

Риск глобального финансового кризиса возрос

На сегодняшний день сформировалась очень неприятная конфигурация, которая исторически часто предшествует кризису: одновременно растут инфляционные риски, стоимость долгосрочного финансирования и нагрузка на государственные и корпоративные долги.

Накладывается сразу несколько факторов:

- инфляционный шок
- рост длинных ставок
- удорожание обслуживания долга
- давление на акции и недвижимость
- проблемы у компаний с высоким долгом
- ухудшение кредитования
- замедление экономики

И одновременно с этим:

- геополитика
- энергоносители
- инфляция
- ЦБ не могут быстро снижать ставки
- рынки теряют привычную «подушку» дешёвых денег

Главный риск – государственный долг и инфляция. Это очень важный сдвиг. Потому что рост стоимости госдолга и рост длинных ставок гособлигаций оказывают давление на стоимость всех активов, что потенциально может перейти в кредитный кризис.

Показатели на воскресенье, 23 августа

Индикатор	Сейчас	Что это означает
 US 10Y	4,74%	очень высокая стоимость длинных денег
 US 30Y	5,28%	рынок требует большой премии за долгий срок
 Japan 10Y	около 3%	исторически очень высокая стоимость японского долга
 Germany 10Y	3,27%	европейские длинные ставки тоже растут
 10Y inflation breakeven	2,34%	инфляционные ожидания повышаются
 High Yield spread	2,75 п.п.	пока кредитного кризиса нет
 S&P 500	-1,4% за неделю	коррекция, но не обвал
 Nasdaq	-2,1% за неделю	tech чувствительнее ставок
 KOSPI	сильный июльский обвал	первый серьёзный удар по AI/semiconductor trade
 Gold	~ USD 4 600/oz	очень сильный сигнал
 Brent	USD 94,39	конфликт на Ближнем Востоке разгоняет цены на энергоносители, глобальная инфляция
 JPY	снова слабая после интервенции	интервенция не устраняет фундаментальную проблему

Доходность длинных государственных облигаций США, Японии и Европы достигла многолетних максимумов одновременно.

И причины роста доходностей гособлигаций не в том, что инвесторы фиксируют прибыль и хотят вложиться в бизнес или другие активы, а в том, что на фоне роста инфляции, котировок нефти, усугубления геополитической ситуации и растущих заимствований государств инвесторы всё больше сомневаются в том, что страны способны стабилизировать свои долги.

Министерство финансов США приняло решение вмешаться в ситуацию и объявило об увеличении выкупа собственных длинных облигаций в два раза с 9 сентября. После этого заявления доходности немного снизились, но остались у исторических максимумов. Потому что выкуп облигаций сдерживает симптом, но не решает фундаментальную проблему – объём государственного долга и будущих заимствований США. Поэтому рынок требует всё большую премию за владение долгосрочным государственным долгом.

Ещё один важный сигнал – **японская йена**. Масштабная японско-американская интервенция помогла йене укрепиться примерно на 5%, но затем японская валюта снова начала слабеть.

Это показывает, что интервенции сами по себе не устраняют фундаментальные причины давления на курс. При этом рост доходности японских гособлигаций повышает привлекательность внутренних активов для японских инвесторов и в перспективе может способствовать перераспределению средств из зарубежных облигаций, включая Treasuries.

Высокий курс японской валюты позволял инвесторам выгодно обменивать йену на доллар и вкладываться в американский госдолг. Слабая йена переворачивает механизм – подорожавшие доллары меняются на йену и инвестируются в японский госдолг, где ставки уже на исторических максимумах. Япония является крупнейшим держателем Treasuries, и чем больше японские инвесторы продают американский госдолг, тем ниже стоимость и выше доходность гособлигаций США. Эту ситуацию необходимо держать на контроле, отслеживая курс пары USD/JPY, доходность гособлигаций Японии 10Y JGB и гособлигаций США US Treasury 10Y.

Продолжение войны на Ближнем Востоке и рост **стоимости нефти** создают большую проблему для Центробанков. Рост инфляции при падающей экономике загоняет ЦБ в stagflationную ловушку, потому что ставки нужно повышать, чтобы бороться с инфляцией, а для стимулирования экономики ставки нужно снижать. Критическая зона – нефть устойчиво выше USD 100-110.

И самый главный сигнал – **возвращение золота в восходящий тренд** – за неделю с 17 августа рост 5%, за месяц – 11,5%, с начала года – 36,3%.

