


ОБЗОР ГЛОБАЛЬНЫХ РИСКОВ

ФЕВРАЛЬ 2012


Февраль прошел на позитивной ноте и ознаменовался принятием важнейших решений по Греции: согласование правительством страны мер бюджетной экономии и одобрение Еврогруппой второго пакета финансовой помощи. В настоящий момент перед Грецией стоит задача успешного завершения процедуры списания суверенного долга частными кредиторами в размере 53,5%. В случае провала этой операции Греция не сможет избежать дефолта, и ей придется выйти из состава еврозоны, отказавшись от евро. Такое развитие событий может спровоцировать новый кризис в еврозоне.

Кредитные риски




По итогам заседания Еврогруппы был одобрен второй пакет финансовой помощи Греции и достигнута договоренность о частичном списании частными кредиторами задолженности по греческим облигациям. Эти меры **позитивно повлияли на уровень кредитных рисков в еврозоне**, что отразилось в снижении доходностей гособлигаций проблемных стран. Хотя Международная ассоциация по свопам и деривативам (ISDA) пока не рассматривает реструктуризацию долга Греции как «кредитное событие», сохраняются риски ухудшения ситуации, если существенная часть инвесторов откажется от обмена облигаций.

Рыночные риски




Мировые фондовые индексы по-прежнему демонстрируют повышательную динамику, свидетельствуя о **постепенном восстановлении фондовых рынков**, несмотря на продолжающееся замедление роста многих крупных экономик. Индекс волатильности VIX вернулся к значениям, наблюдавшимся накануне резкого роста нестабильности на мировых рынках в середине прошлого года. При этом повысились риски на сырьевых рынках из-за прекращения Ираном поставок нефти в некоторые страны, что приводит к росту цен на данный актив.

Риски ликвидности



Благодаря мерам ЕЦБ по предоставлению долгосрочного рефинансирования банкам **европейский рынок МБК остается «на плаву»**. Такая политика ЕЦБ, однако, несет в себе риски усугубления долгового кризиса, поскольку временное улучшение ситуации может стать благоприятной почвой для затягивания решения долговых проблем. Интервенции ЕЦБ снижают стимулы банков к выстраиванию собственной эффективной политики управления ликвидностью, а также могут способствовать накоплению суверенных долгов на банковских балансах.

Риски поточков капитала



В феврале **продолжился приток капитала в азиатские страны с формирующимися рынками** на фоне восстановления аппетита инвесторов к риску и позитивной динамики фондовых индексов региона. Обильный приток инвестиций, однако, означает и рост уязвимости развивающихся рынков к внешним рискам, хотя некоторые страны стремятся ограничить их воздействие путем накопления международных резервов и сокращения объемов краткосрочного внешнего долга.

Кредитные риски

Риски контролируемого дефолта Греции

На заседании Еврогруппы 21.02.12 был одобрен второй пакет финансовой помощи Греции в размере 130 млрд. евро и достигнута договоренность относительно реструктуризации госдолга, в том числе по списанию частными кредиторами 53,5% задолженности по греческим облигациям, или 106,6 млрд. евро (табл.1). Несмотря на то, что эти меры призваны сократить уровень госдолга страны до 120,5% ВВП к 2020 году с нынешних свыше 160% ВВП (рис.1), фактически они означают проведение контролируемого дефолта Греции. Подтверждением тому служит реакция рейтинговых агентств: S&P понизило рейтинг Греции до «SD», а Fitch – до «С» и после завершения обмена облигаций намерено понизить его до «RD». В связи с этим ЕЦБ временно отказался принимать в залог гособлигации Греции. Ситуация в стране напряжена до предела, в том числе из-за необходимости реализации согласованного ранее в феврале пакета мер бюджетной экономии (сокращение затрат на 3 млрд. евро в год, или 1,5% ВВП, минимальной зарплаты – на 22%, пенсий – на 7-15%, ликвидация к 2015 году 150 тыс. рабочих мест в госсекторе). Кроме того, «тройка» (МВФ, Еврокомиссия, ЕЦБ) ожидает, что греческим банкам необходимо будет привлечь больше дополнительного капитала для доведения основного базового капитала до 9% (50 млрд. евро против предполагавшихся 30 млрд. евро). В этих условиях страны еврозоны остаются высоко уязвимыми перед рисками Греции.

