

ОБЗОР ГЛОБАЛЬНЫХ РИСКОВ

ФЕВРАЛЬ 2014

На глобальных финансовых рынках в феврале произошли заметные улучшения в сравнении с предыдущим месяцем: ключевые фондовые индексы возобновили рост, прекратилась девальвация большинства валют развивающихся стран. Однако развивающиеся страны находятся в крайне уязвимом положении, поскольку их макроэкономические позиции ослабли, а ужесточение условий на финансовых рынках – еще на начальном этапе.

Основные события за февраль 2014 года

6 февраля	Европейский центральный банк (ЕЦБ) и Банк Англии сохранили ключевые ставки на прежних уровнях (0,25% и 0,5% соответственно).
11 февраля	Национальный банк Казахстана объявил о девальвации тенге со 155,5 до 184,5 тенге за доллар США (на 19%).
15 февраля	Президент США Барак Обама подписал закон о повышении потолка государственного долга страны с 16,7 до 17,2 трлн долл. США (около 99% ВВП) на срок до марта 2015 года.
18 февраля	ФРС США опубликовала документ, содержащий пруденциальные требования к капиталу и ликвидности для крупных банковских холдингов США и иностранных банков 'Enhanced Prudential Standards for Bank Holding Companies and Foreign Banking'. Ведущие финансовые компании мира могут быть вынуждены привлекать существенный дополнительный капитал.
22 февраля	В результате действий оппозиции на Украине произошла смена власти. Верховная рада назначила президентские выборы на 25 мая. А. Яценюк назначен Верховной Радой премьер-министром Украины.

РИСКИ СТРАН С РАЗВИТЫМИ РЫНКАМИ

СИТУАЦИЯ НА РЫНКАХ

Рост фондовых рынков

Фондовые рынки развитых стран начали восстанавливаться. В феврале, в отличие от предшествующего месяца, наблюдался рост ведущих индексов. Среди индексов развитых стран S&P 500 вырос на 6,8%, Eurostoxx 600 – 3,8%, FTSE 100 – на 3,7%. В развитых странах позитивная динамика индексов отражает улучшение текущих макропоказателей и прогнозов роста экономики в ближайшие годы. Так, в еврозоне индекс деловой активности в промышленности PMI достиг значений, наблюдавшихся в середине 2011 г. – до начала острой фазы развития долгового кризиса. В целом ожидается, что разница между темпами роста развивающихся и развитых экономик в этом году будет минимальной с 2001 г. – всего 3 п.п.

Снижение доходностей десятилетних гособлигаций

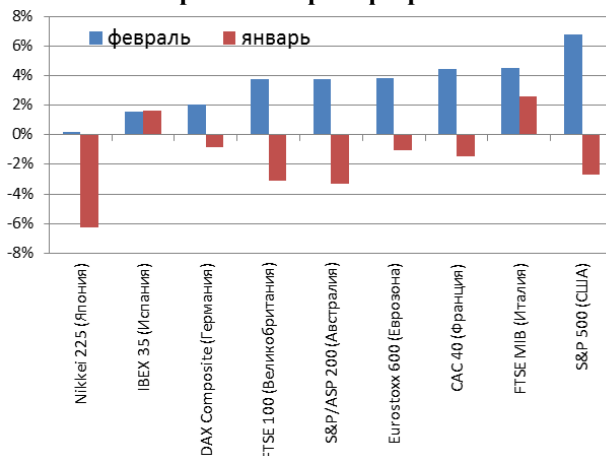
На рынках суверенного долга проблемных европейских стран наблюдается снижение стоимости суверенных заимствований (рис. 2), несмотря на принятое в декабре 2013 г. решение ФРС США о начале сворачивания программы выкупа активов. В феврале незначительный рост доходностей десятилетних гособлигаций наблюдался в Австрии, Великобритании, США, Канаде, Бельгии и Финляндии.

