Василиса БАРАНОВА,
аналитик, АКРА

Дмитрий КУЛИКОВ,
аналитик, АКРА

Индекс финансового стресса ACRA FSI: сходства и различия текущей ситуации с прошлыми кризисами

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 рисковых ценных бумаг развивающихся рынков в менее рисковые ценные бумаги развитых стран.

ЧЕМ ЭТОТ ГЛОБАЛЬНЫЙ КРИЗИС ОТЛИЧАЕТСЯ ОТ ГЛОБАЛЬНОГО КРИЗИСА 2007–2009 ГОДОВ?

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 проблемам. 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 обязатель-

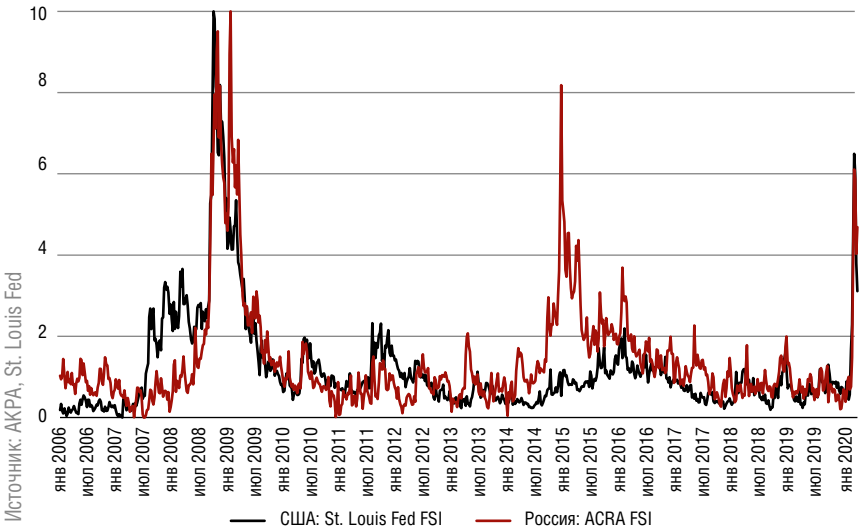


Рисунок 1
Динамика индексов финансового стресса для России и США[1]

ства из-за падения спроса на производимые товары и услуги, а также снижения зарплат.

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. Рисунок 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. Рисунок 2). 9 марта текущего года индекс преодолел критическую отметку 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.

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

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. Таблицу 1). Наиболее глубоким стал кризис 2008–2009 годов — в этот период индекс ACRA FSI достиг своего максимального значения 10 п. Он также был и самым продолжительным: после начала финансового кризиса в сентябре 2008 года значения индекса ACRA FSI превышали

[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.

критическую отметку 2.5 п. на протяжении более 9 месяцев. Следующий кризис, согласно динамике ACRA FSI, начался в декабре 2014 года и продолжался 4 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.

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 2.5 п.), а в 2014-м — лишь 15. 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 рисковых 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 Рисунка 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.

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.

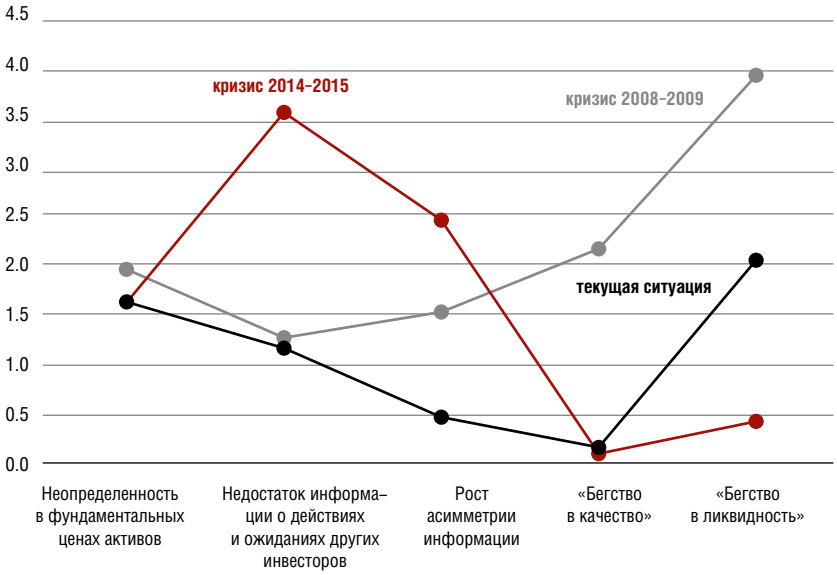
Таблица 1
Сравнение глубины и длины кризисов 2008–2009 и 2014–2015 годов с текущей ситуацией с использованием индекса ACRA FSI

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 2.5 п.
** Устойчивое возвращение индекса к значениям ниже 2.5 п.
*** По данным на 20.04.2020.

Источник: АКРА

Рисунок 3
Проявления финансового стресса в среднем за первые 42 дня после пересечения индексом ACRA FSI критического уровня 2.5 п.*



* На графике построены значения пяти проявлений кризиса (подиндексов) ACRA FSI. Факторы, входящие в каждый из подиндексов, в некоторых случаях пересекаются. Критическое значение 2.5 п. неприменимо к анализу значений подиндексов.

Источник: АКРА