Ситуация на долговых рынках еврозоны

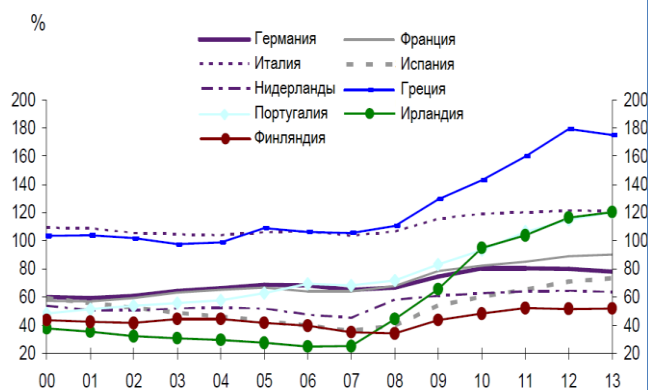
На долговых рынках еврозоны после запуска программы ЕЦБ по предоставлению банкам дешевых долгосрочных кредитов в декабре 2011 года наблюдается некоторая стабилизация. Несмотря на то, что 14 февраля Moody's понизило рейтинги Испании, Италии, Португалии, Мальты, Словакии, Словении и первым из рейтинговых агентств ухудшило прогноз кредитоспособности Великобритании, изменив его на «негативный», наметилась тенденция к снижению стоимости заимствований в проблемных странах (рис.2). Это позволило ЕЦБ приостановить выкуп госбумаг в рамках программы покупки активов на вторичном рынке. Нейтральная реакция долговых рынков на снижение рейтингов указывает на то, что инвесторы ожидали такого развития событий. Тем не менее, можно ожидать дальнейшего ухудшения ситуации с учетом того, что S&P в конце февраля пересмотрело прогноз по рейтингу EFSF на «негативный».

Таблица 1. Решения Еврогруппы относительно реструктуризации госдолга Греции

100%	Вся сумма гособлигаций Греции
53,5%	Списания со стороны частных кредиторов при обмене «старых» греческих гособлигаций на новые. Ставка купона по новым греческим бондам: <ul style="list-style-type: none"> • до 2014 г. - 2% годовых • в 2015-2020 гг. - 3% годовых • с 2020 г. - 4,3% годовых Реальные потери кредиторов с учетом процентных выплат - более 70%.
31,5%	Обмен части греческих облигаций на новые греческие облигации (20 новых выпусков сроком от 11 до 30 лет).
15%	Обмен части греческих облигаций на двухлетние облигации EFSF.

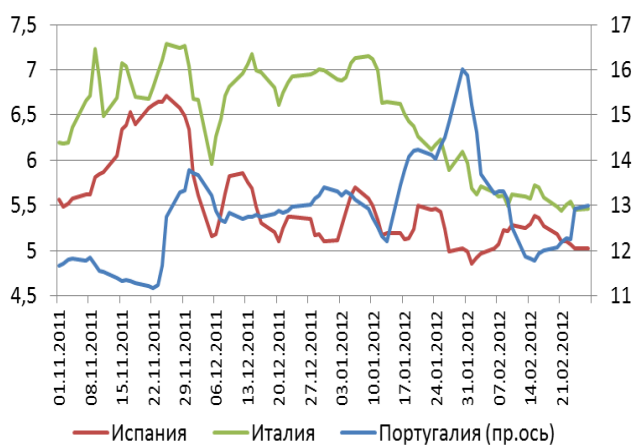
Источник: Еврокомиссия, BNP Paribas

Рисунок 1. Динамика госдолга стран еврозоны (% ВВП)



Источник: Natixis, прогнозы правительств

Рисунок 2. Динамика доходностей десятилетних гособлигаций проблемных стран еврозоны



