

БЮЛЛЕТЕНЬ ПО ВОПРОСАМ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

Финансовые условия смягчились, но надвигается серьезная угроза неплатежеспособности

Резюме «Бюллетеня по вопросам глобальной финансовой стабильности»

- После резкого падения в начале года цены рискованных активов восстановились, но при этом эталонные процентные ставки снизились, что привело к общему смягчению финансовых условий.
- Оперативные и смелые действия центральных банков, направленные на снятие серьезной напряженности на рынках, позволили улучшить настроения на рынке, в том числе в странах с формирующимся рынком, некоторые из них впервые прибегли к покупке активов, что способствовало смягчению финансовых условий.
- В условиях крайне высокой неопределенности возникло несоответствие между ситуацией на финансовых рынках и развитием реальной экономики, что является фактором уязвимости, который может поставить под угрозу процесс экономического восстановления в случае снижения склонности инвесторов к риску.
- Пандемия COVID-19 может привести к усилению других факторов уязвимости финансовой системы. Некоторые заемщики могут утратить контроль над высокими уровнями задолженности, а убытки, понесенные в результате неплатежеспособности, могут стать серьезным испытанием для устойчивости банков в некоторых странах.
- Некоторые страны с формирующимся рынком и «пограничной» рыночной экономикой сталкиваются с рисками рефинансирования, а некоторые страны утратили доступ к рынкам.
- Национальным властям, наряду с продолжением поддержки реальной экономики, необходимо внимательно следить за факторами финансовой уязвимости и сохранять финансовую стабильность.

Цены рискованных активов вновь повысились после осуществления беспрецедентных мер центральными банками.

За два месяца, прошедшие с апреля 2020 года, когда был опубликован «Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности», финансовые условия в мире существенно смягчились после резкого ужесточения в начале года. Это смягчение было вызвано сочетанием заметного снижения процентных ставок и значительного восстановления рыночных оценок рискованных активов (рис. 1).

В странах с системно значимыми финансовыми секторами рост на фондовых рынках, после падения до своей нижней отметки в марте, в целом возобновился, и в среднем вновь вышел на уровень, примерно равный 85 процентам от уровня на середину января, хотя

наблюдается определенный разброс по этому показателю (рис. 2)¹. Если некоторые фондовые рынки полностью восполнили свои потери, то другие все еще находятся на уровне, примерно на 25 процентов уступающем уровню в середине января. Наряду с восстановлением цен произошло снижение волатильности на фондовом рынке в сравнении с ее максимумом в марте, хотя волатильность все еще остается выше долгосрочного среднего уровня.

Быстрые и беспрецедентные меры, принятые центральными банками, стали существенным фактором восстановления рыночных индексов. Например, в США рост цен на рискованные активы возобновился примерно 23 марта после того, как Федеральная резервная система США объявила о создании механизмов кредитования на период кризиса в размере 2,3 трлн долл. США (рис. 3). Аналогичная картина наблюдается и на более широких финансовых рынках.

Спреды на кредитных рынках существенно уменьшились в сравнении с их предыдущими максимумами. В среднем, спреды сузились примерно на 70 процентов от своего первоначального расширения (рис. 4). Существуют, однако, некоторые различия между уровнями спредов в зависимости от рейтингов или географических регионов. В случае заемщиков с более высоким рейтингом выпуск облигаций резко возрос, а сейчас также открылись рынки для заемщиков со спекулятивным рейтингом.

Заметно улучшились также настроения инвесторов в отношении стран с формирующимся рынком. Потоки портфельных инвестиций в эти страны стабилизировались после беспрецедентно высоких уровней оттоков в начале текущего года (рис. 5). Инвесторы, однако, продолжают дифференцированно подходить к разным странам с формирующимся и «пограничным» рынком, причем некоторые страны и категории активов испытывают определенный приток капитала. Кроме того, за истекший период года страны с более высоким рейтингом смогли достичь беспрецедентно высоких темпов выпуска долговых инструментов в твердой валюте, опережая в этом отношении страны с более низкими кредитными рейтингами. Это различие подчеркивает значительное внешнее давление, которое продолжают испытывать некоторые страны с формирующимся рынком.

