

ДОКЛАД ПО ВОПРОСАМ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

Резюме¹

Повышение устойчивости в условиях неопределенности

В октябрьском *Докладе по вопросам глобальной финансовой стабильности 2024* года особое внимание уделялось завышенной стоимости активов, нарастанию леввериджа в финансовой системе и низкой волатильности на финансовых рынках на фоне повышенного уровня неопределенности в экономике (рисунок ES.1). Такие факторы нестабильности могут усилить шоки и спровоцировать резкое ужесточение финансовых условий, что может усугубить спад в экономике и повлечь за собой потенциально ощутимые дополнительные экономические издержки.

После того как США сделали ряд объявлений о введении тарифов начиная с февраля, происходила резкая переоценка рисков активов. Этот процесс ускорился после того, как 2 апреля были обнародованы планы по введению более высоких тарифов, чем ранее ожидалось. Волатильность на финансовых рынках, включая рынки акций, облигаций и валют, заметно повысилась. Ответные меры, принятые другими странами, еще более усилили неопределенность.

На фоне повышения волатильности цен на активы в настоящем *Докладе по вопросам глобальной финансовой стабильности* содержится оценка того, что угрозы для глобальной финансовой стабильности значительно возросли, в первую очередь, в силу ужесточения глобальных финансовых условий (рисунок ES. 2). Как показывает разработанная МВФ модель риска для экономического роста, риски негативного воздействия макрофинансовых факторов на экономический рост существенно повысились.

Наша оценка повышенных рисков для финансовой стабильности также подкрепляется тремя ключевыми факторами уязвимости в предстоящий период. Во-первых, несмотря на недавние потрясения на рынках, стоимость активов в некоторых ключевых сегментах акций и корпоративных облигаций остается высокой. Это означает, что в случае ухудшения прогноза новые корректировки цен могут оказаться более значительными. Неопределенность в отношении экономической политики остается высокой, при этом некоторые макроэкономические показатели оказались ниже, чем прогнозировалось (см. «*Перспективы развития мировой экономики*», апрель 2025 года), что свидетельствует о большей вероятности коррекции цен на активы.

Снижение цен на активы может существенно повлиять на страны с формирующимся рынком. Курсы валют и цены на акции таких стран уже снизились в связи с ухудшением перспектив экономического роста. На фоне нарастающих ожиданий инвесторов по поводу смягчения денежно-кредитной политики центральными банками стран с формирующимся рынком ожидаемая доходность операций «керри-трейд» снизилась, усилив вероятность оттока капитала. В странах с пограничной экономикой, несмотря на улучшение рыночных условий в последнее время, из-за высоких показателей доходности страны могут столкнуться с риском рефинансирования в условиях наступления сроков погашения по значительным объемам долга (рисунок ES.3).

Во-вторых, некоторые финансовые учреждения могут оказаться в трудном положении на волатильных рынках, особенно учреждения с высокой долей заемных средств. По мере роста секторов хеджевых фондов и компаний по управлению активами повышались и их совокупные уровни леввериджа, наряду с укреплением связи с банковским сектором, у которого они заимствуют средства (рисунок ES.4). Это влечет за собой риск того, что небанковские финансовые

¹ Оценки и анализ в этом выпуске ДГФС основаны на данных о финансовых рынках, доступных сотрудникам МВФ за период по 15 апреля 2025 года, но могут не во всех случаях отражать данные, опубликованные до этой даты.

посредники со слабым управлением будут вынуждены сокращать долю заемных средств, когда им придется вносить дополнительное обеспечение и погашать обязательства. В последнее время стратегии некоторых хеджевых фондов предусматривают неуклонный рост леввериджа (рисунок ES.5), потенциально усугубляя риск распродаж, что может иметь последствия для финансовой системы в целом.

В-третьих, рынки суверенных облигаций могут столкнуться с усилением турбулентности — особенно в юрисдикциях с высоким уровнем государственного долга. Например, популярные сделки с использованием заемных средств для проведения базисных сделок на разнице спотовой и фьючерсной цены на основных рынках суверенных облигаций и операции «керри-трейд» с использованием заемных средств на рынке свопов могут быть аннулированы, что создаст трудности с ликвидностью на рынке (рисунок ES.6). Странам с формирующимся рынком, которые уже столкнулись с максимальными за последнее десятилетие реальными издержками на финансирование, теперь, возможно, придется рефинансировать свой долг и финансировать бюджетные расходы с более высокими издержками (см. *Бюджетный вестник, апрель 2025 года*). В целом опасения инвесторов по поводу экономической устойчивости государственного долга и других факторов нестабильности в финансовом секторе могут ухудшиться, взаимно усиливая друг друга.

Усиление неопределенности по поводу экономической политики также может сказаться на корпоративном секторе и на домохозяйствах. В последнее время отмечается увеличение спредов по корпоративным облигациям во всем мире, что обусловлено опасениями инвесторов по поводу пагубного влияния замедления экономического роста на корпоративные доходы в ближайшие кварталы. Кроме того, немалая доля корпоративных долговых обязательств, срок погашения которых наступает в скором времени, имеет фиксированные процентные ставки ниже преобладающей доходности на рынке; повышение кредитного спреда может осложнить компаниям с более слабыми финансовыми показателями задачу рефинансирования долга. Резкая переоценка акций и других активов может пагубно сказаться на финансовом положении домохозяйств из-за эффекта благосостояния — особенно с учетом того, что многие из них сейчас вкладывают более значительную часть своих финансовых активов в акции и инвестиционные фонды, чем до пандемии. Наконец, более низкая, чем ожидалось, стоимость коммерческой недвижимости и все еще высокие процентные ставки могут еще больше осложнить усилия по рефинансированию кредитов, особенно для объектов недвижимости с отрицательным капиталом.