Источник: Reuters

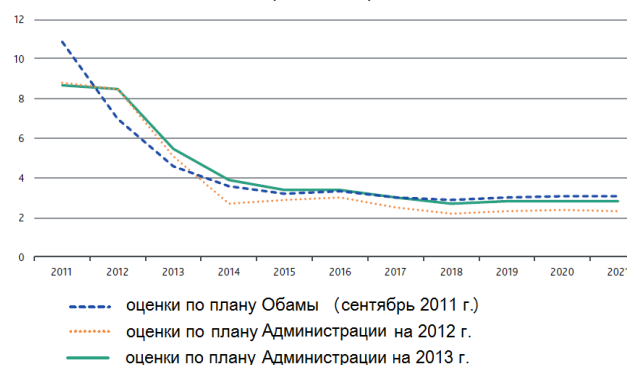
Риски бюджетной консолидации в США

В США нарастают бюджетные проблемы из-за отсутствия согласованного плана бюджетной консолидации на ближайшие годы. В феврале президент США Б. Обама выдвинул предложения относительно целевых значений дефицита бюджета страны. Новые предложения в целом совпадают с его планами, обнародованными в сентябре 2011 года. По его мнению, к 2021 году дефицит бюджета должен быть снижен до 2,8% ВВП (рис.3). Сокращение дефицита предлагается обеспечить за счет увеличения налоговой нагрузки на состоятельных американцев (установление минимальной налоговой ставки на уровне 30% для семей с доходом свыше 1 млн. долларов в год). При этом акцент делается на повышении конкурентоспособности экономики, а не урезании социальных программ. Эти предложения, скорее всего, не будут оформлены законодательно до ноябрьских выборов 2012 года, учитывая партийные разногласия и провалившееся заседание Комиссии при Конгрессе США относительно плана поэтапного сокращения дефицита бюджета в ноябре прошлого года. Одновременно с этим, согласно плану Администрации на 2013 год, ухудшились прогнозы по госдолгу США (рис.4), который находится вблизи отметки в 15 трлн. долларов. Стабилизация госдолга на высоком уровне (75% ВВП) на протяжении длительного периода, с одной стороны, и необходимость неизбежного ужесточения фискальной политики, с другой, могут негативно отразиться на долгосрочных перспективах роста экономики страны.

Риски введения бюджетных санкций в ЕС

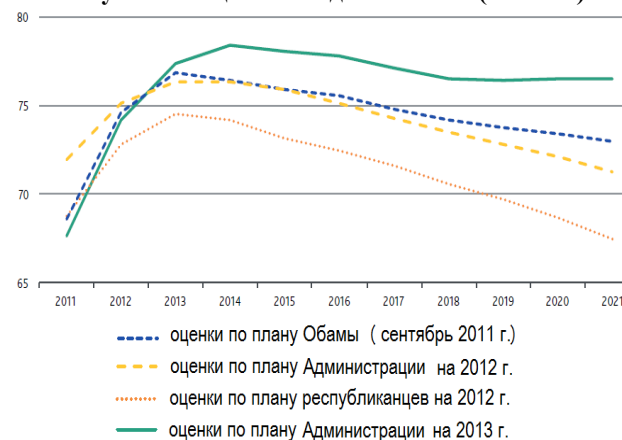
Венгрия может стать первой страной Евросоюза, в отношении которой могут последовать финансовые санкции за нарушение бюджетной дисциплины. Еврокомиссия приняла предварительное решение отказаться от запланированного перечисления стране с 1 января 2013 года 495 млн. евро с учетом того, что Венгрия не выполняет требования программы, которая предполагала нормализацию дефицита бюджета в 2011 году. В 2011 году официальная статистика Венгрии показала профицит бюджета в размере 3,5% ВВП. Однако Венгрия получила эту цифру только благодаря мерам однократного действия, включая перевод частных пенсионных фондов на сумму около 9,75% ВВП в госсектор. Без этих мер дефицит прошлого года был бы на уровне 6% ВВП (рис.5). Ситуация с Венгрией усиливает риски введения аналогичных санкций в отношении других стран ЕС.

