

25 мая 2020

Индекс финансового стресса АКРА FSI: сходства и различия текущей ситуации с кризисами 2008–2009 и 2014–2015 годов

Статья аналитиков АКРА Василисы Барановой и Дмитрия Куликова для Cbonds

Cbonds, 25.05.2020,
<http://review.cbonds.info/article/magazines/5257/>

Чем этот глобальный кризис отличается от глобального финансового кризиса 2007–2009 годов?

Началу самых масштабных кризисов XXI века — как финансовых, так и экономических — предшествовали или проблемы на финансовых рынках (глобальный финансовый кризис), или другие структурные проблемы в экономике (европейский долговой кризис). В этом отношении кризис 2020 года, вызванный пандемией коронавирусной инфекции COVID-19, можно назвать беспрецедентным.

В то же время влияние текущей ситуации на мировой финансовый рынок частично схоже с тем, которое мы наблюдали в 2007–2009 годах. В периоды кризисных явлений инвесторы в основном отдают предпочтение высококачественным («бегство в качество») и/или высоколиквидным («бегство в ликвидность») активам. Сегодня, как и во время глобального финансового кризиса, действительно наблюдаются снижение доходности по суверенным облигациям с высоким кредитным рейтингом, увеличение спроса на наличные средства и твердые валюты, снижение фондовых индексов, рост цен на золото. Кроме того, происходит переток инвесторов из более рискованных ценных бумаг развивающихся рынков в менее рискованные ценные бумаги развитых стран.

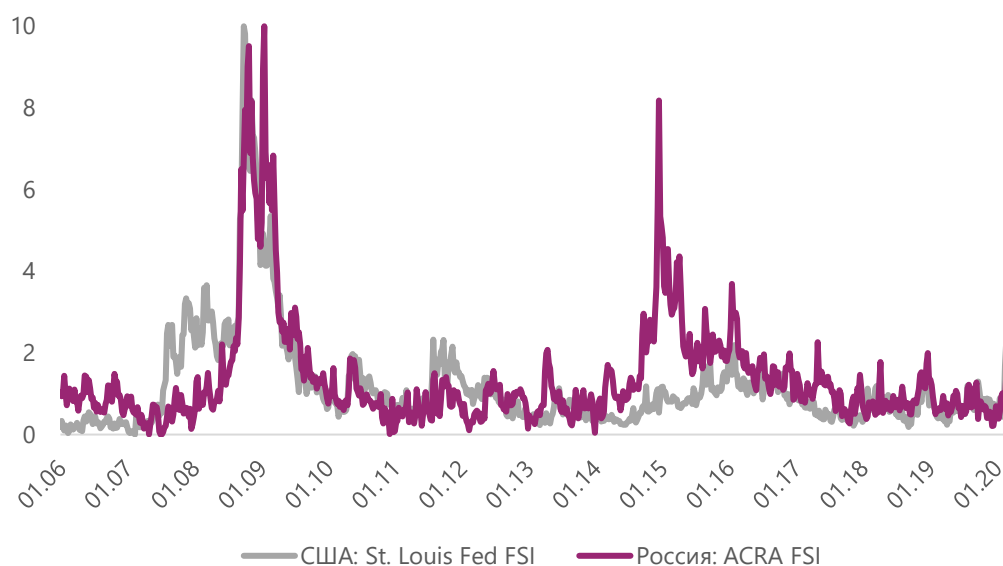
На данной стадии основное отличие текущего кризиса от глобального кризиса 2007–2009 годов заключается в том, что огромные разрывы в цепочках платежей в реальной экономике и высокая волатильность цен на ключевые сырьевые товары пока не привели к банковским кризисам. Важным отличием также является в целом более устойчивое финансовое состояние мировой банковской системы, обусловленное значительным повышением капитализации и регуляторными ограничениями, не позволяющими банкам принимать большие риски. На сегодняшний день кризиса ликвидности у банков не наблюдается. Стоит отметить, что в условиях карантина и приостановки производств, государства разных стран активно поддерживают свое население и компании. Так, многие центральные банки смягчили условия предоставления кредитов посредством ослабления порядка расчета обязательных нормативов и «залили» банки ликвидностью. Такие меры, по нашему мнению, могут помочь снизить возможное давление на банковский сектор в случае неспособности заемщиков обслуживать свои обязательства из-за падения спроса на производимые товары и услуги и снижения зарплат.