Это широкое восстановление финансовых рынков сопровождается растущим оптимизмом инвесторов в оценке перспектив быстрого экономического восстановления. Улучшению настроений на рынке способствовали меры по возобновлению экономической деятельности в некоторых странах и ослабление мер самоизоляции в связи с COVID-19. Кроме того, инвесторы, как представляется, ожидают, что беспрецедентное смягчение денежно-кредитной политики в целях поддержки мировой экономики будет продолжаться в течение достаточно длительного времени.

Действия центральных банков привели к повышению склонности инвесторов к риску.

Ключевые процентные ставки в ряде стран были дополнительно снижены, и инвесторы ожидают, что очень низкие уровни процентных ставок будут сохраняться в течение нескольких лет. Балансы

¹ В данном случае странами с системно значимыми финансовыми секторами являются страны, которые каждые пять лет должны подвергаться оценке в рамках Программ оценки финансовой стабильности, то есть страны, входящие в Группу S29: Австралия, Австрия, Бельгия, Бразилия, Германия, САР Гонконг, Дания, Индия, Ирландия, Испания, Италия, Канада, Китай, Корея, Люксембург, Мексика, Нидерланды, Норвегия, Польша, Россия, Сингапур, Соединенное Королевство, США, Турция, Финляндия, Франция, Швеция, Швейцария и Япония.

активов и пассивов органов денежно-кредитного регулирования в странах с развитой экономикой значительно расширились в результате новых раундов покупки активов, предоставления поддержки ликвидности банковской системе, открытия линий долларовых свопов и создания других механизмов, призванных содействовать притоку кредитов в экономику (рис. 6). Совокупные активы центральных банков Группы десяти (G10) увеличились примерно на 6 трлн долл. США с середины января, что более чем вдвое превышает объемы увеличения, наблюдавшиеся в течение двух лет с декабря 2007 года в период мирового финансового кризиса, и это увеличение активов составляет почти 15 процентов ВВП Группы десяти.

Ряд центральных банков стран с формирующимся рынком впервые прибегнул к нетрадиционным мерам политики. Некоторые страны приступили к реализации программ покупки активов в целях поддержки денежно-кредитной политики; другие же страны преследовали цель поддержания ликвидности рынка (рис. 7). Эти программы включали покупку ряда активов, в том числе государственных облигаций, облигаций с государственной гарантией, корпоративных долговых обязательств и ценных бумаг, обеспеченных ипотекой.

Поддержанию настроения инвесторов способствовали также меры в области налогово-бюджетной и финансовой политики. Органы государственного управления во всем мире предоставили населению и фирмам значительные объемы жизненно необходимой чрезвычайной поддержки, составившие в совокупности почти 11 трлн долл. США (согласно информации в [базе данных](#) «Бюджетного вестника МВФ» по мерам, принимаемым странами в ответ на пандемию COVID-19)². Финансовые органы также осуществили ряд мер, способствовавших укреплению доверия рынка, в том числе в форме предоставления государственных кредитных гарантий, поддержки реструктуризации кредитов и побуждения банков к использованию имеющихся буферных запасов капитала и ликвидности для поддержки кредитования (см. [Трекер МВФ по мерам политики в ответ на COVID-19](#))³.

Такое сочетание беспрецедентной поддержки посредством мер политики, как представляется, принесло успех в сохранении притока кредитных ресурсов. Повышение склонности инвесторов к риску способствовало увеличению объемов выпуска облигаций на рынках, а в большинстве крупнейших экономик мира продолжалось предоставление кредитов банками.

Возникло несоответствие между оптимизмом на финансовом рынке и развитием мировой экономики.

В условиях крайне высокой неопределенности относительно масштабов и темпов восстановления экономики оптимизм в настроениях инвесторов исходит из ожидания мощной поддержки посредством мер политики. Представляется, что рынки ожидают быстрого «v-образного» возобновления активности, о чем свидетельствуют консенсус-прогнозы S&P 500, предполагающие быстрое восстановление доходов компаний (рис. 8). Однако последние экономические данные и высокочастотные показатели указывают на более глубокий, чем

² База данных бюджетных мер имеется по ссылке <http://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Fiscal-Policies-Database-in-Response-to-COVID-19>.

