

ДОКЛАД ПО ВОПРОСАМ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

Резюме

Глобальные финансовые условия заметно ужесточились, а риски ухудшения экономических перспектив выросли в результате войны в Украине (рис. 1). Это ужесточение особенно отчетливо проявляется в странах Восточной Европы и Ближнего Востока, имеющих тесные связи с Россией, отражая снижение стоимости акций и рост стоимости финансирования. Это произошло как раз в тот момент, когда в мире понемногу началось обуздание пандемии, а глобальная экономика восстанавливалась после COVID-19.

Риски для финансовой стабильности повысились на нескольких фронтах, хотя к настоящему моменту не произошло какого-либо глобального системного события, влияющего на финансовые организации или рынки. Неожиданная переоценка риска в результате активизации военных действий и связанной с ней эскалации санкций может выявить некоторые факторы уязвимости, накопившиеся в ходе пандемии, и взаимодействовать с ними, приводя к резкому падению цен на активы.

Поскольку ожидается, что резкое повышение цен на сырьевые товары усилит уже существующее инфляционное давление, центральным банкам предстоит найти непростой компромисс между борьбой с рекордно высокой инфляцией и обеспечением восстановления после пандемии в период повышенной неопределенности относительно перспектив мировой экономики (рис. 2). Для снижения инфляции до целевого уровня и предотвращения потери контроля над инфляционными ожиданиями необходимы тщательно выверенные действия по сворачиванию адаптивной денежно-кредитной политики с одновременным предотвращением неупорядоченного ужесточения финансовых условий, которое может взаимодействовать с финансовыми факторами уязвимости и сдерживать экономический рост. Поступающие данные об инфляции говорят о том, что многим странам необходимо более решительно ужесточить денежно-кредитную политику.

После роста в начале этого года в связи с опасениями по поводу перспектив инфляции номинальная доходность облигаций в странах с развитой экономикой еще более увеличилась после вторжения на фоне повышенной нестабильности процентных ставок (рис. 3). Уровни ожидаемой инфляции, отраженные в доходностях облигаций (подразумеваемый рынком приблизительный показатель будущей инфляции) значительно выросли за счет резкого повышения цен на сырьевые товары.

Последствия российского вторжения в Украину и введенных после него санкций продолжают вызывать резонанс во всем мире и станут проверкой на прочность для финансовой системы через различные потенциальные каналы усиления, включая прямые и косвенные риски банков и небанковских учреждений, дестабилизацию сырьевых рынков и повышенный риск контрагента, низкую ликвидность рынка и ограничения финансирования, ускорение криптоизации в странах с формирующимся рынком и возможные события в киберпространстве.

Война уже оказала воздействие на финансовых посредников, нефинансовые компании и рынки, имеющие прямые или косвенные связи с Россией и Украиной. Европа подвергается более высокому риску, чем другие регионы, в связи с ее географической близостью, зависимостью от России для удовлетворения потребностей в энергоносителях и значительной подверженностью некоторых банков и других финансовых организаций рискам, связанным с российскими финансовыми активами и рынками.

Прямые риски банков, связанные с Россией, относительно невелики, кроме некоторых несистемных европейских банков (рис. 4). Косвенные риски банков труднее поддаются определению и оценке, поскольку они менее известны (особенно степень взаимосвязанности), и им трудно дать количественную оценку в отсутствие подробного и последовательного раскрытия информации отдельно по странам или конкретным видам деятельности. Опасность состоит в том, что косвенные риски могут быть значительными и стать неожиданностью для инвесторов при их раскрытии, что вызовет резкий рост риска контрагента и премии за риск. Иностранные небанковские финансовые посредники (НБФП) имеют значительный объем инвестиций в российские активы, причем основная часть открытых позиций приходится на американские и европейские инвестиционные фонды. Однако открытые позиции в российских активах составляют небольшую долю их совокупных активов.

