Егор СУСИН,
главный эксперт
Центра экономического
прогнозирования, Газпромбанк

Плохая привычка занимать в долларах

Мировая банковская система так и не восстановилась после кризиса, что выражается в продолжающемся сокращении трансграничных активов банков. На этом фоне существенно выросла роль рыночных заимствований, а политика ФРС привела к доминированию доллара как валюты фондирования. В условиях постепенного отхода регулятора от стимулирующей политики доступ к долларовой ликвидности будет сокращаться — это может требовать диверсификации источников фондирования для заемщиков. Для инвесторов вызовом ближайшего года может стать уже сформировавшийся пузырь на фондовом рынке США.

После кризиса 2008 года ситуация в глобальной финансовой системе существенно изменилась, внес свои коррективы и европейский долговой кризис. Массированное вливание ликвидности в финансовую систему на фоне близких нулевых ставок и серьезного ужесточения банковского регулирования создало в некоторой степени уникальную ситуацию, когда избыточная ликвидность соседствует с крайне низкой активностью. Деятельность банковского сектора стала более консервативной, что привело к сокращению работающих активов как внутри отдельных регионов, так и в трансграничных операциях. Вот уже несколько лет продолжается непрерывный процесс сокращения трансграничных активов банков развитых стран, и если сразу после финансового кризиса он был обусловлен вполне понятными факторами краткосрочного шока, то сейчас связан со множеством других причин. В 2013 году трансграничные активы банков сократились на $1.42 трлн (годом ранее — $0.91 трлн).

Подобное снижение международной активности банков стало новой нормой и сигнализирует о дезинтеграции мировой банковской системы и усилении роли внутренних рынков капитала и локальных центральных банков в фондировании сектора, что позволяет замещать внешние кредиты. Пример России очень показательный: роль ЦБ и Минфина РФ существенно возросла за 2012–2013 годы — если в конце 2011 года их доля составляла 6–7% в пассивах банковской

В США избыточная ликвидность соседствует с крайне низкой активностью банковского сектора

системы, то сейчас она достигла 11–12%. С одной стороны, это делает локальные системы более понятными для регуляторов, с другой — процессы деглобализации указывают на то, что банковский сектор так и не оправился от кризиса. Мы продолжаем находиться в цикле консервативного развития, когда контроль рисков крайне жесткий, особенно в сегменте классических банковских продуктов. Это касается не только трансграничных операций банков, но и внутренних процессов. США яркий тому пример: хотя уже несколько лет их финансовый сектор не испытывает серьезных проблем благодаря ФРС, кредитная активность продолжает оставаться низкой. С одной стороны, это обусловлено более жесткими требованиями к заемщикам, с другой — низкой активностью самих заемщиков на фоне достаточно слабого экономического роста. Фактически ни о какой серьезной активизации банковского кредитования речи не идет, объем банковских кредитов в первом квартале 2014 года снизился до минимального уровня — 52% от активов коммерческих банков США — и соответствует 44% от ВВП (практически не изменился за последние три года).

Ценные бумаги в активах коммерческих банков составляют 19%, хотя относительно ВВП показатель держится на достаточно высоких уровнях, в пределах 16–17%. Сложившаяся ситуация обусловлена тем, что значительная часть активов банков — это наличность, которая формируется в результате проведения программы количественного смягчения. В начале 2014 года доля наличности в активах достигла рекордных 19%, что составляет 16% от ВВП. Политика ФРС создает значительные объемы свободной ликвидности при стагнации банковского кредита и спроса на него, так как основная часть заемщиков просто не имеет доступа к кредитным ресурсам из-за низкой платежеспособности. Эта ситуация не могла не сказаться на доходах игроков рынка, чистая процентная маржа крупных американских банков упала до минимального уровня 3.2% с 2006 года. Банки США вынуждены снижать свои требования по контролю рисков в целях удержания процентных доходов на приемлемых уровнях, однако ужесточение регулирования и требований к капиталу этого сделать не позволяет. Ограничения присутствуют и со стороны рынка ипотеки: наращивать длинные кредиты при ожиданиях роста краткосрочных ставок банки не в состоянии, притом что секьюритизировать можно далеко не любой ипотечный кредит. Прибыли банков США поддерживаются благодаря непроцентным доходам и роспуску резервов, которые почти на исходе (1% от доходных активов). Во второй половине 2013 года ситуация с процентными доходами стабилизировалась, чему способствовал рост долгосрочных ставок в США. Но уже в 2014 году долгосрочные ставки перестали расти и держатся в диапазоне 2.5–2.8% годовых по десятилетним гособлигациям. Также скорректировались ипотечные и корпоративные ставки.

