

13 декабря 2016

Финансовая система вернулась к режиму стабильности в феврале 2016 года3

Цены на нефть и последствия экономического кризиса — потенциальные источники нового стресса4

Переход в режим структурного профицита ликвидности не создаст рисков, если ставки Банка России останутся достаточно высокими5

Приложение 1. События, предположительно способные повлиять на уровень финансового стресса в 2016 году6

Дмитрий Куликов

Старший аналитик, группа исследований и прогнозирования

+7 (495) 139-0492

dmitry.kulikov@acra-ratings.ru

Наталья Порохова

Директор, руководитель группы исследований и прогнозирования

+7 (495) 139-0490

natalia.porokhova@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

Мария Мухина

Операционный директор

+7 (495) 139-0480

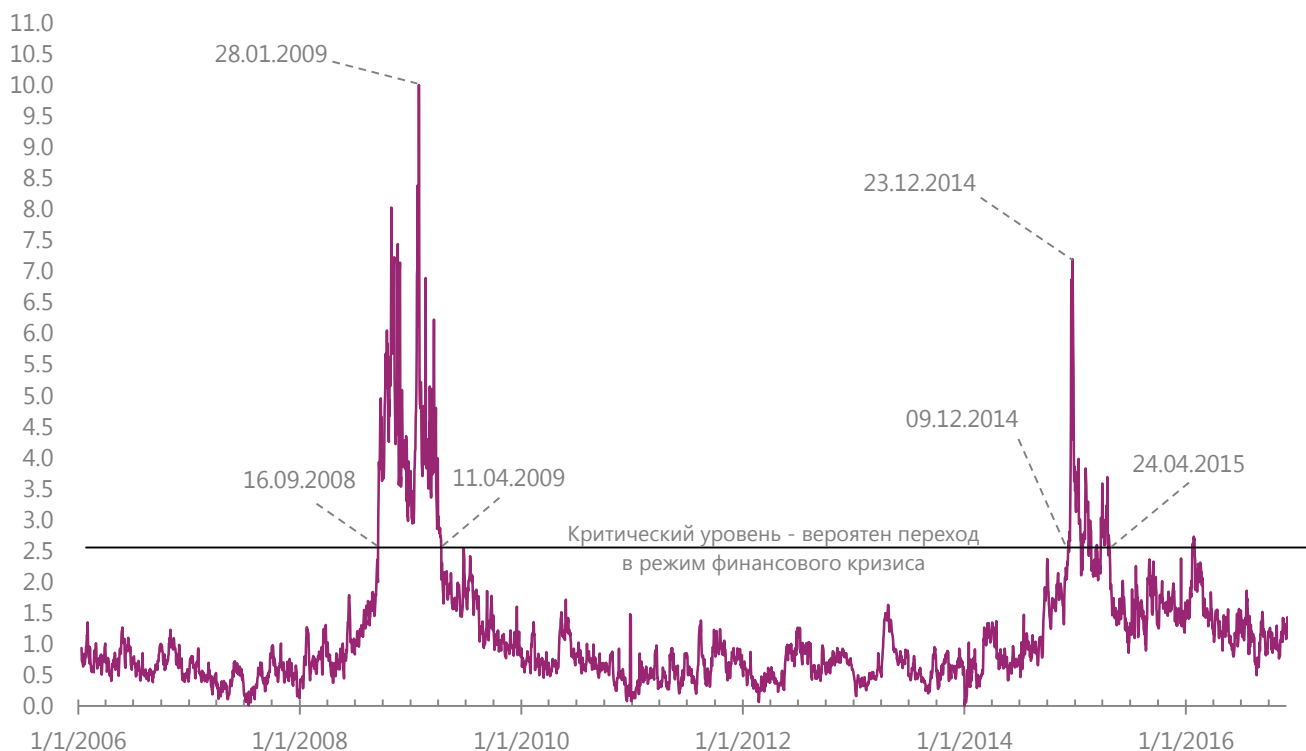
maria.mukhina@acra-ratings.ru

Стресс в финансовой системе России все еще превышает докризисный уровень

Анализ текущего состояния финансовой системы РФ

- **С февраля 2016 года финансовая система России существует в режиме стабильности.** По прошествии двух лет после кризиса ликвидности на межбанковском рынке России и шоковой девальвации рубля инфляционные ожидания и восприятие кредитного риска большинством заемщиков существенно снизились.
- **Уровень стресса в финансовой системе пока превышает показатели 2011–2013 гг.** Источниками повышенного стресса являются волатильность нефтяного рынка и внутренняя рецессия. Наблюдаемая волатильность нефтяных цен и ожидания их дальнейших колебаний могут дать новый толчок росту неопределенности относительно динамики валютного курса, инфляции, процентных ставок и экономического роста. Внутренние структурные последствия экономического спада пока не преодолены, но уже гораздо более предсказуемы, поэтому создают меньший риск.
- **Изменения во взаимодействии банковской системы и Банка России не отразятся на уровне системного риска.** Переход к режиму профицита ликвидности и установление положительных реальных процентных ставок по краткосрочным кредитным и депозитным операциям не создадут дополнительного напряжения в финансовой системе, так как будут происходить постепенно.
- **Самым стрессовым событием 2016 года для России скорее всего останется падение нефтяных цен ниже USD 28/ барр.,** произошедшее в январе. Оно не сопровождалось нестабильностью на денежном рынке, несмотря на высокую волатильность обменного курса и фондового рынка.