Фонды, специализирующиеся на странах с формирующимся рынком, сохраняют осторожную позицию в отношении инвестиций в российские долговые инструменты после оккупации Крыма в 2014 году, сократив свою долю в российских долговых инструментах с более чем 10 процентов до 2014 года до чуть более 4 процентов в 2022 году. Фонды, привязанные к глобальным индексам, имеют значительно меньший объем открытых позиций в отношении России: в 2022 году в российские долговые инструменты было инвестировано в среднем 0,2 процента их активов.

Серьезные нарушения работы рынков сырьевых товаров и в цепях снабжения во всем мире стали причиной чрезвычайной волатильности цен на сырьевые товары, которая усиливалась факторами давления в области финансирования торговли сырьевыми товарами и на рынках производных инструментов (рис. 5). Банки-дилеры играют важнейшую роль и имеют значительные открытые позиции на этих рынках, в том числе за счет предоставления ликвидности и кредитов небольшой группе крупных торговых компаний, занимающихся сбытом энергоносителей, которые действуют в глобальном масштабе, являются в значительной степени нерегулируемыми и в основном частными. Факторы давления на рынках сырьевых товаров, часто усиленные низкой ликвидностью, привели к снижению готовности к риску и росту опасений по поводу риска контрагента, что оказывает влияние на условия финансирования.

Страны с формирующимся рынком и страны с пограничной экономикой сталкиваются с более жесткими финансовыми условиями и более высокими рисками оттока капитала. С начала войны в Украине доходность инструментов в твердой валюте стран с формирующимся рынком (СФР) стремительно росла аналогично предыдущим эпизодам стресса в странах с формирующимся рынком, но в середине марта несколько снизилась (рис. 6). Число эмитентов, котировки долговых инструментов которых находятся на критических уровнях, выросло почти до 25 процентов эмитентов (рис. 7), превзойдя уровни, отмечавшиеся на пике пандемии. Ухудшение спредов в сочетании с повышением доходности в США привело к тому, что для многих заемщиков стоимость финансирования поднялась намного выше уровней, отмечавшихся до пандемии. Рынки по-прежнему открыты для эмиссии при этих повышенных уровнях стоимости финансирования. Под давлением оказались притоки средств в облигации и акции в местной валюте: объем еженедельных погашений достиг максимального уровня с марта 2020 года. Ужесточение внешних финансовых условий в связи с нормализацией денежно-кредитной политики США и повышенной геополитической неопределенностью, по всей вероятности, усилит негативные риски в отношении потоков портфельных инвестиций (рис. 8).

Недавняя распродажа на фондовом рынке Китая, особенно в секторе технологических компаний, и рост числа заражений COVID-19 вызвали опасения замедления темпов роста с возможными вторичными эффектами для стран с формирующимся рынком. Сохраняющаяся напряженность в переживающем трудности секторе недвижимости повысила риски для финансовой стабильности и усилила давление на экономический рост. Для снижения вызванного пандемией

давления на балансы компаний могут потребоваться чрезвычайные меры финансовой поддержки, но они еще более усилят среднесрочные факторы уязвимости долговой ситуации.

Взаимосвязи между государством и местными банками в странах с формирующимся рынком в последние два года усилились, поскольку государственные потребности в дополнительном финансировании для смягчения воздействия пандемии были по большей части удовлетворены банками (см. главу 2). В результате этого вложения банков в инструменты суверенного долга поднялись до высоких по историческим меркам уровней в 2021 году (рис. 9). Тяжелое положение в странах с формирующимся рынком может создать цикл негативной обратной связи между государством и банками посредством многих каналов (так называемая взаимосвязь между государством и банками), что потенциально может вызвать снижение устойчивости банков и объема кредитования экономики.

Война в Украине выдвинула на первый план ряд среднесрочных структурных проблем, решением которых директивным органам нужно будет заняться в предстоящие годы, включая возможность того, что геополитические аспекты энергетической безопасности поставят под угрозу переход к экономике, оказывающей меньшее воздействие на климат; риск фрагментации рынков капитала и возможные последствия для роли доллара США; риск фрагментации платежных систем и создания блоков цифровых валют центральных банков; более широкое использование криптоактивов в странах с формирующимся рынком; и более сложное и индивидуализированное распределение активов в попытке упреждения возможного введения санкций.