В последние годы сектор корпоративного кредитования сместился в сторону облигационных заимствований. Основной портфель корпоративных облигаций находится на балансах инвестиционных фондов и страховых компаний, а не банков. Произошел значительный сдвиг в финансировании корпоративного

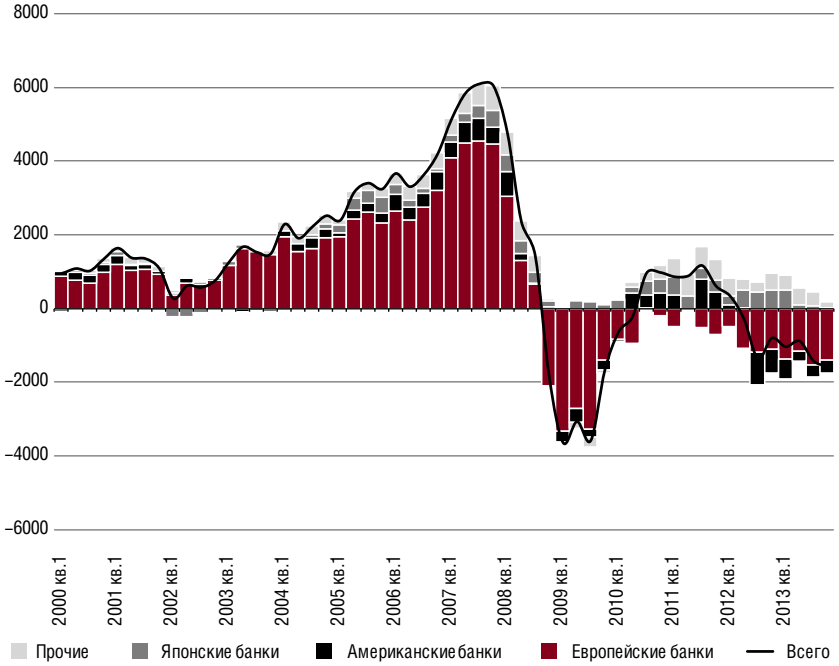


Рисунок 1
Годовой прирост трансграничных активов банков, $ млрд

Основной портфель корпоративных облигаций США находится на балансах инвестиционных фондов и страховых компаний, а не банков

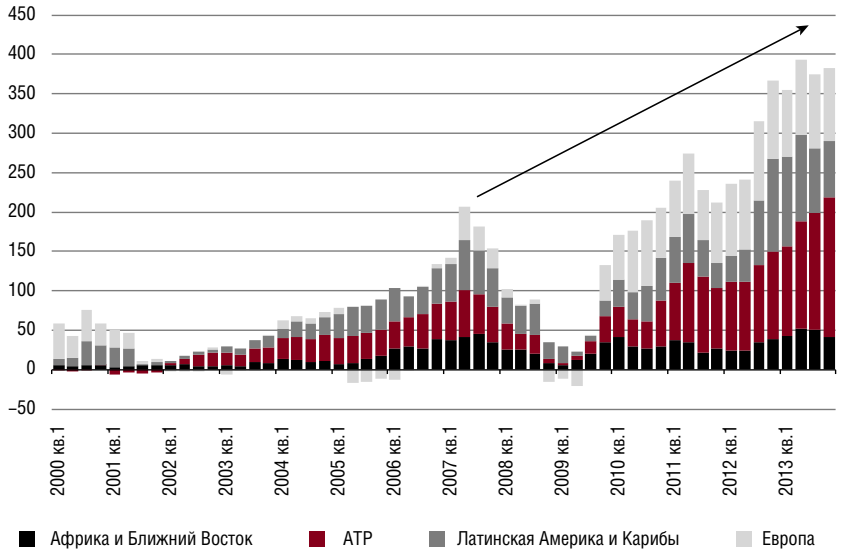


Рисунок 2
Облигации развивающихся стран, выпущенные на международных рынках, $ млрд (скользящий год)

В ПОСЛЕДНИЕ ГОДЫ МЫ НАБЛЮДАЕМ СМЕЩЕНИЕ РЫНКА ЗАИМСТВОВАНИЙ ОТ БАНКОВСКОГО КРЕДИТА В ПОЛЬЗУ ОБЛИГАЦИОННОГО РЫНКА

сектора США: доля облигаций в общих обязательствах нефинансовых компаний выросла до исторического максимума 30.7%, причем доля кредитов снизилась до 31.2%. Безусловно, это несет определенные риски нестабильности, так как в случае изменения конъюнктуры долгового рынка инвестиционные фонды могут начать резко сокращать свои портфели облигаций, что создаст риски значительного роста стоимости новых заимствований для компаний. Но есть и преимущества — сроки заимствований существенно выросли.

