

Резюме

За внешним спокойствием скрываются глубинные перемены: угрозы стабильности на фоне изменений на финансовых рынках

Несмотря на сохраняющуюся неопределенность во внешней торговле и геополитике, ситуация на мировых финансовых рынках представляется спокойной (рис. ES.1). Вместе с тем, в этом выпуске *«Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности»* отмечается ряд признаков, указывающих на глубинные изменения в финансовой системе, которые, если связанные с ними риски не будут устранены, могут привести к усилению факторов уязвимости. Соответственно, как показывает разработанная МВФ модель риска для экономического роста, риски для глобальной финансовой стабильности сохраняются на повышенном уровне (рис. ES.2). Директивным органам настоятельно рекомендуется сохранять бдительность и оперативно реагировать на меняющиеся обстоятельства.

Первым признаком происходящих глубинных изменений является продолжающийся рост цен на рискованные активы. Рынки, по-видимому, преуменьшают потенциальное воздействие таможенных тарифов на экономический рост и инфляцию. Как показывают модели, разработанные сотрудниками МВФ, после кратковременной коррекции, последовавшей за объявлением США от 2 апреля о введении тарифов, стоимость некоторых рискованных активов вновь начала повышаться. Между тем, с начала текущего года курс доллара США снизился на 10 процентов, отклонившись от динамики дифференциала процентных ставок между США и Группой десяти за несколько месяцев после указанного объявления (рис. ES.3). Эти события происходили на фоне опасений по поводу неопределенности в политике США и переоценки инвесторами перспектив доллара США, который укреплялся в течение прошедшего десятилетия. Такие изменения в корреляции стоимости активов могут усугубить возможную дальнейшую резкую коррекцию цен на активы, что создаст напряженность на финансовых рынках. Например, за последние годы на валютных рынках происходили структурные сдвиги, однако существенного ослабления доллара США не отмечалось (см. главу 2).

Еще одним важным признаком является продолжающееся увеличение доли долговых обязательств государственного сектора, поскольку рост глобального объема бюджетных дефицитов ведет к расширению выпуска суверенных облигаций. В крупнейших странах с развитой экономикой рынки суверенных облигаций все больше зависят инвесторов, которые чувствительны к уровню цен, что приводит к росту премий за более длительный срок и доходности по долгосрочным обязательствам. В странах с формирующимся рынком органы государственного управления обращаются за финансированием к отечественным инвесторам. Несмотря на то что это снизило зависимость от долга в иностранной валюте, это также может породить факторы уязвимости, такие как укрепление связи между банками и государством (см. главу 3).

Наконец, на фоне роста сегмента небанковских финансовых посредников (НБФУ) и углубления связей с банками усилилась их взаимосвязанность в финансовом секторе. В данном выпуске *«Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности»* отмечается растущая роль НБФУ на основных рынках суверенных облигаций и на рынках корпоративного долга, в том числе за счет участия розничных инвесторов в частном кредитовании. Такие связи создают угрозу чрезмерного принятия риска и усиления взаимосвязанности участников финансовой системы.

Факторы уязвимости и неопределенности

Такие сдвиги могут породить факторы уязвимости в финансовой системе. Несмотря на то что рынки суверенных облигаций в крупнейших странах с развитой экономикой стабилизировались после резкой распродажи, спровоцированной объявлением от 2 апреля о введении тарифов, повышение угла наклона кривых доходности, более отрицательные спреды по свопам и сокращение «удобной доходности» свидетельствуют об ослаблении устойчивости рынка облигаций. В случае резкого повышения доходности рынок облигаций может подвергнуться испытанию на прочность; так, например, согласно сценарному анализу применительно к облигационным паевым инвестиционным фондам, вынужденная ликвидация позиций по казначейским облигациям США в результате крупного оттока средств и резкого повышения доходности может достичь почти 300 млрд долларов США (рис. ES.4). Учитывая важнейшую роль основных суверенных облигаций в качестве эталонных инструментов и залогового обеспечения, ухудшение их качества будет иметь последствия для финансовых рынков в более широком смысле.

В банковском секторе улучшились показатели достаточности капитала. Согласно проведенному МВФ стресс-тестированию глобальной банковской системы, в случае неблагоприятного макроэкономического сценария около 18 процентов мировых банков по объему активов столкнутся с падением размера обыкновенного капитала первого уровня (СЕТ1) ниже важного порогового значения в 7 процентов плюс надбавка к капиталу для глобальных системно значимых банков. Однако если НБФУ подвергнутся дополнительным шокам, эта доля слабых банков по объему активов может увеличиться до 21 процента, что указывает на значимость связей между банками и НБФУ (рис. ES.5).