³ Трекер мер политики приводится по ссылке <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#top>.

ожидалось, экономический спад, что рассматривалось в «Бюллетене перспектив развития мировой экономики» за июнь 2020 года. В результате этого возникло расхождение между определением цены риска на финансовых рынках и экономическими перспективами, поскольку инвесторы, очевидно, делают ставку на сохранение беспрецедентной поддержки со стороны центральных банков. Иллюстрацией данного противоречия может служить, например, недавний подъем на фондовом рынке США, с одной стороны, и резкое снижение уверенности потребителей, с другой стороны (рис. 9). Такое расхождение порождает сомнения в том, что текущий подъем на фондовом рынке может быть устойчивым в случае отсутствия поддержки со стороны центрального банка, которая способствует улучшению настроений.

Указанное расхождение между рынками и реальной экономикой ведет к усилению опасности очередной коррекции цен на рисковые активы в случае снижения склонности инвесторов к риску, создавая тем самым угрозу для экономического восстановления.

Например, подъемы на фондовых рынках, характеризующихся тенденцией к снижению цен, происходили и раньше в периоды значительной экономической напряженности, но затем они сводились на нет последующим снижением котировок. На рынках корпоративных облигаций спреда по облигациям компаний инвестиционного класса в настоящее время относительно умеренные, хотя в прошлые периоды значительных экономических потрясений наблюдалось их резкое расширение (рис. 10).

Более того, рыночные оценки представляются завышенными на многих рынках акций и рынках корпоративных облигаций. Согласно моделям персонала МВФ, разрыв между рыночными ценами и фундаментальными оценками близок к историческим максимумам на большинстве рынков акций и облигаций крупнейших стран с развитой экономикой, хотя в некоторых странах с развивающимся рынком в случае акций наблюдается обратное (рис.11)⁴.

Существует ряд факторов, способных привести к переоценке рисковых активов, что может вызвать дополнительную финансовую напряженность в условиях и без того беспрецедентного экономического спада. Например, спад может оказаться более глубоким и продолжительным, чем сегодня предполагают инвесторы. Может возникнуть вторая волна распространения вируса, и ограничительные меры могут быть введены вновь. Рыночные ожидания в отношении масштабов и продолжительности поддержки финансовых рынков центральными банками могут оказаться чрезмерно оптимистичными, что заставит инвесторов пересмотреть свою склонность к риску и оценки рисков. Возобновление напряженности в вопросах торговли может ухудшить настроения на рынке, поставив тем самым под угрозу экономическое восстановление. Наконец, распространение социальной напряженности во всем мире в связи с растущим экономическим неравенством может привести к коренному изменению настроений инвесторов.

⁴ Основанные на модели оценочные значения фундаментальных стоимостных показателей могут не полностью отражать беспрецедентные меры финансовой политики, которые были приняты в последние месяцы, включая покупки активов центральными банками и создание механизмов, способствующих притоку кредитов в экономику, а также кредитные гарантии, которые были предоставлены правительствами некоторых стран. Дополнительная информация об этих моделях приводится в онлайн-приложении к октябрьскому выпуску Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности 2019 года: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/GFSR/2019/October/English/onlineannex11.ashx?la=en>.

Пандемия может привести к усилению других факторов финансовой уязвимости, которые накапливались в последнее десятилетие.

Во-первых, в условиях серьезного экономического спада некоторые заемщики из числа как экономически развитых стран, так и стран с формирующимся рынком, могут утратить возможность контроля над долговым бременем корпораций и домашних хозяйств. Как указывалось в предыдущих выпусках «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности», рост совокупного корпоративного долга продолжается последние несколько лет и достиг беспрецедентно высоких уровней по отношению к ВВП. Долг домашних хозяйств также увеличился, особенно в странах, которым удалось избежать наихудших последствий мирового финансового кризиса 2007-2008 годов. Это означает, что в настоящее время во многих странах с высоким уровнем долга можно ожидать чрезвычайно резкого замедления экономического роста (рис. 12). Такое ухудшение основных экономических показателей уже привело к самым высоким уровням дефолтов по корпоративным облигациям со времени мирового финансового кризиса, и существует риск более широкого воздействия на платежеспособность компаний и домашних хозяйств (рис. 13).