Одним из основных факторов, которые могут спровоцировать дальнейшие распродажи, может стать геополитический риск. В главе 2 показано, как крупные события, связанные с геополитическими рисками, особенно военные конфликты, могут привести к существенному снижению цен на акции и повышению премий за суверенный риск, особенно в странах с ограниченными бюджетными возможностями и международными резервами. События, связанные с геополитическими рисками, также могут вызывать трансграничные побочные эффекты из-за торговых или финансовых связей.

Рекомендации относительно экономической политики

Инструментарий мер политики для смягчения рисков, угрожающих финансовой стабильности, включают меры, нацеленные на рыночную инфраструктуру и биржи, обеспечивающие функционирование рынков, пруденциальный надзор и регулирование финансовых учреждений, а также инструменты экстренного предоставления ликвидности и урегулирования несостоятельности. Смягчение факторов финансовой уязвимости и обеспечение готовности к урегулированию кризисных явлений — это ключевые условия сдерживания потенциально негативных последствий событий на финансовых рынках для макроэкономических показателей. Как неоднократно показал исторический опыт, финансовые кризисы приводят к серьезным и длительным макроэкономическим издержкам.

Возможная дальнейшая коррекция цен на активы на фоне повышенной неопределенности, потенциальное ужесточение условий для финансовых учреждений с высокой долей заемных средств и беспокойная ситуация на основных рынках суверенных облигаций приводят к усилению рисков, угрожающих финансовой стабильности. Властям следует готовиться к преодолению финансовой нестабильности, удостоверившись в том, что финансовые учреждения имеют возможность воспользоваться механизмами ликвидности центрального банка, а также обеспечивая свою готовность принять меры для устранения серьезных стрессовых ситуаций, связанных с ликвидностью или функционированием рынка — особенно на основных рынках облигаций и финансирования. Ликвидность может быть предоставлена

небанковским организациям при наличии соответствующих защитных механизмов (глава 2 Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности за апрель 2023 года).

В целях устранения потенциальных рисков для финансовой стабильности, обусловленных геополитическими рисками, финансовым учреждениям и их надзорным органам следует выделять достаточно ресурсов для анализа сценариев и стресс-тестирования с целью выявления, количественной оценки и урегулирования геополитических рисков (см. главу 2). Странам с формирующимся рынком и развивающимся странам следует продолжать усилия по развитию и углублению финансовых рынков и поддержанию достаточных бюджетных возможностей и международных резервов для смягчения последствий неблагоприятных геополитических шоков.

Учитывая высокий уровень левериджа в финансовой системе и растущую взаимосвязанность между небанковскими финансовыми посредниками и банками, опорой глобальной финансовой стабильности по-прежнему является достаточный уровень капитала и ликвидности в банковском секторе. Ключевым условием остается полное, своевременное и последовательное внедрение положений «Базель III» и других международных стандартов, которые следует дополнять мерами по независимому и интенсивному надзору. Углубление связи между банками и небанковскими финансовыми посредниками также требует от надзорных органов улучшения оценки рисков, обусловленных такими связями.

Крайне важно укреплять политику, направленную на снижение высокого уровня левериджа в небанковском секторе и других факторов уязвимости. Усиление требований к отчетности в небанковском секторе может помочь надзорным органам разработать общесистемный и межотраслевой подход к рискам и проводить различие между учреждениями с ненадлежащим управлением и чрезмерным принятием риска и организациями, которые вносят более позитивный вклад в финансовое посредничество.

Повышенная неопределенность в экономике и волатильность на финансовых рынках указывают на необходимость укрепления основ пруденциальной политики, включая подходы к микро- и макропруденциальным мерам. Странам с недостаточным уровнем резервов следует ужесточать использование макропруденциальных инструментов для повышения устойчивости, избегая при этом общего ужесточения финансовых условий. В тех случаях, когда спад экономической активности приводит к напряженности на финансовом рынке, можно высвобождать макропруденциальные резервы капитала, чтобы помочь банкам покрыть убытки и поддержать кредитование экономики.

Принимая во внимание высокий и растущий уровень долга в большинстве стран, восстановление надежных и содействующих экономическому росту резервов является настоятельной необходимостью. Там, где появляются возможности, странам следует превентивно рассматривать варианты проведения операций по управлению обязательствами для регулирования рисков рефинансирования и снижения или выравнивания параметров обслуживания долга. Странам, в которых уровень долга рискует стать экономически неприемлемым, могут помочь заблаговременные контакты с кредиторами для согласования упорядоченного и эффективного урегулирования задолженности, что позволит восстановить устойчивость долговой ситуации и предотвратить затратные дефолты и долговременную потерю доступа к рынкам.

Для устранения рисков, связанных с потенциальным широким внедрением криптоактивов, юрисдикциям следует защищать валютный суверенитет и укреплять основы денежно-кредитной политики, предотвращать чрезмерную волатильность потоков капитала и внедрять ясный налоговый режим в отношении криптоактивов, следуя дорожной карте МВФ и Совета по финансовой стабильности по наращиванию институционального потенциала.

Растущая взаимосвязанность между юрисдикциями означает, что стресс, исходящий от отдельных юрисдикций, может иметь глобальные последствия, что требует обеспечения готовности других регионов. Это указывает на важнейшую роль, которую призваны играть как надзор на многосторонней основе, так и глобальная система финансовой безопасности в быстром и эффективном смягчении финансовых рисков.

Полный текст доклада на английском языке размещен по адресу: <http://IMF.org/GFSR-April2025>