РИСКИ ОТДЕЛЬНЫХ РАЗВИТЫХ СТРАН

Сохранение курса ФРС США на сворачивание монетарных стимулов

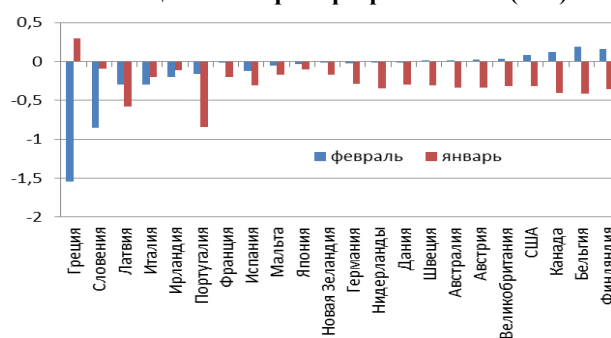
На рынке труда США сохраняются смешанные тенденции: по предварительным оценкам, число рабочих мест в феврале 2014 г. увеличилось на 175 тыс. (в январе 2014 г. +129 тыс.), а безработица увеличилась с 6,6% до 6,7% (рис. 3). Тем не менее, Дж. Йеллен, вступившая в должность главы ФРС США 1 февраля, уже заявила о намерении продолжать сокращение программы количественного смягчения (QE) на ближайших заседаниях. Вместе с тем ожидается, что темпы ужесточения денежно-кредитной политики будут сдержанными. Из протокола январского заседания FOMC следует, что ФРС США будет продолжать сохранять низкие ставки, даже если безработица опустится ниже ориентира в 6,5%.

Рисунок 1. Изменение фондовых индексов развитых стран в январе и феврале 2014 г.



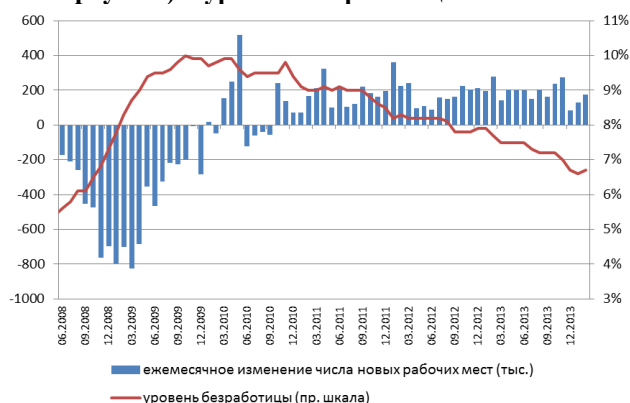
Источник: Thomson Reuters Eikon

Рисунок 2. Изменение доходностей десятилетних гособлигаций в январе и феврале 2014 г. (п.п.)



Источник Thomson Reuters Eikon

Рисунок 3. Изменение числа рабочих мест (nonfarm payrolls) и уровень безработицы в США



Источники: Статистическое бюро по рынку труда США, Bloomberg

Ужесточение регулятивных правил ФРС США

В рамках закона Додда-Франка о финансовой реформе 2010 года ФРС США ужесточила требования к подразделениям международных финансовых компаний, работающих на территории США.

В соответствии с новыми правилами (вступают в силу в июле 2016 года, см. врезку справа) на иностранные подразделения с активами свыше 50 млрд. долл. США будут распространяться требования ФРС США к капиталу и ликвидности. Также они будут проходить ежегодное стресс-тестирование.

Регулятор стремится предотвратить ситуацию, сложившуюся в 2008 году, когда после краха американского инвестбанка Lehman Brothers многие иностранные банки, включая Dexia, Erste Group и Royal Bank of Scotland, воспользовались преимуществами дисконтного окна ФРС США и взяли кредиты на десятки миллиардов долларов.