Комбинация, когда золото дорожает, растут ставки по длинным гособлигациям США (Treasuries), а стоимость их падает, и одновременно падает индекс доллара (DXY), скорее говорит не просто о страхе перед рецессией, а о растущем недоверии инвесторов к государственному долгу, валютным рискам и способности центральных банков одновременно контролировать инфляцию и стоимость заимствований.

Проблема не ограничивается США и Японией. Сильную распродажу пережили недавно и европейские гособлигации. В результате, 10-летняя доходность гособлигаций Германии сейчас около 3,27%, примерно на 55 б.п. выше, чем год назад, доходность французских 10-летних бумаг доходила до 17-летнего максимума.

И Европейский центральный банк сам повысил прогноз инфляции еврозоны на 2026 год до 3,0%, причём отдельно указал на влияние более высоких цен на энергию.

- США – проблема долга (рост тела и стоимости обслуживания), рост цен на топливо и инфляция
- Европа – рост стоимости энергоресурсов, рост инфляции, рост стоимости госдолга
- Япония – рост стоимости энергоресурсов, рост инфляции, рост стоимости госдолга и слабая йена

При этом, **AI-пузырь** рынок уже начинает проверять на прочность. В июле серьёзные потрясения пережил Индекс фондового рынка Южной Кореи KOSPI и хедж-фонд ИИ-энтузиаста Ашенбрэннера в США. Инвесторы распродавали бумаги из-за сомнений в том, что техгиганты могут справиться с растущей стоимостью заёмного капитала и дорожающей энергией. Потому что AI-сектор очень энергоёмкий и капиталоемкий. При каждом росте стоимости денег и ресурсов вся экономика проектов сильно меняется. И здесь очень важно отслеживать не саму стоимость акций AI-сектора, а капитальные затраты компаний (capex), денежный поток (cash flow), заёмное финансирование (debt financing) и корпоративные кредитные спреды.

Ещё два показателя, на которые стоит обращать внимание:

- **US High Yield spread.** Это разница в доходности между рискованными корпоративными облигациями США с низким кредитным рейтингом («мусорными» бондами) и надежными гособлигациями (обычно гособлигациями США US Treasuries). Показатель говорит о том, какую премию требуют инвесторы за риск невозврата денег рискованными компаниями. Индекс растёт во время кризисов и паники, когда инвесторы бегут от риска. Падает в периоды роста и стабильности на рынках. Сейчас показатель составляет 2,75 п.п., что можно считать достаточно низким уровнем. Устойчивый рост выше 3,5-4 п.п. будет означать заметное ухудшение условий кредитования. Выход к 5 п.п. и выше – уже серьёзный сигнал усиления кредитного стресса.

- **Фондовый рынок США.** S&P 500 за прошедшую неделю снизился на 1,4%, Nasdaq упал на 2,1%. Однако с начала года оба Индекса выросли более чем на 12%. То есть, рынок облигаций пока нервничает сильнее, нежели рынок акций.

Таким образом, можно сказать, что условия для кризиса формируются, но система ещё не вошла в фазу кредитной дестабилизации.

Как далее может развиваться ситуация.

Сценарий 1. Нормализация

- Война на Ближнем Востоке постепенно затухает
- Brent возвращается к USD 75–85
- Инфляция стабилизируется
- Доходности Treasuries перестают расти
- AI проходит обычную коррекцию
- S&P продолжает расти

Финансового кризиса смогли избежать.

Сценарий 2. Стагфляция

- Стоимость нефти растёт – с USD 95 до USD 115
- Инфляция снова ускоряется
- ЦБ не могут быстро снижать ставки
- Стоимость длинных облигаций продолжает падать
- Акции корректируются
- Экономический рост замедляется
- Но кредитный рынок пока функционирует

Да, это не финансовый мировой кризис, но это негативный режим для экономик. И это может продолжаться довольно долго.

Сценарий 3. Кризис госдолга

- Рост доходности госдолга США – US 10Y до 5,0–5,2%, US 30Y до 5,7-6%
- Рост доходности госдолга Японии и Европы – Japan 10Y до 3,2-3,5%, Germany 10Y до 3,5-3,7%
- При этом нефть остаётся выше USD 100

При таком сценарии стоимость госдолга государств растёт, они увеличивают заимствования, рынок требует ещё большую доходность, стоимость госдолга растёт ещё больше. Это уже потенциально системная проблема. И тогда Центральным банкам придётся выбирать либо защищать валюту/инфляцию, либо спасти рынок облигаций. При такой дилемме любое решение будет иметь негативные последствия.