Рисунок 1. Индекс финансового стресса АКРА



Источник: расчеты АКРА

Основные проявления финансового стресса:

1. Неопределенность относительно фундаментальных цен финансовых активов или биржевых товаров: коррелирует с волатильностью цен финансовых инструментов, заставляет участников рынков быстрее и активнее реагировать на любую новую информацию (даже нерелевантную).
2. Недостаток информации о мотивах и текущем состоянии других участников рынков: может приводить к неверной интерпретации динамики цен и эпизодам резкой коррекции ожиданий.
3. Асимметрия информации о качестве активов (продавец знает больше) или заемщиков (заемщик более осведомлен). Возникает в результате роста разброса качества и приводит к усугублению проблем неблагоприятного отбора и морального риска, что, в свою очередь, ведет к снижению доверия и кредитной активности.
4. «Бегство в качество»: рост вероятности потерь заставляет инвесторов предпочитать менее доходные, но при этом и менее высокорисковые способы вложения средств, что приводит к зачастую быстрому изменению их относительных цен.
5. «Бегство в ликвидность»: сокращение возможностей в области кредитования создает дополнительные стимулы для предпочтения более ликвидных активов, необходимых для удовлетворения потребности в покрытии.

Подробнее см. [Методику расчета индекса финансового стресса для Российской Федерации](#). Значения индекса регулярно публикуются на сайте АКРА: www.acra-ratings.ru

Финансовая система вернулась к режиму стабильности в феврале 2016 года

После начала финансового кризиса в сентябре 2008 года финансовая система России находилась в нем на протяжении семи месяцев, после чего достаточно быстро перешла к режиму стабильности. Остро начавшийся декабрьский кризис, последовавший за шоками 2014 года, продолжался четыре месяца и затем перешел в состояние неопределенности, продолжавшееся еще восемь месяцев. На сегодняшний день уровень стресса по-прежнему превышает показатели 2011–2013 гг. Нормализация в основном завершилась к середине 2015 года, однако отдельные показатели восстанавливались вплоть до середины 2016 года.

Спреды между доходностями заемщиков различного типа, характеризующие восприятие относительного кредитного риска, вернулись к характерным значениям 2011–2013 гг. (к примеру, средняя разница между ставками краткосрочных заимствований банков и государства сейчас составляет менее 1,5 п. п., хотя полтора года назад она достигала 3–4 п. п.).