Рисунок 3. Оценки дефицита бюджета США (% ВВП)



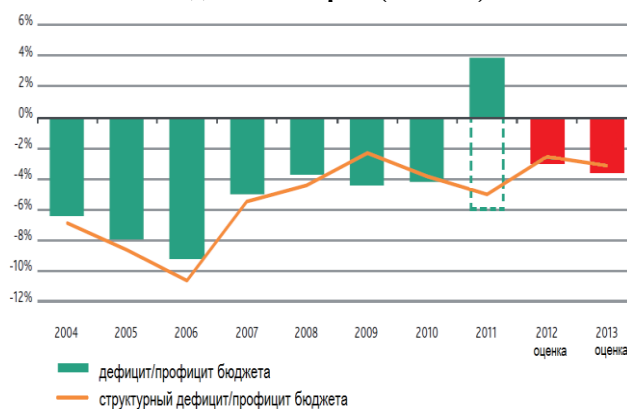
Источник: Moody's

Рисунок 4. Оценки госдолга США (% ВВП)



Источник: Moody's

Рисунок 5. Динамика дефицита/профицита бюджета Венгрии (% ВВП)



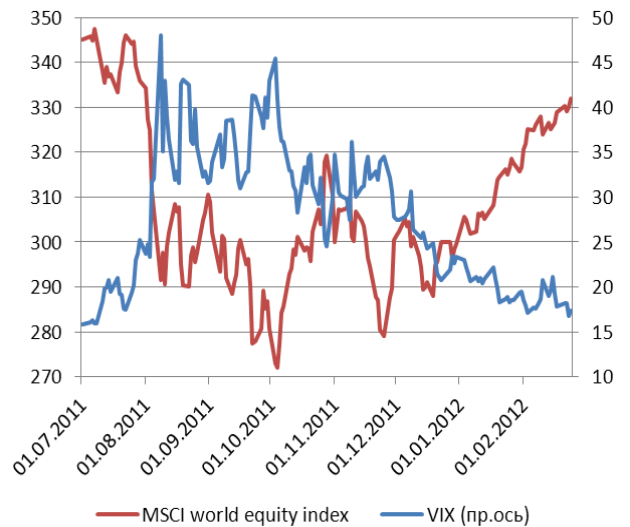
Источник: Moody's

Рыночные риски

Улучшение ситуации на фондовых рынках

Стоимость акций, корпоративных облигаций и сырьевых товаров на ведущих биржах с начала года демонстрирует положительную динамику, а доходность суверенных облигаций снижается (последняя тенденция более характерна для развивающихся стран, чем для развитых). При этом индекс волатильности VIX вернулся к значениям, наблюдавшимся в июле накануне резкого роста нестабильности на мировых рынках (рис.6). В таких условиях Франция, Бельгия и Испания сняли введенный в августе 2011 года запрет на короткие продажи. Несмотря на рост геополитических рисков, связанных с ситуацией на Ближнем Востоке, склонность инвесторов к риску повышается на фоне действий монетарных властей по предотвращению кризиса, смягчению денежно-кредитной политики и вливанию денежных средств в экономику.

Рисунок 6. Динамика мирового индекса стоимости акций MSCI и индекса волатильности VIX

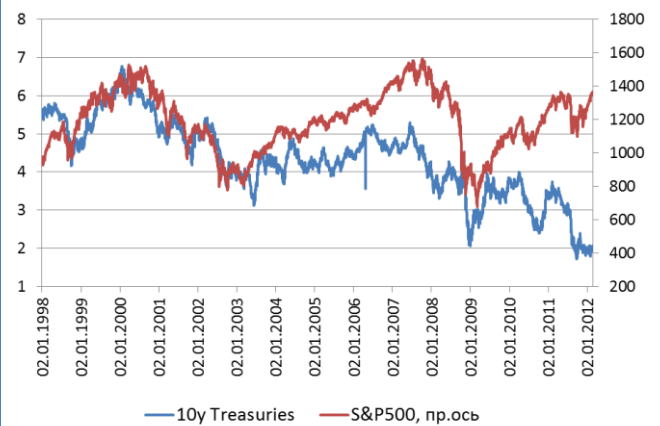


Источник: Bloomberg

Снижение корреляции динамики американских акций и гособлигаций

Намерение ФРС США сохранять целевую ставку на низком уровне до конца 2014 года оказывает влияние на корреляцию между котировками американских акций и доходностью казначейских облигаций. Исторические данные показывают, что рост на фондовом рынке США обычно сопровождается ростом доходности казначейских гособлигаций (рис.7). Однако с конца сентября 2011 года доходность гособлигаций выросла лишь на 25 б.п., а индекс S&P за то же время – более чем на 20%. Наблюдаемое снижение корреляции между динамикой акций и облигаций отражает тот факт, что инвесторы, несмотря на улучшение конъюнктуры фондовых рынков, продолжают вкладываться в надежные казначейские облигации.