Война сделала очевидной настоятельную необходимость снижения зависимости от углеродоемких энергоносителей и ускорения перехода на возобновляемые источники энергии. Однако на фоне растущей озабоченности относительно энергетической безопасности и доступа к источникам энергии (рис. 10) реализация стратегии перехода в энергетике может на некоторое время замедлиться. Текущий энергетический кризис может изменить темпы поэтапной отмены субсидирования ископаемых видов топлива в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, а рост инфляционного давления также может побудить официальные органы прибегнуть к субсидиям или предоставлять домашним хозяйствам компаниям бюджетную поддержку в иных формах.

Объемы операций купли-продажи криптоактивов за валюты некоторых стран с формирующимся рынком выросли после введения санкций против России и применения ограничений на операции с капиталом в России и Украине. Это происходит на фоне долгосрочного роста таких трансграничных операций, выдвигая на первый план проблемы для применения мер регулирования потоков капитала и санкций.

Хотя технологические инновации в области финансовой деятельности (финтех) могут способствовать инклюзивному росту путем укрепления конкуренции, финансового развития и интеграции (глава 3), быстрый рост связанных с риском сегментов бизнеса может вызвать опасения по поводу финансовой стабильности, когда финансово-технологические компании подлежат менее строгому регулированию (рис. 11).

Рекомендации по вопросам экономической политики

Центральным банкам следует принять решительные меры к тому, чтобы не допустить закрепления инфляционного давления и потери контроля над инфляционными ожиданиями. Во избежание нежелательной волатильности на финансовых рынках крайне важно, чтобы центральные банки в странах с развитой экономикой предоставляли четкие коммуникации относительно процесса нормализации, продолжая опираться на поступающие данные.

Страны с формирующимся рынком по-прежнему уязвимы в случае неупорядоченного ужесточения глобальных финансовых условий. Многие центральные банки уже

значительно ужесточили политику. Повышение процентных ставок или нормализацию политики в том, что касается других мер, принятых во время пандемии (например, покупки активов), следует продолжать по мере целесообразности с учетом инфляции и перспектив развития экономики в конкретной стране для закрепления инфляционных ожиданий и сохранения доверия к проводимой политике.

Директивным органам следует ужесточить отдельные макропруденциальные инструменты для урегулирования очагов повышенной уязвимости, избегая при этом неупорядоченного ужесточения финансовых условий. Представляется важным соблюсти баланс между сдерживанием роста факторов уязвимости и предотвращением процикличности, учитывая неопределенность перспектив развития экономики, продолжающийся процесс нормализации денежно-кредитной политики и ограничения бюджетного пространства в результате пандемии.

При принятии мер для обеспечения энергетической безопасности директивным органам следует активизировать усилия по реализации плана достижения нулевого чистого уровня выбросов, принятого на Конференции Организации Объединенных Наций по вопросам изменения климата 2021 года (КС-26). Им следует принять меры по расширению доступности и снижению стоимости альтернатив ископаемым видам топлива и возобновляемых источников энергии наряду с повышением энергоэффективности, увеличением объема частного финансирования в процессе перехода к экологически чистой экономике и дальнейшим укреплением информационной архитектуры в финансировании деятельности, связанной с изменением климата.

Директивным органам следует разработать всеобъемлющие глобальные стандарты для криптовалют по всему спектру деятельности и рисков. Необходим более строгий надзор за финансово-технологическими компаниями и платформами децентрализованного финансирования (DeFi), чтобы воспользоваться предоставляемыми ими преимуществами при одновременном смягчении рисков. Для сохранения эффективности мер по регулированию потоков капитала в условиях растущего использования криптоактивов директивным органам необходимо следовать многосторонней стратегии. Недавно принятые рынками и биржами меры в связи с повышенной волатильностью цен на сырьевые товары подчеркивают необходимость рассмотрения регулирующими органами более широких последствий, включая механизмы управления деятельностью бирж, устойчивость торговых систем, концентрацию риска, установление маржи и прозрачность торговли на биржевых и внебиржевых рынках.