Василиса Баранова
Старший аналитик,
группа суверенных рейтингов
и макроэкономического анализа
+7 (495) 139-0480, доб. 136
vasilisa.baranova@acra-ratings.ru

Дмитрий Куликов
Заместитель директора,
группа суверенных рейтингов
и макроэкономического анализа
+7 (495) 139-0480, доб. 122
dmitry.kulikov@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

Алексей Чурилов
Менеджер по внешним
коммуникациям
+7 (495) 139-0480, доб.169
media@acra-ratings.ru

Рисунок 1. Динамика индексов финансового стресса¹ для России и США

Источник: АКРА, St. Louis Fed

Текущая ситуация в России в этом отношении не слишком отличается от глобальной: экономическая активность снижается, а нестабильность на финансовых рынках и волатильность цен на основные сырьевые товары способствуют росту уровня финансового стресса. Аналогичная ситуация наблюдается во многих других странах, например в США (см. *рис. 1*). При этом уровень финансового стресса в обеих странах на текущий момент не превысил значений 2008–2009 годов, что во многом объясняется отсутствием банковских кризисов.

АКРА на ежедневной основе рассчитывает индекс финансового стресса ACRA FSI, который призван оценить близость российской финансовой системы к состоянию кризиса (см. *рис. 2*). 9 марта текущего года индекс преодолел критическую отметку в 2,5 п. Как правило, это говорит о повышенной вероятности начала финансового кризиса (далее по тексту момент пересечения границы (2,5 п.) считается началом финансового кризиса). Кроме того, рост индекса, как показывает опыт наблюдений, часто предшествовал возникновению проблем в реальном секторе экономики. 20 апреля значение ACRA FSI вернулось к уровню немного ниже 2,5 п., однако говорить о стабилизации ситуации пока рано.

¹ Индекс St. Louis Fed FSI для США рассчитывается еженедельно. Для обеспечения сопоставимости значения индекса ACRA FSI для России были усреднены по неделям. Также значения обоих индексов нормированы от 0 до 10 п.

Рисунок 2. Динамика индекса финансового стресса для России (ACRA FSI)



Источник: АКРА

Как рассчитывается индекс финансового стресса для России (ACRA FSI)?

Для расчета ACRA FSI используются как экономические (инфляция, курс, цены на нефть и т. д.), так и финансовые (ставки по корпоративным облигациям, ставки денежного рынка, индексы фондового рынка и др.) показатели. На их основе рассчитаны 12 индикаторов, увеличение которых говорит о росте уровня финансового стресса. Индекс является взвешенной суммой этих индикаторов. В настоящий момент индекс ACRA FSI нормирован таким образом, что его значения варьируются от 0 до 10 п., однако в будущем они могут выйти за пределы указанного диапазона.

Значения индекса регулярно публикуются на сайте АКРА: <https://www.acra-ratings.ru/research/index>

Какой из кризисов был наиболее стрессовым для российской финансовой системы?

Ответить на этот вопрос позволяет сравнение пиковых величин индекса ACRA FSI. Можно сказать, что на текущий момент ситуация гораздо менее стрессовая, чем во время кризиса 2008–2009 годов, а также кризиса 2014–2015 годов, который имел локальный, а не глобальный характер, в отличие от двух вышеуказанных (см. табл. 1). Наиболее глубоким стал кризис 2008–2009 годов — в этот период индекс ACRA FSI достиг своего максимального значения в 10 п. Он также был и самым продолжительным: после начала финансового кризиса в сентябре 2008 года значения индекса ACRA FSI превышали критическую отметку в 2,5 п. на протяжении более девяти месяцев. Следующий кризис, согласно динамике ACRA FSI, начался в декабре 2014 года и продолжался четыре месяца. Величина текущего скачка индекса пока меньше, чем во время двух предыдущих кризисов. Это отчасти объясняется тем, что замедление экономической активности пока не оказало существенного негативного влияния на российский банковский сектор.