Рисунок 7. Динамика индекса S&P (б.п.) и доходности десятилетних гособлигаций США (%)

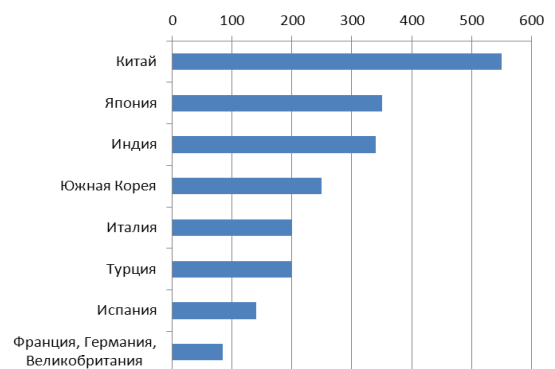


Источник: Bloomberg

Рост цен на нефть повышает риски крупных стран

Тенденция к оживлению производственного сектора мировой экономики и рост напряженности в Сирии и Иране приводят к повышению как уровня цены на нефть (в феврале он вырос на 10%), так и ее волатильности, что может оказать негативное влияние на ведущие экономики. Перебои поставок нефти из Ирана негативно отразятся на крупнейших импортерах (рис.8), а также косвенно, через рост цен, на прочих странах. Прекращение поставок нефти может также стать фактором углубления кризиса в проблемных странах еврозоны, в частности это касается Греции, в структуре импорта нефти которой на Иран приходится порядка 30%.

Рисунок 8. Крупнейшие импортеры иранской нефти (тыс. барр. в день)



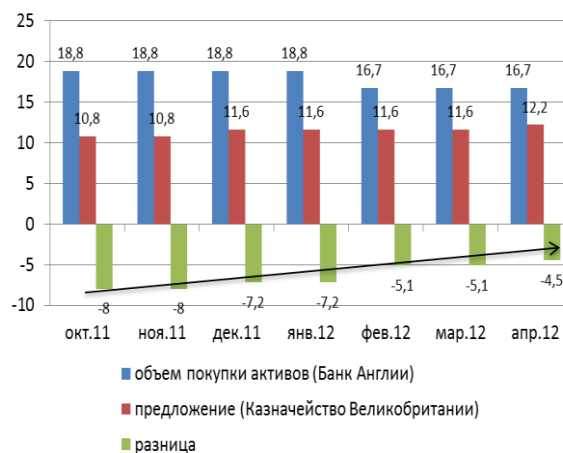
Источник: Bloomberg

Риски ликвидности

Продолжение стимулирующего курса ДКП

На фоне долгового кризиса еврозоны страны вынуждены продолжать смягчение ДКП. В целях стимулирования экономического роста и снижения стоимости заимствований Банк Англии и Банк Японии продолжают выкуп активов (госбумаг), расширив общий объем программ на 50 млрд. ф.ст. (79 млрд. долл.) и на 10 трлн. йен (128 млрд. долл.) соответственно. При этом объем выкупа госбумаг Банком Англии сокращается по мере роста объема их эмиссии Казначейством Великобритании, что снижает эффект выкупа на рынок гособлигаций (рис.9). По заявлениям ФРС, несмотря на позитивные статданные по США, процентные ставки, скорее всего, будут сохранены на низком уровне до конца 2014 года. Не исключается возможность третьего раунда покупки облигаций в случае замедления экономики и сохранения инфляции ниже целевого уровня в 2%. Развивающиеся страны также реализуют меры для поддержания экономического роста в условиях глобальной нестабильности: в Индонезии снижена базовая ставка до 5,75%, в Китае снижен норматив резервирования на 0,5 п.п.

Рисунок 9. Влияние второй программы Банка Англии по выкупу активов на рынок гособлигаций (млрд. ф.ст.)