Во-вторых, неплатежеспособность станет серьезным испытанием для устойчивости банковского сектора. Банки к началу кризиса имели более высокие буферные запасы ликвидности и капитала в результате проведенных после предыдущего кризиса реформ, и они могут использовать эти буферы для поддержки кредитования и покрытия убытков. Некоторые банки уже начали направлять дополнительные средства в резервы на покрытие ожидаемых потерь по своим кредитам, что видно из отчетов о прибылях и убытках за первый квартал. Этот процесс, вероятно, будет продолжаться по мере проведения банками оценки способности заемщиков погашать кредиты с учетом поддержки, которую правительства оказали домашним хозяйствам и компаниям⁵. Обусловленные этим ожидаемые сложности для банков, наряду с низким уровнем процентных ставок, отражены в аналитических прогнозах рентабельности банков (рис. 14).

В-третьих, небанковские финансовые компании и рынки могут оказаться в более сложной ситуации. События в марте, когда небанковские финансовые посредники получили значительную государственную поддержку, свидетельствуют об их уязвимости к проциклическим коррекциям в случае внешнего шока. В настоящее время эти компании играют более важную, чем прежде, роль в финансовой системе, что отмечалось в «Докладе по вопросам глобальной финансовой стабильности» от апреля 2020 года, и на практике пока не проверено, как поведет себя этот разросшийся сектор в условиях глубокого спада. Существует опасность, что шок в случае повсеместного распространения случаев неплатежеспособности может затронуть и небанковские финансовые компании. Кроме того, эти компании могут сыграть роль усилителей указанной напряженности. Например, значительный шок для цен на активы может привести к дополнительному оттоку средств из инвестиционных фондов, а это, в свою очередь, может подтолкнуть управляющих таких фондов к срочной распродаже активов, что приведет к усилению напряженности на рынке.

В-четвертых, некоторые страны с формирующимся рынком и «пограничной» экономикой испытывают значительные потребности в рефинансировании внешних обязательств. В сегодняшних условиях страны, сталкивающиеся с необходимостью рефинансировать

⁵ Такая поддержка предоставлялась различными способами, в том числе в форме государственных ссуд, государственных кредитных гарантий, переоформления условий кредитов и моратория на производство платежей.

значительные объемы задолженности, подвергаются большему риску того, что их задолженность придется пролонгировать по более высоким ставкам. Кроме того, уровень достаточности резервов в некоторых странах, испытывающих значительные потребности в рефинансировании, относительно низок (рис. 15). Это может затруднить действия властей этих стран в ответ на любые дополнительные оттоки портфельных инвестиций, особенно в условиях отсутствия гибкого курсового режима. Понижение кредитных рейтингов может стать дополнительным фактором, воздействующим на стоимость финансирования и потоки капитала. За истекший период текущего года были снижены рейтинги более трети стран — экспортеров нефти, оцениваемых основными рейтинговыми агентствами, тогда как рейтинги других стран были снижены примерно в четверти случаев (рис. 16).

Властям необходимо найти правильный баланс мер, принимаемых в ответ на пандемию.

В условиях непростых политических компромиссов официальным органам необходимо продолжать шаги, содействующие восстановлению экономики, обеспечивая при этом устойчивость финансовых учреждений и сохраняя финансовую стабильность, как указано ниже во вставке «Приоритеты финансовой политики в ответ на кризис». Официальным органам следует помнить о последствиях такой поддержки для межвременного риска. Благодаря беспрецедентному использованию нетрадиционных инструментов, несомненно, удалось смягчить последствия пандемии для мировой экономики и ослабить непосредственные угрозы, с которыми сталкивается глобальная финансовая система. Необходимо, однако, проявлять осторожность, чтобы не допустить дальнейшего накопления факторов уязвимости в период смягчения финансовых условий. После того как процесс экономического восстановления наберет полный ход, разработчикам политики следует срочно заняться устранением факторов финансовой уязвимости, которые могут заронить семена будущих проблем и поставить под угрозу экономический рост в среднесрочной перспективе.