Подробнее см. [Методику расчета индекса финансового стресса для Российской Федерации](#).

Таблица 1. Сравнение глубины и длины кризисов 2008–2009 и 2014–2015 годов с текущей ситуацией с использованием индекса ACRA FSI

| Начало* | Конец** | Количество кризисных дней*** | Максимальное значение индекса*** | Среднее значение индекса*** |
|------------|------------|------------------------------|----------------------------------|-----------------------------|
| 16.09.2008 | 24.06.2009 | 281 | 10 | 3,7 |
| 08.12.2014 | 24.04.2015 | 137 | 7,2 | 2,9 |
| 09.03.2020 | ? | 42+ | 4,4 | 3,3 |

* Первый переход индексом критической отметки в 2,5 п.

** Устойчивое возвращение индекса к значениям ниже 2,5 п.

*** По данным на 20 апреля.

Источник: АКРА

Как правило, тот момент, когда дефицит ликвидности в банковском секторе достигает пиковых значений, совпадает с переходом кризиса финансовой системы страны в острую фазу. Так, с момента начала кризиса 2008–2009 годов до его вступления в острую фазу прошло 135 дней (начиная с момента пересечения индексом ACRA FSI границы в 2,5 п.), а в 2014–м — лишь пятнадцать. В этом отношении развитие финансового стресса в 2014–2015 годах было более стремительным. По своей динамике кризис 2020 года в настоящий момент больше напоминает ситуацию, сложившуюся в 2008–2009 годах. Основные проблемы с платежеспособностью банковских заемщиков могут возникнуть после снятия жестких карантинных мер. Усиление финансовых показателей крупнейших банков страны за последние несколько лет и накопленный Банком России опыт кризисного регулирования банковского сектора при необходимости могут существенно улучшить ситуацию с ликвидностью банковского сектора по сравнению с предыдущими кризисами. Тем не менее мы полагаем, что пик финансового стресса может быть еще впереди.

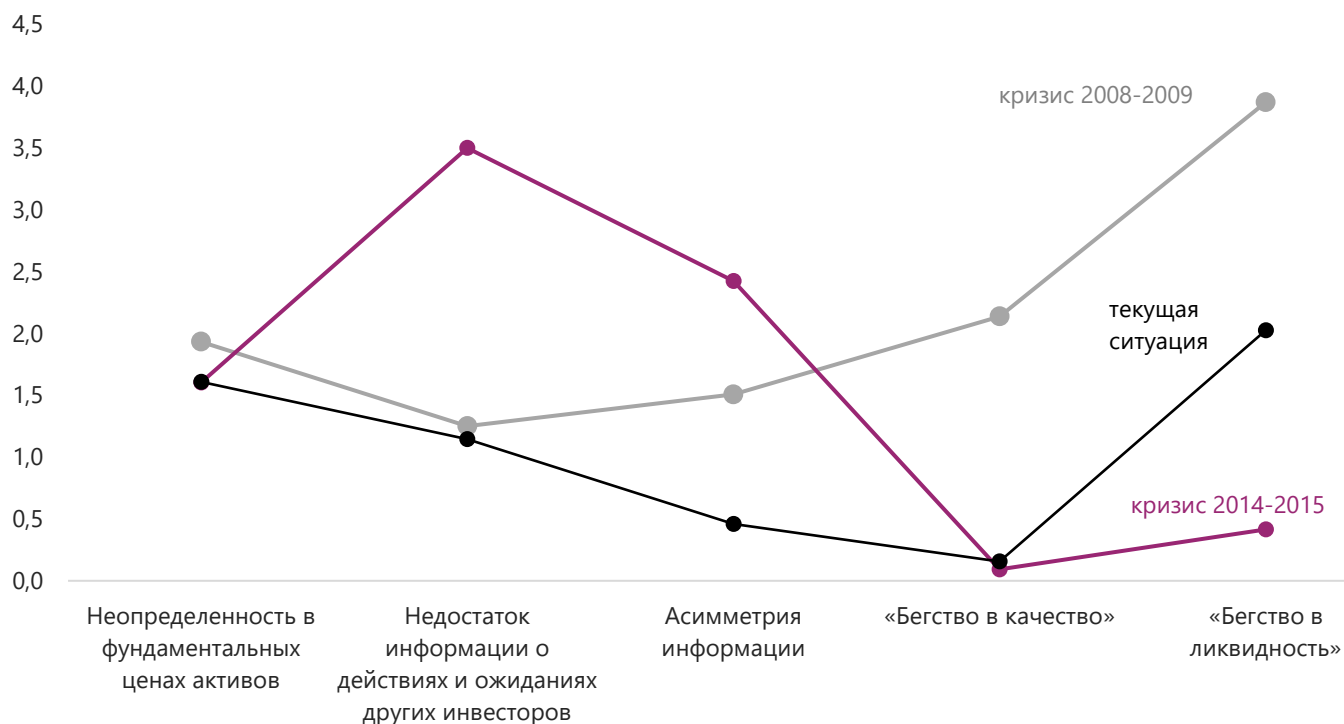
Насколько финансовый стресс 2020 года в России схож с финансовым стрессом в начале предыдущих двух кризисов?