Сценарий 4. Настоящий мировой финансовый кризис

Сам по себе дорогой Treasuries рынок может выдержать. Настоящий кризис начинается, когда появляется цепочка неплатежей/распродажа.

Например, коррекция в акциях AI-сектора, маржин-коллы, продажа ликвидных активов (объёмы зависят от размера «плеча»), падение акций, проблемы у leveraged funds (фонды с кредитным плечом), продажа корпоративных облигаций, расширение spreads, банки ужесточают кредитование, компании не могут рефинансировать долг, дефолты, финансовая система начинает сокращать кредит. Именно кредитный рынок должен подтвердить кризисный сценарий, тогда это развитие событий ведёт уже к мировому финансовому кризису.

Мы будем отслеживать ситуацию по всем важным индикаторам. Вероятность наступления того или иного сценария, как и сроки его реализации, оценить сложно. Всё может изменить чьё-то одно решение и быстро.

Для Беларуси и России главный риск – не столько прямое попадание под мировой кредитный кризис, сколько передача внешнего шока через нефть, валютный курс, инфляцию, стоимость кредита и внешнюю торговлю.

Россия получает прямой удар через нефтегазовые доходы, экспорт и рубль. Это уже хорошо видно даже сейчас: в июле российский рынок акций снижался на фоне нефти и санкционных рисков, а в августе рубль снова слабел вслед за нефтью. Рост цен на нефть необязательно поддержит российский рубль, так как одновременно с этим растёт импорт нефтепродуктов и других товаров, оборудования и комплектующих для ремонтов повреждённых НПЗ, нарастают внутренние экономические и финансовые проблемы.

Беларусь получает удар в основном через Россию, потому что зависимость белорусской экономики от российской достигла критического уровня. При этом для Беларуси отдельно существует очень важный валютный канал: высокая роль иностранной валюты в сбережениях, расчётах и ценообразовании. Российский рубль составляет 60% в корзине валют, что означает сильное влияние пары USD/RUB на пару USD/BYN. На данный момент на белорусском валютном рынке предложение превышает спрос, Нацбанк сформировал рекордные ЗВР, экспорт растёт – это положительно влияет на белорусский рубль, однако ситуация нестабильная, учитывая, что расчётный курс превышает официальный более чем на 40%.

Поэтому стоит держать в уме, что предпосылки для кризиса есть, и провести стресс-тест для своего бизнеса и для личных финансов, чтобы обезопасить себя в случае развития негативного сценария.

Для бизнеса

Провести валютный стресс-тест компании. Рассчитать несколько сценариев. Что произойдёт с прибылью и денежным потоком компании, если курс изменится на $\pm 10\%$, $\pm 20\%$ и $\pm 30\%$?

Причём отдельно: если белорусский рубль ослабнет, и, если укрепитя.

Определить:

- при каком курсе бизнес начинает терять маржу
- при каком курсе возникает кассовый разрыв
- при каком курсе становится выгоднее менять цены
- при каком курсе нужно менять условия контрактов

Для экспортёра и импортёра эффект противоположный.

Например, **для импортёра** рост курса USD/BYN с 3,0 до 3,6 увеличивает стоимость закупки в USD 1 млн с BYN 3 млн до BYN 3,6 млн.

И, если компания не может быстро повысить цену конечного продукта, её маржа просто исчезает. Поэтому импортёру особенно важно не иметь огромной валютной позиции без соответствующего покрытия.

Кроме того, внимательно смотреть на условия внешнеторговых контрактов – предоплата, отсрочка платежа, сроки поставки, возможность изменения цены, минимальный объём поставки, валюта расчёта.

Для экспортёра ослабление национальной валюты может даже улучшить прибыль в белорусских рублях.

Но есть нюанс. Если выручка в USD/EUR/CNY, а затраты – RUB/BYN, то ослабление национальной валюты увеличивает маржу.

Однако если одновременно в кризис котировки на нефть падают, мировой спрос падает, цены на продукцию падают, то валютный эффект может не компенсировать падение экспортной выручки. Поэтому экспортёру нужно смотреть не только на курс, но и на цену своего товара.

Также при решении об объёме продаваемой валюты сопоставлять будущие валютные расходы, валютные обязательства и валютную выручку.