Временная структура кривой доходности приблизилась к нормальной: инверсия ставок пропала почти для всех сроков за исключением короткого конца, отражая ожидания по снижению Банком России ключевой ставки на горизонте до одного года. Инфляция, влияющая на уровень и разброс ожиданий относительно процентных ставок, вновь составляет в среднем менее 0,6% мес./мес. и продолжает снижаться. Вслед за ней упали и формируются относительно стабильные инфляционные ожидания.

Волатильности фондового рынка и курса рубля также вернулись к типичным значениям 2011–2013 гг., сократившись относительно среднегодового показателя 2015 года в 1,5 и 2 раза соответственно.

Рисунок 2. Соотношение текущего, нормального¹ и шокового уровня проявлений финансового стресса



Источник: расчеты АКРА

¹ Для наглядности каждому субиндексу в период отсутствия финансового кризиса в 2011–2013 гг. присвоено нулевое значение.

Цены на нефть и последствия экономического кризиса — потенциальные источники нового стресса

Повышенная волатильность нефтяных цен (см. Рисунок 3) связана как с шоком предложения 2013–2014 гг., так и с неопределенностью относительно темпов роста мировой экономики и спроса на энергоресурсы в целом (ожидания по росту многих развивающихся стран пересматриваются с понижением). Кроме того, переговоры стран — нефтеэкспортеров по вопросам координированного ограничения объемов добычи происходят в публичном и непубличном полях, а реализация договоренностей зависит как от экономических, так и от менее предсказуемых политических факторов. Наличие устойчивого спреда между ценами на рынке спотовых контрактов и форвардными ценами отражает повышенную вероятность изменения цен в обозримом будущем. При этом эпизоды неожиданного изменения нефтяных цен по структурным причинам приводят к самым значимым колебаниям уровня финансового стресса в РФ (см. Приложение 1), поскольку инициируют одновременную переоценку фундаментальных цен многих финансовых и нефинансовых активов. Несмотря на данный риск, в базовом сценарии АКРА неопределенность, вызванная волатильностью нефтяных цен, будет постепенно снижаться в течение ближайшего года, что окажет позитивное влияние на финансовую систему РФ.

30 ноября 2016 года в Вене была достигнута договоренность о снижении объемов добычи нефти (Россия – на 0,3 млн барр. в день).

Рисунок 3. Два потенциальных источника нового стресса



Индекс неопределенности нефтяных цен включает в себя волатильность спотовых цен и спред между спотовой и форвардной ценой.

Источник: расчеты АКРА

Адаптация экономики к новой структуре торгового баланса произошла в основном в форме снижения реальных доходов населения, тогда как внутренняя рецессия и рост импортных цен осложнили осуществление инвестиций. Результатом стал существенный рост банковской просрочки: первый фактор повлиял на розничные кредиты, второй — на кредиты в отраслях инвестиционного спроса. Кредитное качество значительной части заемщиков остается пониженным и по отдельным группам заемщиков ухудшается. По оценкам АКРА, такая ситуация повышает вероятность перехода системы в режим финансового кризиса в случае экзогенного шока, но на данный момент не может стать его самостоятельной причиной.

Переход в режим структурного профицита ликвидности не создаст рисков, если ставки Банка России останутся достаточно высокими

Структурный профицит ликвидности — устойчивая потребность банковского сектора в размещении свободных средств с помощью операций с Банком России.

Минфин России играет все более значимую роль как один из источников формирования ликвидности для банковской системы. Это происходит в результате выбора Резервного фонда в качестве основного источника финансирования дефицита федерального бюджета (в противовес рыночным заимствованиям). Банк России соответствующим образом подстраивает свою денежно-кредитную политику, чтобы не допустить появления избыточной ликвидности, которая может ускорить инфляцию и оказать нежелательное воздействие на фондовый и валютный рынки — подстегнуть рост фондовых индексов и привести к ослаблению рубля.