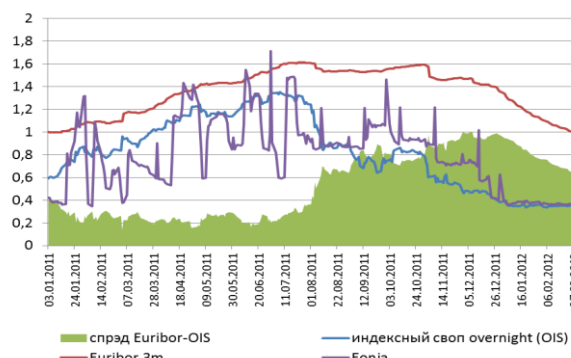


Источник: Банк Англии, Danske Markets

Риски политики ЕЦБ, направленной на стимулирование европейского рынка МБК

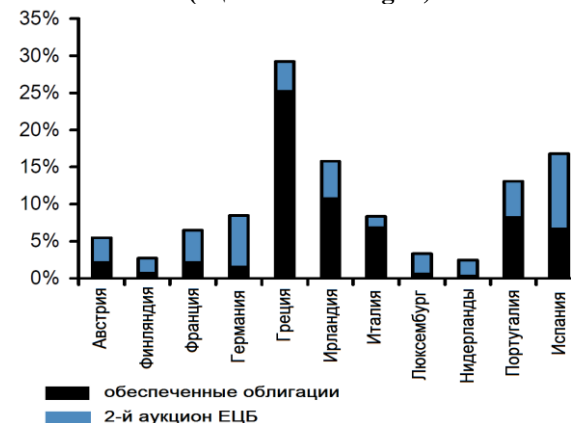
Несмотря на наличие избытка ликвидности на европейском рынке МБК и продолжающееся снижение процентных ставок (рис.10), 29 февраля ЕЦБ провел 2 аукцион по предоставлению трехлетних кредитов под 1% на общую сумму 529,5 млрд. евро. В аукционе приняли участие 800 финансовых институтов. В целом, предоставление долгосрочного рефинансирования направлено на стимулирование кредитования и повышение спроса на необеспеченные обязательства банков, однако само по себе неспособно решить долговые проблемы европейских стран. Существует риск того, что временное улучшение ситуации на финансовых рынках станет благоприятной почвой для затягивания решения долговых проблем. При этом происходящий краткосрочный рост стоимости гособлигаций может привести к дополнительным покупкам суверенных долгов, которые будут находиться на банковских балансах в еще большем объеме, чем ранее. И в случае эскалации кризиса подверженность банков суверенным рискам может существенно возрасти. Кроме того, участие в аукционе ЕЦБ по предоставлению долгосрочного рефинансирования привело к росту доли обремененных активов на балансах банков, особенно в Испании, Португалии и Германии (рис.11).

Рисунок 10. Динамика ставок на европейском рынке МБК (в %)



Источник: Bloomberg

Рисунок 11. Доля обремененных активов в общих активах банковской системы (оценка J.P.Morgan)