Отметим, что в случае кризиса удар по валютному рынку (курсу) будет достаточно быстро, а вот по товарным поставкам будет определённый лаг.

Ввести правило естественного валютного баланса. То есть, валюта обязательств должна по возможности соответствовать валюте будущей выручки.

Это называется естественным валютным хеджированием – и для бизнеса оно часто проще и безопаснее, чем пытаться постоянно угадывать курс.

Важен не размер прибыли, а ликвидность. Стоит рассчитать, сколько месяцев компания проживёт, если продажи упадут на 20%, курс изменится на 20%, кредит станет дороже, дебиторка будет платиться на 30 дней позже, поставщик потребует 50% предоплаты.

Если после этого компания не выдерживает хотя бы несколько месяцев – защиту нужно строить сейчас.

Долгосрочное кредитование. Сделать ревизию кредитных договоров, особенно длинных с плавающей ставкой. Потому что в негативном сценарии мы можем получить одновременно рост ставок/удорожание обслуживания кредита и падение спроса/падение выручки.

Иметь в виду негативный сценарий при принятии решений о кредитовании строительства, оборудования, оборотного капитала при низкой марже.

Не брать валютный кредит под рублёвую выручку без естественного валютного покрытия.

А также. Увеличить запас оборотной ликвидности. Заранее договориться с ключевыми поставщиками о цене/валюте/сроках оплаты. Проверить концентрацию продаж на российском рынке. Разделить поставщиков и рынки сбыта там, где это экономически возможно. Иметь достаточный запас сырья и комплектующих.

Личный капитал

Не хранить весь финансовый резерв в национальной валюте. Если кризис развивается по негативному сценарию, национальная валюта может ослабнуть одновременно с ростом цен. При этом реальная стоимость рублёвых сбережений падает.

Поэтому резерв разумно распределять между белорусским рублём и иностранными валютами, ориентируясь на валюту будущих расходов и обязательств, а не держать исключительно в национальной. Учитывать, что на сегодня девальвационный навес составляет более 40%.

Ликвидные активы и доступ к сбережениям. Ликвидный актив – это то, что можно очень быстро продать.

Если вы инвестируете в фондовый рынок, проверьте, чтобы в вашем портфеле были только такие активы, на которые всегда есть спрос. Добавьте золото в портфель как долгосрочную страховку.

Если вы инвестируете в российский фондовый рынок, помните, что он – отражение экономики. Поэтому самыми уязвимыми активами будут акции компаний нефтегаза, банков, экспортёров, компаний с высокой долговой нагрузкой, компаний, которые сильно зависят от внутреннего спроса. Избегать покупок ВДО (высокодоходные корпоративные облигации), несмотря на предлагаемую доходность выше рынка, так как уже фиксируется много дефолтов и их число будет расти.

Недвижимость – неликвидный актив. Особенно в кризис. Потому что, когда доходы населения падают, объёмы кредитования падают, число покупателей снижается, стоимость недвижимости падает. И если вам нужно будет быстро получить деньги, а они все вложены в недвижимость, продать свой актив вы сможете только кардинально снизив стоимость.

Размещая сбережения на депозитах, распределяйте суммы, чтобы часть была во вкладах на короткий срок, если вам понадобятся средства. Не ориентируйтесь только на максимальную ставку: учитывайте срок, возможность досрочного снятия и валюту вклада.

Сформируйте подушку из наличных из расчёта 3-6 или 6-12 месяцев затрат по своим возможностям.

Не наращивать/снизить долговую нагрузку. Особенно опасны кредиты с плавающей ставкой, кредиты в валюте при доходах в рублях.

Проверить крупные покупки, привязанные к доллару или евро. Если цена квартиры, автомобиля, оборудования или другого крупного актива фактически формируется через доллар, то можно столкнуться с ситуацией, когда доллар вырастет, стоимость покупки в рублях вырастет, кредит в случае привязки к ставке рефинансирования (СР) и повышения СР вырастет. Если такой кредит уже взят, хеджировать риски через сбережения в валюте и размещении сбережений в рублях на депозит.

Мы будем продолжать отслеживать ситуацию и информировать по мере изменения данных и сценариев. И, если вам потребуется дополнительная консультация, всегда готовы помочь.

С уважением, Ирина Юзвак

Директор/учредитель Исследовательской компании InComeIn

Данный материал предоставляется исключительно в информационных целях и не является инвестиционной рекомендацией или предложением о покупке или продаже финансовых инструментов.