых кредитов повысился, общее качество активов существенно не ухудшилось. Тем не менее снижение процентных ставок может пагубно сказаться на чистой процентной марже и рентабельности банков; при этом отмечавшаяся в начале августа временная распродажа акций некоторых банков выявила некоторые из будущих рисков, особенно актуальных для относительно большого числа более слабых учреждений, испытывающих проблемы, связанные с их бизнес-моделями (рисунок ES.8).

11. Потрясения на рынке в начале августа служат еще одним примером того, как НБФУ могут стать каналом передачи напряжения в финансовой системе и усиливать стресс, поскольку быстрое аннулирование позиций со значительной долей заемных средств может спровоцировать дисбаланс ликвидности, усиливающий волатильность. По мере роста числа открытых фондов облигаций, хеджевых фондов и частного кредитования использование леввериджа в ряде сегментов НБФУ нарастает. Основным препятствием для устранения этих проблем являются пробелы в данных, не дающие государственным органам возможности оценить факторы уязвимости, связанные с леввериджем небанковских учреждений, и выявлять крупные и концентрированные позиции.

12. Использование ИИ в операциях на рынках капитала может еще больше способствовать росту НБФУ. Как указано в главе 3, внедрение ИИ в торговой и инвестиционной деятельности все еще находится на относительно ранней стадии, однако в ближайшие годы оно может ускориться: так, доля заявок, связанных с ИИ и машинным обучением, среди заявок на патенты в области управления активами в последние годы заметно возросла (рисунок ES.9). Внедрение таких новых технологий может повысить эффективность и сэкономить средства как для банков, так и для НБФУ, но последние, как правило, более гибки и подвержены меньшим ограничениям при использовании ИИ. Так, НБФУ уже доминируют на нескольких рынках активов, допускающих проведение электронных торгов. Повсеместное внедрение ИИ также может усугубить финансовую уязвимость в будущем из-за потенциально более высокой волатильности во время рыночного стресса, меньшей прозрачности и проблем с мониторингом того, как и кем используется ИИ на рынках капитала, а также зависимости от нескольких ключевых поставщиков услуг ИИ, что повышает операционные риски, и растущих рисков манипуляций в киберпространстве и на рынке.

Рекомендации относительно мер политики

13. Несмотря на то что риски для финансовой стабильности в краткосрочной перспективе представляются ограниченными, факторы уязвимости в финансовой системе нарастают. Настало время для того, чтобы директивные органы приняли меры для ограничения факторов уязвимости. Что касается центральных банков, то снизить неопределенность помог бы четкий сигнал о том, что денежно-кредитная политика не будет чрезмерно реагировать на какие-либо отдельные данные. В тех случаях, когда ожидается сохранение динамики экономического роста и инфляции, центральным банкам следует постепенно смягчать денежно-кредитной политики, переходя к более нейтральному курсу. Там, где инфляция устойчиво превышает целевые показатели, центральным банкам следует противостоять чрезмерно оптимистичным ожиданиям инвесторов в отношении смягчения денежно-кредитной политики.

14. С учетом того, что суверенный долг во многих странах значительно превышает уровни до пандемии, корректировки бюджета должны быть в первую очередь направлены на надежное восстановление буферных резервов в целях поддержания приемлемой стоимости финансирования, закрепления среднесрочных инфляционных ожиданий и сдерживания рисков снижения суверенного рейтинга. Для стран с меньшим бюджетным пространством внушающие доверие бюджетные планы являются обязательным условием для предотвращения резкого перепада рейтингов, что может негативно сказаться на условиях финансирования. Суверенным заемщикам в странах с пограничным рынком и странах с низким доходом следует усиливать меры, направленные на сдерживание рисков, обусловленных их высокой долговой уязвимостью, в том числе посредством диалога с кредиторами, многостороннего сотрудничества и поддержки со стороны международного сообщества.

15. В условиях продолжающегося роста НБФУ — от открытых инвестиционных фондов до хеджевых фондов и частных фондов — риски, связанные с увеличением дисбаланса сроков погашения и леввериджем, ясно указывают на необходимость более активных мер регулирования и

надзора. Чрезвычайно важно ужесточить требования к отчетности для НБФУ и усилить меры, направленные на смягчение уязвимости и влияния механизмов усиления рисков, связанных с небанковским левериджем. Заблаговременное обеспечение достаточной ликвидности НБФУ, внедрение согласованных стандартов Совета по финансовой стабильности и проведение масштабного стресс-тестирования небанковских организаций могут снизить системные риски.

16. На фоне продолжающегося наращивания долга и повышенной экономической неопределенности крайне важной задачей является укрепление основ макропруденциальной политики. Это позволит сдерживать чрезмерное принятие рисков в небанковском финансовом секторе и обеспечит достаточные буферы капитала и ликвидности в банковских системах, чтобы поддерживать выдачу кредитов в периоды стресса. Директивным органам следует ужесточить макропруденциальные инструменты для повышения устойчивости к целому ряду шоков, избегая при этом общего ужесточения финансовых условий.

17. Необходимо сохранять бдительность в отслеживании факторов уязвимости предприятий и сектора коммерческой недвижимости. Для обеспечения устойчивости банковской системы и содействия принятию обоснованных решений в отношении достаточности капитала официальным органам следует проводить стресс-тестирование, включающее сценарии ограничения торгов, геополитических событий и значительного снижения цен на коммерческую недвижимость. Учитывая возрастающую роль частного кредитования на финансовых рынках, настоятельно необходимо ужесточить требования к отчетности для улучшения мониторинга и управления рисками.

18. Принимая во внимание наличие ряда слабых банков в мировой финансовой системе и риск распространения негативных эффектов на здоровые организации, необходимо быть готовым к принятию мер для устранения финансовой нестабильности. Чрезвычайно важно обеспечить готовность надзорных органов к вмешательству на раннем этапе и готовность банков воспользоваться механизмами ликвидности центрального банка. Дальнейший прогресс в принятии и внедрении механизмов восстановления платежеспособности и урегулирования банков имеет ключевое значение для решения проблемы слабых или обанкротившихся банков без подрыва финансовой стабильности или риска для государственных средств. Полное, своевременное и последовательное внедрение международных стандартов по-прежнему имеет важное значение для совершенствования пруденциальных основ.

Полный текст доклада на английском языке размещен по адресу: <http://IMF.org/GFSR-October2024>*