В отсутствие адекватного ответа ЦБ длительное наличие профицита ликвидности способно исказить инвестиционные стимулы в финансовой системе и приводить к избыточному принятию риска инвесторами и кредиторами. Его реализация может приводить к системным кризисам, подобным ипотечному кризису в США. Основная миссия регулятора при угрозе возникновения избыточной ликвидности — создать достаточно сильные стимулы банкам для вложений в свои безрисковые инструменты. В частности, именно по этой причине Банк России подчеркивает сейчас необходимость сохранения положительных реальных краткосрочных ставок по своим операциям в ближайшие годы. Если это намерение будет реализовано, структурный профицит ликвидности не обернется угрозой нового кризиса для российской финансовой системы.

Основными инструментами реализации денежно-кредитной политики Банка России в текущих условиях являются еженедельные депозитные аукционы и планируемые на 2017 год размещения собственных облигаций. Теоретически на объемы ликвидности можно влиять, управляя нормой резервирования или объемом наличности и проводя валютные интервенции. Широкий выбор вариантов управления ликвидностью и фактическая неограниченность в степени их использования делает очень маловероятной потерю контроля над краткосрочными ставками и избыточной ликвидностью. Задачу Банка России также облегчит предсказуемость и инерционность госрасходов в случае пунктуального исполнения принятого федерального бюджета.

Приложение 1

События, предположительно способные повлиять на уровень финансового стресса в 2016 году

Сравнение наблюдаемой динамики индекса финансового стресса АКРА и характеристик его типичной волатильности позволяет сделать вывод о том, возможно ли интерпретировать его прирост за период как отражение реальной динамики уровня финансового стресса или просто как «шум». Сравнительно большие абсолютные приросты по меркам динамики вне кризисных состояний наблюдаются редко, поэтому если они происходят после потенциально влиятельных событий, эти приросты могут косвенно указывать на наличие причинно-следственной связи с предшествующими событиями. В Таблице 1 приведены примеры подобных «значимых» приростов и интерпретации динамики индекса после событий 2016 года, предположительно способных повлиять на уровень финансового стресса в России².

Прирост Индекса после события не обязательно означает, что именно данное событие (или только оно) повлияло на изменение состояния финансовой системы.

Самым стрессовым событием 2016 года для России скорее всего останется падение нефтяных цен ниже USD 28/барр., произошедшее в январе. Несмотря на высокую волатильность обменного курса и фондового рынка, падение нефтяных цен не сопровождалось нестабильностью на денежном рынке. После этого события индекс финансового стресса некоторое время колебался в районе планки, значения выше которой обычно наблюдаются при переходе в режим финансового кризиса.

Таблица 1. Пример расчета «значимости» приростов индекса финансового стресса³

Дата	Событие	Частота изменения индекса за указанный период на величину большую, чем после события		
		1 день	1 неделя	2 недели
20.01.2016	Падение цены на нефть ниже USD 28/барр.	16%	1%	45%
28.01.2016	Решение о сохранении уровня ставки ФРС	71%	2%	13%
23.06.2016	Объявление результатов референдума по Brexit	1%	11%	48%
27.07.2016	Публикация неожиданно высоких цифр по запасам нефти в США	9%	33%	72%
08.11.2016	Объявление результатов президентских выборов в США	67%	11%	29%
30.11.2016	Встреча ОПЕК, посвященная координированному снижению добычи нефти	10%	59%	—

Источник: расчеты АКРА

² Подробнее об интерпретации динамики индекса финансового стресса см. Методику построения индекса финансового стресса АКРА.

³ Цветом выделены «значимые» приросты, встречающиеся реже чем в 25% случаев в периоды отсутствия кризиса.

(С) 2016

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 представленной 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 рассматриваться 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 предпринимая 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.