Рисунки приводятся в версии Бюллетеня [на английском языке](#)⁶.

⁶ Версия на английском языке размещена по ссылке <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/06/25/global-financial-stability-report-june-2020-update>

Приоритеты финансовой политики в ответ на кризис

Центральным банкам следует сохранять стимулирующую направленность денежно-кредитной политики при выполнении своих задач в области регулирования инфляции и обеспечения финансовой стабильности, используя для этого традиционные и нетрадиционные инструменты, пока будет сохраняться потребность в поддержке кредитования домашних хозяйств и компаний. Наряду с этим им следует и далее предоставлять ликвидность, чтобы предотвратить ухудшение условий финансирования и функционирования основных денежных, валютных и фондовых рынков. При этом центральным банкам необходимо тщательным образом определить, какие рынки имеют решающее значение для обеспечения финансовой стабильности, и разработать программы поддержки, способствующие снижению морального риска и рисков для самих центральных банков.

Официальным органам стран с формирующимся рынком и развивающихся стран следует использовать гибкие обменные курсы для ослабления внешнего давления по мере возможности. В странах, обладающих достаточными резервами, интервенции в целях поддержания валютного курса могут служить противовесом неликвидности рынка и способствовать смягчению чрезмерной волатильности на валютных рынках. В условиях надвигающегося кризиса меры по управлению оттоком капитала могут быть частью пакета мер политики, однако они должны применяться прозрачным образом, носить временный характер и должны быть отменены, как только кризисная ситуация отступит. Управляющим суверенным долгом следует разработать планы действий в чрезвычайных обстоятельствах для работы в условиях ограниченного доступа к внешним рынкам финансирования в течение долгого времени.

Банковский капитал, запасы ликвидности и макропруденциальные буферные резервы должны использоваться для поглощения убытков и управления дефицитом ликвидности, а также для поддержки кредитования экономики. Банки должны прекратить выплаты дивидендов и выкуп акций на период кризиса в целях поддержания этих буферных запасов капитала. В случаях, когда банки подвергаются значительным и продолжительным шокам и когда это влияет на достаточность банковского капитала, надзорные органы должны предпринять целенаправленные действия, в том числе потребовать от банков представления обоснованных планов восстановления капитала. На протяжении всего этого процесса важно будет обеспечить прозрачное раскрытие информации о рисках и четкое руководство со стороны надзорных органов.

Органам регулирования страховых компаний в странах, переживающих периоды экстремального рыночного стресса, возможно, потребуется воспользоваться гибкими возможностями, которые предусмотрены правилами, например, для продления допустимого срока восстановления платежеспособности для пострадавших от кризиса страховщиков. Надзорным органам, однако, нельзя снижать стандарты, и они должны потребовать от страховщиков подготовки надежных планов, которые позволят им восстановить свою платежеспособность, продолжая при этом предоставлять необходимое страхование держателям полисов.

Управляющие активами должны и далее обеспечивать надежное и эффективное применение механизмов управления риском неликвидности. Органы регулирования должны обеспечивать наличие широкого набора инструментов управления ликвидностью и побуждать управляющих фондами к всемерному использованию имеющихся у них инструментов в случаях, когда это отвечает интересам держателей паев. Организации, устанавливающие стандарты, должны вернуться к рассмотрению макропруденциальных основ для управляющих активами.

Многостороннее сотрудничество является необходимым для защиты мировой финансовой системы. Двусторонние и многосторонние своповые линии, возможно, необходимо будет предоставить более широкому кругу стран, чтобы снизить остроту проблем с привлечением финансирования в иностранной валюте. Кроме того, следует избегать любого сворачивания мер по регулированию международной финансовой системы и раздробления этой системы в результате национальных мер, ведущих к подрыву международных стандартов.