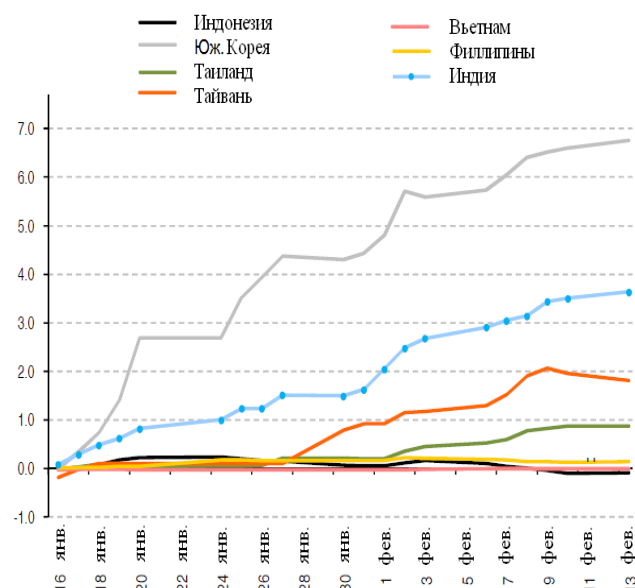
Источник: J.P.Morgan

Риски потоков капитала

Риски роста вложений в страны Азии

Позитивная динамика показателей промышленного сектора крупных мировых экономик, снижение инфляционных рисков и стимулирующие меры центральных банков приводят к увеличению склонности инвесторов к риску. Наибольший приток капитала наблюдается в странах Азии, в частности в Южной Корее и Индии (рис.12). Смещение предпочтений в сторону более рискованных активов отражается в существенном росте вложений в фонды развивающихся рынков, инвестирующих как в акции, так и в облигации. Индекс акций стран азиатского региона MSCI Asia Pacific ex-Japan index вырос на 14% с начала года (по сравнению с падением на 18% в 2011 году), опережая рост глобального индекса акций MSCI world index на 4 п.п. Однако многие развивающиеся экономики остаются в значительной степени подверженными внешним глобальным шокам, при этом, как показывает опыт прошлых кризисов, глубина падения фондовых рынков стран Азии может превышать падение на рынках развитых стран.

Рисунок 12. Кумулятивный приток капитала в страны Азии (млрд. долларов)

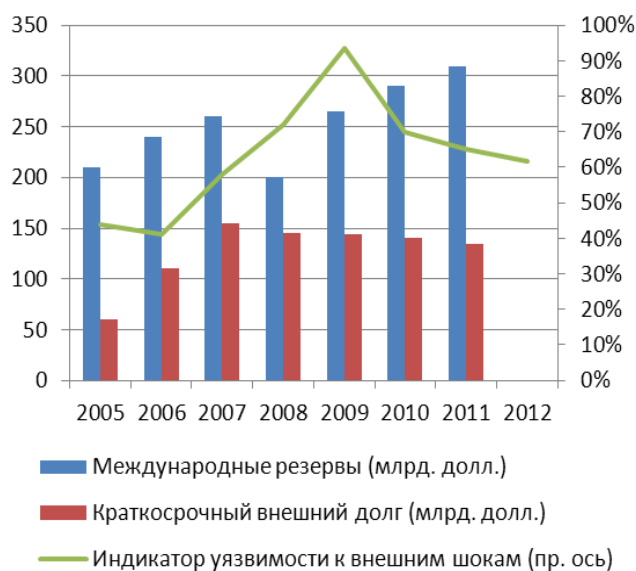


Источник: BRICS Securities

Уязвимость Юж.Кореи к внешним шокам снижается

Одной из возможных причин высокой инвестиционной привлекательности экономики Южной Кореи является продолжающееся снижение ее уязвимости к внешним шокам. Индекс уязвимости экономики Кореи к внешним шокам¹, рассчитываемый агентством Moody's, снижается в течение последних трех лет (рис.13). Хотя европейские банки имеют достаточно высокий уровень требований к резидентам Кореи по сравнению с другими странами азиатского региона, растущий объем международных резервов страны снижает риски кризиса платежного баланса. При этом объем краткосрочного внешнего долга снижается на фоне политики замещения краткосрочного финансирования долгосрочным, проводимой корейскими банками с целью уменьшения потенциальных потерь в случае повторения кризиса кредитования 2008 года. Еще одним аспектом стабильности корейского внешнего сектора является профицит счета текущих операций, сохраняющийся несмотря на снижение спроса на корейский экспорт со стороны Европы и Китая.

Рисунок 13. Динамика международных резервов и краткосрочного внешнего долга Южной Кореи и индекс уязвимости к внешним шокам*



Источник: Банк Кореи, Moody's

* Данные об объемах международных резервов и краткосрочного внешнего долга представлены на конец года, индекс уязвимости рассчитывается на начало года

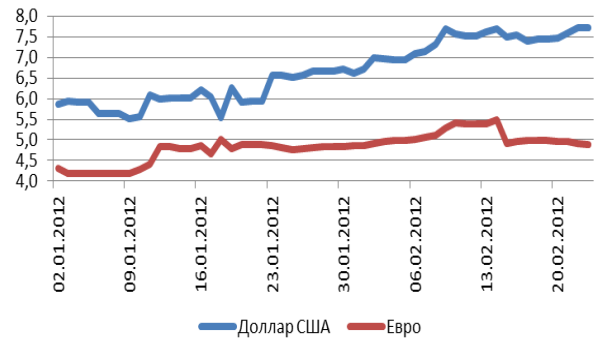
¹ Индекс уязвимости к внешним шокам – отношение суммы краткосрочного и долгосрочного долга, погашаемого в текущем году, к величине международных резервов страны.