Чтобы ознакомиться с рисунками, обратитесь к резюме и полному тексту доклада на английском языке по ссылке:

<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2022/04/19/global-financial-stability-report-april-2022>

ДОКЛАД ПО ВОПРОСАМ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

Взаимосвязь между государством и банками в странах с формирующимся рынком: рискованный альянс

Во время пандемии COVID-19 вложения банков в инструменты внутреннего суверенного долга в странах с формирующимся рынком резко выросли, составив в среднем около пятой части активов банковского сектора и 200 процентов нормативного капитала банков. Эти возросшие вложения укрепили взаимозависимость между банками и правительствами, или так называемую «взаимосвязь между государством и банками».

На фоне ужесточения глобальных финансовых условий и усиления геополитической напряженности после вторжения России в Украину страны с формирующимся рынком сталкиваются с особыми проблемами, поскольку перспективы роста в целом слабее относительно наблюдавшейся до пандемии тенденции, чем в странах с развитой экономикой, бюджетные возможности более ограничены, а риски для рефинансирования повышены. В то время как уровни государственного долга являются высокими по историческим меркам, а прогнозы суверенного кредитного риска ухудшаются во многих странах с формирующимся рынком, усиление связи между государством и банками может представлять угрозу для макрофинансовой стабильности перед лицом сильного неблагоприятного шока.

На основе глобальной выборки, включающей 54 страны с формирующимся рынком, в данной главе эмпирически определяются три основных канала воздействия государства и банков на финансовое состояние друг друга: открытые позиции банков в суверенном долге за счет имеющихся у них государственных долговых обязательств (канал «открытых позиций»); подразумеваемые и явные гарантии банкам со стороны государства (канал «государственной поддержки»); а также косвенные связи между этими двумя секторами через реальную экономику (канал «макроекономики»). В случае неблагоприятного шока для одного из секторов эти каналы обычно взаимодействуют и усиливают существующие в секторе факторы уязвимости, создавая цикл негативной обратной связи.

Приведенный в данной главе анализ показывает, что повышение суверенного риска может негативно отразиться на балансе банков и их готовности предоставлять кредиты, особенно в странах, имеющих банковскую систему с более низким уровнем капитализации и повышенные факторы уязвимости бюджета. Представления о пониженной способности оказать банкам поддержку в случае возникновения проблем у суверенного заемщика может отрицательно сказаться на доверии инвесторов и показателях деятельности банков, что приведет к повышенному принятию рисков банками, обычно подкрепляемому более значительными явными или подразумеваемыми гарантиями.

Проблемы суверенного заемщика могут также представлять риски для нефинансовых компаний. В данной главе демонстрируется, что снижение суверенных рейтингов способно вызвать общее сокращение инвестиций в компании и предоставляемого им финансирования. Это воздействие особенно ярко выражено в отношении компаний, на которые распространяется политика ограничения максимального рейтинга уровнем рейтинга суверенного долга, и оно может ухудшить качество кредитного портфеля банков в тех странах с более высокой долей таких компаний.

Приведенные в главе выводы указывают на то, что директивным органам в странах с формирующимся рынком необходимо найти сложные компромиссные решения в сфере политики, чтобы смягчить воздействие неблагоприятного для государства шока. Соответствующие меры экономической политики должны приниматься в зависимости от ситуации в конкретной стране. В странах с ограниченными бюджетными возможностями и жесткими ограничениями

заимствований необходимо повысить эффективность и целенаправленность бюджетных расходов для содействия восстановлению, а также формировать бюджетную политику на основе внушающих доверие и устойчивых среднесрочных бюджетных планов укрепления устойчивости. Также при необходимости следует использовать ограничения распределения капитала, чтобы сохранить ресурсы банков для покрытия убытков. Стресс-тесты банков должны разрабатываться с учетом многочисленных каналов связи между государством и банками.

После достижения прочного восстановления экономики и нормализации связанных с пандемией мер поддержки финансового сектора страны могут изучить возможность мер, направленных на сокращение стимулов к хранению избыточного объема суверенного долга, включая дополнительные требования по капитализации в отношении вложений банков в государственные облигации сверх определенных пороговых уровней. В более широком плане диверсификация базы внутренних институциональных инвесторов, а также развитие и углубление рынков капитала являются важными шагами для решения потенциальной проблемы концентрации суверенного риска.