Государственный долг стран с формирующимся рынком значительно вырос в большинстве стран, однако между странами отмечается все больше расхождений в его структуре. Те страны с формирующимся рынком, которые обладают более прочными фундаментальными экономическими показателями, смогли финансировать долг в основном за счет отечественных инвесторов-резидентов в национальной валюте (см. главу 3). Согласно эмпирическим оценкам, повышение значимости внутренних рынков государственных облигаций укрепляет устойчивость к глобальным потрясениям: увеличение доли отечественных инвесторов-резидентов сопровождается ослаблением чувствительности облигаций стран с формирующимся рынком к колебаниям показателя VIX (индекса волатильности Чикагской биржи опционов) (рис. ES.6). Вместе с тем увеличение финансирования в местной валюте может породить другие факторы уязвимости, такие как укрепление связей между банками и государством. С другой стороны, в странах с формирующимся рынком, обладающих более слабыми макроэкономическими основами, бремя обслуживания долга растет, при этом долгосрочные реальные процентные ставки (r) превышают долгосрочные темпы роста (g) (рисунок ES.7). В результате страны с формирующимся рынком могут подвергнуться рискам финансирования, поскольку проведение бюджетной консолидации для них сопряжено с трудностями (см. «Бюджетный вестник» за октябрь 2025 года).

Корпоративный сектор до сих пор проявлял устойчивость, хотя таможенные тарифы могут оказать давление на показатели корпоративной прибыльности в отдельных отраслях, негативно сказаться на способности обслуживать долг и создать риск коррекции высокой стоимости корпоративных акций и облигаций. В сценарии, при котором будут поэтапно вводиться дополнительные тарифы и при этом стоимость рефинансирования долга для компаний будет расти, доля корпоративного долга с коэффициентом покрытия процентов ниже 1 в некоторых странах достигнет 55 процентов. Сегмент компаний с наиболее слабыми показателями, по-видимому, уже испытывает трудности в сложившихся условиях. Несмотря на волну реструктуризации долга, наиболее уязвимые заемщики испытывают дефицит ликвидности на рынках синдицированных кредитов и частного кредитования. Это сказалось на увеличении случаев понижения кредитных рейтингов заемщиков.

Происходит быстрое распространение стейблкоинов, которые приобретают все большее значение в финансовом посредничестве, в первую очередь это стейблкоины, привязанные к доллару США (рис. ES.8). Продолжающийся рост стейблкоинов может повлиять на финансовую стабильность через три основных канала: (1) страны с более слабыми экономическими показателями могут столкнуться с замещением валюты и снижением эффективности инструментов денежно-кредитной политики; (2) структура рынка облигаций может измениться, а это может потенциально ослабить роль финансовых посредников; (3) стремление инвесторов избавиться от стейблкоинов в случае паники может спровоцировать вынужденную распродажу резервных активов. Потенциальные системные эффекты будут зависеть от дальнейшего распространения стейблкоинов.

Несмотря на достаточный объем ликвидности, мировые валютные рынки по-прежнему уязвимы в случаях усиления макрофинансовой неопределенности. Как указано в главе 2, «бегство в качество» и повышенный спрос на инструменты хеджирования в такие периоды могут привести к повышению стоимости финансирования в иностранной валюте и ухудшению ликвидности валютного рынка, что отразится в увеличении спредов между ценами спроса и предложения и большей волатильности дохода от изменений обменного курса (рисунок ES.9). Эти проблемы могут усугубиться из-за структурных факторов нестабильности на валютном рынке, в том числе в силу значительных валютных несоответствий, концентрации дилерских операций и более широкого участия НБФУ. Напряженная ситуация на валютном рынке может распространиться на другие классы активов, что приведет к ужесточению финансовых условий в более широком смысле и потенциально может создать риски для макрофинансовой стабильности. Кроме того, увеличение объемов торговли иностранной валютой привело к усилению риска, связанного с расчетами — вероятности того, что одна из сторон поставит валюту, не получив причитающуюся сумму от

контрагента. Дополнительную угрозу функционированию рынка создают операционные риски для инфраструктуры валютного рынка, такие как возможные технические сбои и кибератаки.

Рекомендации относительно мер политики

Макроэкономическая стабильность имеет решающее значение для финансовой стабильности. Юрисдикциям, подпавшим под действие таможенных тарифов и испытывающих снижение спроса, может быть целесообразно постепенно снижать учетную ставку. В странах, где инфляция все еще превышает целевой ориентир, центральным банкам необходимо с осторожностью подходить к смягчению денежно-кредитной политики и сохранять приверженность стабильности цен. Такой осторожный подход также поможет ослабить дальнейшее давление на стоимость рискованных активов. Операционная независимость центральных банков по-прежнему имеет решающее значение для закрепления инфляционных ожиданий и обеспечения способности центральных банков выполнять свой мандат.