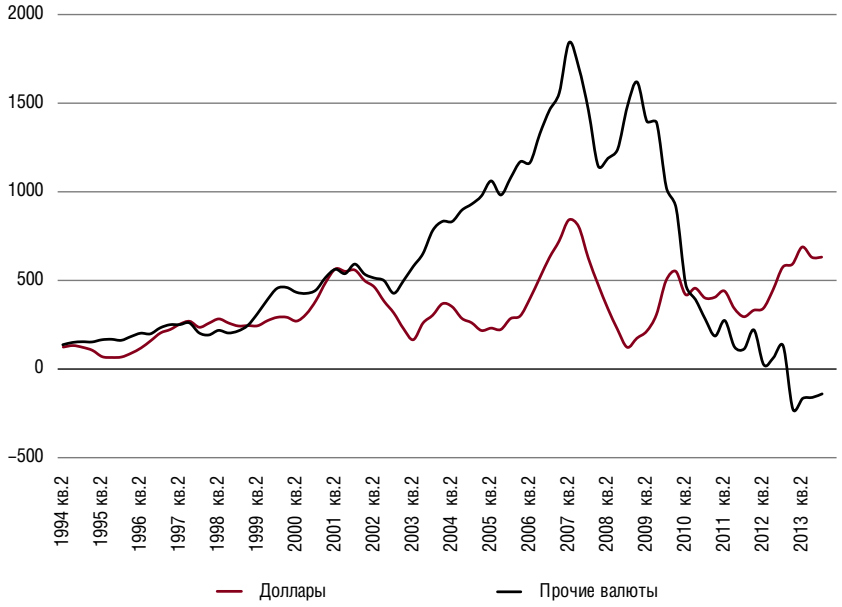
Учитывая тот факт, что долг нефинансовых компаний США достиг рекордного уровня (55% от ВВП), волатильность может негативно сказаться и на реальной экономике. К тому же значительная часть нового долга использована компаниями не на инвестиции, а на обратный выкуп своих акций, объемы таких операций в последние два года существенно увеличились. Низкая маржа банковской системы и достаточно высокая долговая нагрузка в корпоративном секторе будут сильно ограничивать действия ФРС по нормализации денежно-кредитной политики.

Ситуация в еврозоне практически не отличается от американской: объем банковских кредитов корпоративному нефинансовому сектору сокращается, объем выпущенных долговых бумаг медленно, но растет.

Аналогичные тенденции наблюдались и в трансграничных финансовых потоках, что подтверждает общемировой тренд. Хотя общие трансграничные активы банков устойчиво сокращались (см. рисунок 1), выпуск облигаций на внешних рынках заметно вырос. В меньшей степени это касается развитых экономик, где потребность в долговом финансировании была обеспечена внутренними ресурсами. А вот развивающиеся страны существенно нарастили выпуск облигаций на внешних рынках. В 2012–2013 годах чистый объем выпуска облигаций развивающихся стран на международных рынках достигал $370–390 млрд в год, что почти вдвое выше, чем в пиковом 2007 году. Объем выпущенных облигаций на внешних рынках к концу 2013 года практически приблизился к $2.5 трлн (11% от общего объема выпущенных на международных рынках облигаций), что вдвое выше уровня 2007 года.

События последнего года показали, что такая структура заимствований сделала развивающиеся страны достаточно

Рисунок 3
Облигации, выпущенные на международных рынках, $ млрд (скользящий год)



чувствительными к волатильности на мировых финансовых рынках и изменениям в движении капиталов. После сигналов о сворачивании программы количественного смягчения ФРС развивающиеся страны столкнулись с оттоком капитала и резким падением валюты — это говорит о серьезной уязвимости emerging markets к краткосрочным шокам в ликвидности. Центральные банки развивающихся стран вынуждены были существенно повысить ставки и проводить интервенции, чтобы ограничить девальвацию валюты и усиление инфляции, что негативно сказалось на экономическом росте. На краткосрочный финансовый шок пришлось отвечать ужесточением монетарной политики в условиях и без того слабого экономического роста. Возможно, это ошибочная реакция, а центральным банкам стоит занимать более консервативную позицию, потому что процентная политика нацелена на средне- и долгосрочные цели, а не на противостояние краткосрочным шокам. Рост инфляции, обусловленный снижением курса валюты, как правило, краткосрочен и не требует прямого монетарного ответа в виде повышения ставок, если девальвация не становится хронической, а для этого есть предпосылки далеко не во всех странах.