Риски России

Риски снижения объемов иностранного кредитования и оттока капитала в пользу иностранных банков

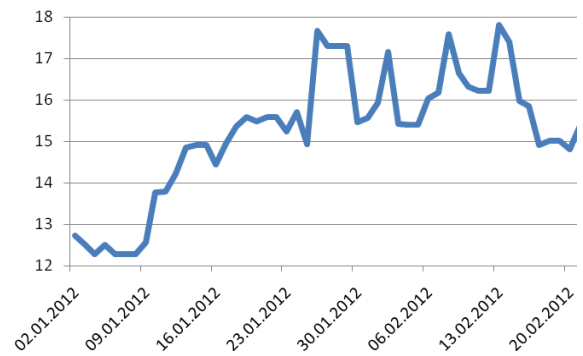
В качестве одного из наиболее значимых рисков заражения развивающихся экономик эксперты международных организаций неоднократно отмечали снижение объемов иностранного кредитования и отток капитала в пользу проблемных европейских банков. Однако в финансовой системе России указанная тенденция в полной мере пока что не наблюдается. Зависимость российского банковского сектора от банков-нерезидентов устойчиво повышается в части привлечения средств в долларах США, но стабилизировалась в последнее время в части привлечения средств в евро (рис.14). Наблюдавшийся в январе рост вывода капитала в пользу материнских компаний российскими дочерними структурами иностранных банков сменился снижением во второй половине февраля (рис.15). Тем не менее, стоит отметить возросшую в феврале волатильность динамики объемов внутригруппового кредитования банками-резидентами банков-нерезидентов, которая указывает на то, что в случае эскалации кризиса в Европе для России сохраняется риск внезапного оттока средств из российских дочерних подразделений в пользу крупных материнских банков за рубежом. На фоне роста напряженности на денежном рынке еврозоны во второй половине 2011 года в банковском секторе России наблюдался рост доли кредитов, предоставляемых российскими банками юридическим лицам нерезидентам, в общем объеме кредитования юридических лиц (рис. 16). С ноября 2011 года это отношение сохраняется на уровне выше 8,5%. Одним из факторов такой динамики, вероятно, является поведение иностранных дочерних структур российских компаний, обратившихся за кредитованием к российским банкам в связи с усложнением доступа к фондированию у европейских банков. Таким образом, происходит частичное замещение иностранного кредитования кредитованием банками-резидентами внешних контрагентов. Стоит отметить, что аналогичные тенденции, по данным Совета по финансовой стабильности, наблюдаются в ряде стран с формирующимися рынками, в частности в Латинской Америке.

Рисунок 14. Обязательства банков-резидентов перед банками-нерезидентами в валюте (млрд. долл. и млрд. евро.)



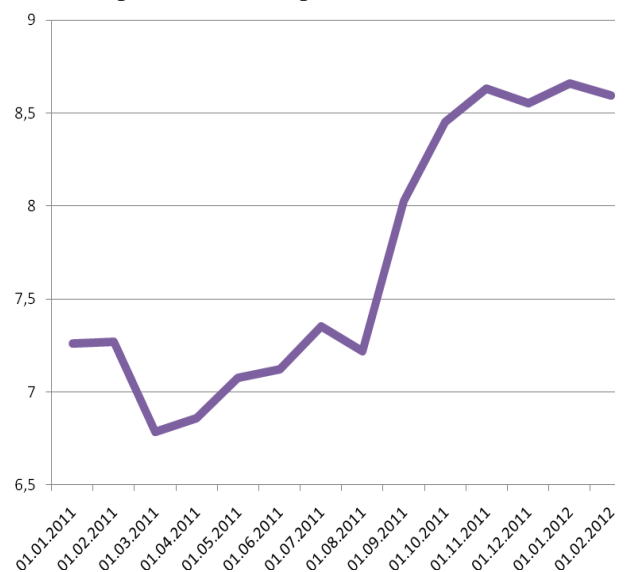
Источник: отчетность банков

Рисунок 15. Требования банков-резидентов к банкам-нерезидентам в валюте в рамках внутригруппового кредитования (млрд. долл.)



Источник: отчетность банков

Рисунок 16. Объем кредитования российскими банками юридических лиц – нерезидентов в иностранной валюте по отношению к общему объему кредитования юридических лиц (%)



Источник: отчетность банков