Поскольку риски, присущие связи между государством и банками, не ограничиваются странами с формирующимся рынком, но проявлялись в прошлом и в странах с развитой экономикой, Базельский комитет по банковскому надзору мог бы рассмотреть возможность возобновления усилий по разработке международных стандартов, отражающих меры в области регулирования и надзора, в большей степени учитывающие риск. В качестве первого шага, а также в целях укрепления рыночной дисциплины, банки следует обязать раскрывать данные о своих существенных позициях в виде суверенного долга.

С полным текстом доклада на английском языке можно ознакомиться по ссылке:

<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2022/04/19/global-financial-stability-report-april-2022>

ДОКЛАД ПО ВОПРОСАМ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

Быстрый рост финансовых технологий: факторы уязвимости и проблемы для финансовой стабильности

Финтех — технологические инновации в финансовой деятельности — может снизить транзакционные издержки, повысить эффективность и уровень конкуренции и расширить доступ к финансовым услугам. В настоящей главе рассматриваются факторы уязвимости, связанные с быстрым ростом финансовых компаний («финтехов»), и его последствия для финансовой стабильности. Быстрое превращение таких структур в рискованные сегменты бизнеса, наряду с недостаточным регулированием, может повлечь за собой системные риски и потенциальные последствия для финансовой стабильности.

В данной главе рассматриваются три практических примера компаний «финтех», оказывающих базовые банковские услуги. В первом примере, посвященном цифровым банкам («необанкам»), вскрывается ряд факторов уязвимости: 1) повышенный уровень рисков при выдаче розничных кредитов без формирования достаточных резервов и занижение оценки кредитного риска; 2) повышенный уровень принятия рисков, связанных с портфелем ценных бумаг; 3) несовершенный подход к управлению ликвидностью. Между тем компании «финтех» не только сами принимают на себя риски, но и оказывают давление на традиционные банки. Второй пример, имеющий отношение к рынкам ипотеки в США, свидетельствует о существенном негативном воздействии конкурентного давления компаний «финтех» на рентабельность конкурирующих банков.

Новый вид финансового посредничества на основе криптоактивов, называемый децентрализованным финансированием (DeFi), вывел инновации на новый уровень и благодаря этому в последние два года переживает стремительный рост. Он потенциально способен обеспечить более высокие показатели эффективности и возможности для инвестиций. Третий пример указывает на усиление связи между отраслью DeFi и традиционными финансовыми посредниками. Несмотря на то что доля рынка DeFi все еще относительно мала, тот факт, что такие компании не подлежат регулированию, представляет собой рыночный риск, риск ликвидности и киберугрозу в условиях правовой неопределенности.

Как следует из выводов этой главы, необходимы меры политики, пропорционально нацеленные как на отрасль «финтех», так и на сложившиеся сегменты рынка. Что касается необанков, то к ним желательно предъявлять более строгие требования в части капитала, ликвидности и управления операционными рисками соразмерно их рискам. В отношении уже существующих участников рынка органам пруденциального надзора, возможно, потребуется сосредоточить внимание на финансовом состоянии менее технологически развитых банков, поскольку их действующие бизнес-модели могут оказаться менее устойчивыми в долгосрочной перспективе.

Отсутствие централизованных органов, регламентирующих деятельность DeFi, является препятствием для действенного регулирования и надзора. Регулирование следует сосредоточить на элементах экосистемы криптоактивов, поддерживающих деятельность DeFi, таких как эмитенты стейблкоинов и централизованные биржи. Официальным органам также следует поощрять платформы DeFi к участию в надежных системах управления, включая отраслевые своды правил и надзор со стороны саморегулируемых организаций. Такие структуры могли бы стать эффективным механизмом для обеспечения регуляторного надзора.

С полным текстом доклада на английском языке можно ознакомиться по ссылке

<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2022/04/19/global-financial-stability-report-april-2022>