В последние годы мы наблюдаем достаточно устойчивое смещение рынка заимствований от банковского кредита в пользу облигационного рынка. Это происходило как на внутренних рынках развитых стран, так и в трансграничных потоках капитала. Учитывая продолжающееся ужесточение регулирования банковского сектора, вряд ли стоит ожидать значительного улучшения в нем. В сформировавшейся структуре мирового долгового рынка создается риск резкого изменения ставок заимствований (высокой волатильности) в условиях возможной трансформации денежно-кредитной политики ведущих центральных банков. Именно это мы наблюдали в последний год на рынках, когда сигналы о сворачивании программы стимулирования ФРС оказали крайне негативное влияние в первую очередь на долларовые активы. Устойчивость валют стран Восточной Европы в большой степени обусловлена низкой зависимостью от долларовой ликвидности. Программа QE и поток ликвидности на внешние рынки, а также сжатие рынка евро привели к тотальному доминированию долларовых бумаг в чистом объеме выпуска облигаций на международных рынках (93% всех заимствований за последние три года). Для развивающихся стран это означает необходимость диверсификации заимствований по валютам.

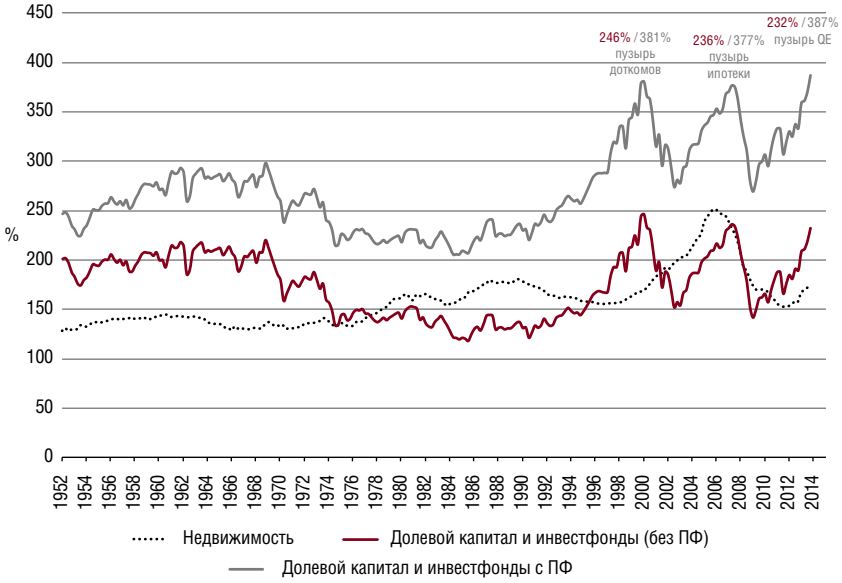


Рисунок 4
Активы домохозяйств и неприбыльных организаций в США, % от располагаемых доходов

На текущий момент концентрация на заимствованиях в одной валюте несет высокие риски. Стоимость финансовых активов домохозяйств (акции и вложения в инвестфонды) приблизилась к пикам 2000 и 2007 годов. Пузырь на фондовых рынках уже сформировался, ситуация характеризуется значительными объемами обратного выкупа акций (buy back) на фоне пока еще высоких прибылей, легкого доступа на рынки долларовых заимствований (доходности в секторе high yield на многолетних минимумах) и рекордных маржинальных позиций. Хотя ФРС вряд ли будет действовать жестко, ожидания повышения ставок осенью 2015 года могут оказаться слишком оптимистичными, но прежнего «денежного дождя» рынки себе позволить уже не смогут, потому как пузырь в активах становится все очевиднее, и игнорировать этот факт сложно. Сегодня логично рассматривать существенное сокращение позиций в акциях и корпоративных облигациях США в пользу более консервативных долларовых активов. Высокую доходность лучше искать в европейских рисковых активах (при смягчении политики ЕЦБ) и обесценившихся активах развивающихся стран. А источники фондирования лучше искать вне долларовой зоны.

ИСТОЧНИКИ ФОНДИРОВАНИЯ ЛУЧШЕ ИСКАТЬ ВНЕ ДОЛЛАРОВОЙ ЗОНЫ