Неотложное проведение бюджетных корректировок в целях сокращения дефицита имеет решающее значение для защиты устойчивости рынков суверенных облигаций. Высокий уровень задолженности и задержка корректировки бюджета во многих странах могут привести к дальнейшему росту стоимости заимствований для государства, что подчеркивает необходимость принятия более значительных налогово-бюджетных мер для снижения суверенных рисков. Меры по совершенствованию структуры рынка — такие как расширение централизованного клиринга по операциям с кассовыми облигациями и РЕПО для снижения рисков контрагентов, повышение эффективности управления балансами и усиление прозрачности — также будут способствовать устойчивости рынка облигаций. Постоянно действующие инструменты поддержки ликвидности имеют жизненно важное значение в качестве резервного механизма поддержки этих рынков.

Несмотря на то что ослабление доллара США смягчило внешние неблагоприятные условия, с которыми в последние месяцы сталкиваются страны с формирующимся рынком, эти рынки по-прежнему подвержены воздействию изменения настроений инвесторов. Когда появляются признаки нестабильности, такие как усиление инфляционных ожиданий и всплески волатильности обменного курса и потоков капитала, странам с формирующимся рынком следует использовать валютные интервенции, макропруденциальные меры и управление потоками капитала в соответствии с разработанным МВФ Целостным подходом к политике, при условии что эти меры не препятствуют проведению необходимых корректировок бюджетной и денежно-кредитной политики. Дальнейшее развитие национальных рынков облигаций путем укрепления макроэкономических основ, например увеличения внутренних финансовых сбережений и укрепления доверия к бюджетной и денежно-кредитной политике, имеет важное значение для повышения потенциала по обслуживанию и погашению долга. К другим мерам по углублению рынков облигаций стран с формирующимся рынком относятся повышение предсказуемости и прозрачности эмиссии долговых обязательств, развитие эффективных рынков РЕПО и денежных рынков, укрепление системы первичных дилеров и диверсификация круга инвесторов.

Проведенное МВФ стресс-тестирование глобальной банковской системы свидетельствует о важности повышения капитализации для устранения рисков, связанных со слабыми банками. Внедрение согласованных на международном уровне стандартов, обеспечивающих достаточный уровень капитала и ликвидности, в частности стандартов «Базель III», имеет первостепенное значение в периоды высокой экономической неопределенности. Следует обеспечить эффективность регулирования путем пересмотра излишне сложных нормативных положений без ущерба для общей устойчивости банковского сектора или соблюдения международных минимальных стандартов. Национальным органам власти следует укреплять систему безопасности финансового сектора для защиты банковского сектора от потенциальных рисков, связанных со слабыми банками, угрожающих финансовой стабильности. Это включает создание механизмов экстренного предоставления ликвидности, обеспечение банкам оперативного доступа к финансовым ресурсам центрального банка, а также совершенствование механизмов восстановления и урегулирования несостоятельности, чтобы противодействовать шокам, избегая при этом дестабилизации финансовой системы и убытков для налогоплательщиков.

Для обеспечения эффективного регуляторного надзора за НБФУ и цифровыми активами, такими как стейблкоины, требуется повышение качества сбора, координации и анализа данных, в том числе на трансграничном уровне. Для устранения дисбаланса ликвидности в инвестиционных фондах ключевое значение имеет дальнейшее улучшение и расширение доступности и удобства использования инструментов управления ликвидностью. В целях устранения рисков со стороны криптоактивов, таких как стейблкоины,

для макроэкономической и финансовой стабильности, директивным органам следует выполнять рекомендации высокого уровня Совета по финансовой стабильности, включая создание эффективных механизмов управления рисками, принятие мер по борьбе с отмыванием денег и финансированием терроризма, а также обеспечение соответствующих органов необходимыми полномочиями для эффективного взаимодействия.

Чтобы устранить риски для финансовой стабильности, обусловленные стрессом на валютном рынке, директивным органам следует усилить надзорную деятельность, включая проведение систематических стресс-тестов валютной ликвидности, учитывающих взаимосвязь с базовыми факторами уязвимости. Крайне важно устранить пробелы в данных о валютных курсах и обеспечить достаточные уровни буферов капитала и ликвидности в финансовых учреждениях в сочетании с надежными системами антикризисного управления. Укрепление глобальной системы финансовой безопасности, в том числе за счет обеспечения достаточных международных резервов и расширенной сети своповых линий центральных банков, может помочь смягчить волатильность на валютных рынках. Этим усилиям также способствовало бы наличие набора мер макроэкономической политики, соответствующего разработанному МВФ Целостному подходу к политике. Повышение операционной устойчивости ключевых участников валютного рынка, в том числе устойчивости к киберрискам, а также содействие более широкому использованию механизмов «платеж против платежа» могут способствовать дальнейшему снижению рисков, связанных с расчетами.

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