На основе вышеупомянутых 12 индикаторов АКРА рассчитывает пять подиндексов, которые отвечают за следующие проявления финансового стресса:

- неопределенность относительно фундаментальных цен финансовых активов или биржевых товаров;
- недостаток информации о мотивах и текущем состоянии других участников рынков;
- асимметрия информации о качестве активов (продавец знает больше) или заемщиков (заемщик более осведомлен);
- «бегство в качество»: предпочтение менее доходных и менее рискованных инвестиций;
- «бегство в ликвидность»: предпочтение более ликвидных активов.

Неопределенность относительно фундаментальных цен финансовых активов или биржевых товаров — общий фактор, объединяющий все периоды финансового стресса в России. При этом влияние волатильности цен на биржевые товары, в том числе на нефть, наиболее очевидно. Из рис. 3 следует, что все периоды финансового стресса в РФ примерно сопоставимы с точки зрения динамики этого подиндекса в первые 42 дня с момента преодоления критической границы.

Рисунок 3. Проявления финансового стресса в среднем за первые 42 дня после пересечения индексом ACRA FSI критического уровня в 2,5 п.*



* На графике построены значения пяти проявлений кризиса (поиндексов) ACRA FSI. Факторы, входящие в каждый из поиндексов, в некоторых случаях пересекаются. Критическое значение в 2,5 п. не применимо к анализу значений поиндексов.

Источник: АКРА

Наиболее ярко выраженным проявлением финансового стресса 2020 года является «бегство в ликвидность». На российском рынке, как и в мире, относительно синхронно упала стоимость акций компаний, корпоративных и государственных облигаций, а также многих других финансовых активов. При этом наименьшее падение или даже рост наблюдается у высоколиквидных активов, что позволяет проводить параллели между началом текущего кризиса и 2008 годом.

В то же время значительно меньший рост проявлений асимметрии информации о качестве активов или заемщиков отличает текущую ситуацию от предыдущих кризисов. В частности, спред между ставками межбанковского рынка и ставками предоставления ликвидности Банком России, а также разброс доходностей по акциям и облигациям финансовых институтов в среднем за первые 42 дня повышенного стресса отличаются в лучшую сторону по сравнению с прошлыми кризисами.

(С) 2020

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)

Москва, Садовническая набережная, д. 75

www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ предоставленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — www.acra-ratings.ru. Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.