Бюджетно-долговые риски еврозоны

Ситуация на долговых рынках еврозоны продолжает улучшаться на фоне восстановления экономического роста. В IV квартале 2013 г. во Франции рост возобновился: ВВП вырос по сравнению с предыдущим кварталом на +0,3% за счет увеличения корпоративных инвестиций и потребительских расходов; в Германии благодаря увеличению экспорта рост составил +0,4% по сравнению с предыдущим кварталом.

Экономика периферийных стран еврозоны также восстанавливается. Согласно прогнозам Европейской комиссии в 2014 г. ВВП снизится только на Кипре и в Словении (табл. 1). Впервые с 2011 г. в 4 кв. 2013 г. экономика Италии выросла (на 0,1% по сравнению с предшествующим кварталом), в связи с чем рейтинговое агентство Moody's пересмотрело прогноз по кредитному рейтингу страны с «негативного» на «стабильный». В феврале Moody's также повысило суверенный кредитный рейтинг Испании с учетом пенсионной реформы и улучшений на рынке труда до Вaa2 с «позитивным» прогнозом.

ВВП Греции за 2013 г. снизился на 3,7%, а первичный профицит госбюджета составил 1 млрд. евро, что существенно лучше ожиданий. С учетом этого власти Греции полагают, что им может не понадобиться третий пакет международной финансовой помощи. Тем не менее, они надеются, что ЕС отодвинет срок погашения уже предоставленных кредитов до майских выборов в местные органы и Европарламент. В противном случае в стране могут одержать верх радикальные силы, что может вызвать политические разногласия по поводу будущих реформ.

В целом следует учитывать, что сохранение высокого уровня безработицы в еврозоне будет тормозить восстановление экономического роста в ближайшие годы.

Требования к подразделениям иностранных финансовых компаний

(документ ФРС США 'Enhanced Prudential Standards for Bank Holding Companies and Foreign Banking')

- Более жесткие требования касаются тех подразделений иностранных финансовых компаний, работающих на территории США, активы которых превышают 50 млрд. долл. США
- Предполагается, что иностранный банк должен организовать промежуточную холдинговую группу, управляющую всеми своими подразделениями в США (intermediate holding company)
- В рамках промежуточного холдинга должен быть сформирован комитет по рискам
- К промежуточным компаниям будут применяться такие же требования к капиталу и ликвидности, как и к американским крупным банковским холдингам
- Подразделения должны составлять планы по привлечению капитала (они не смогут полагаться на капитал материнской группы и должны будут привлекать дополнительный капитал самостоятельно) и проходить обязательное стресс-тестирование
- Дата вступления в силу – 1 июня 2016 года

Таблица 1. Прирост реального ВВП и уровень безработицы в странах еврозоны

	темпы прироста реального ВВП (%)			
	2012	2013 (оценка)	2014 (прогноз)	2015 (прогноз)
Бельгия	-0,1	0,2	1,4	1,7
Германия	0,7	0,4	1,8	2
Эстония	3,9	0,7	2,3	3,6
Ирландия	0,2	0,3	1,8	2,9
Греция	-6,4	-3,7	0,6	2,9
Испания	-1,6	-1,2	1	1,7
Франция	0	0,3	1	1,7
Италия	-2,5	-1,9	0,6	1,2
Кипр	-2,4	-6	-4,8	0,9
Латвия	5,2	4	4,2	4,3
Люксембург	-0,2	2,1	2,2	2,5
Мальта	0,9	2	2,1	2,1
Нидерланды	-1,2	-0,8	1	1,3
Австрия	0,9	0,3	1,5	1,8
Португалия	-3,2	-1,6	0,8	1,5
Словения	-2,5	-1,6	-0,1	1,3
Словакия	1,8	0,8	2,3	3,2
Финляндия	-1	-1,5	0,2	1,3
Еврозона	-0,7	-0,4	1,2	1,8

	уровень безработицы (%)			
	2012	2013 (оценка)	2014 (прогноз)	2015 (прогноз)
Бельгия	7,6	8,4	8,5	8,2
Германия	5,5	5,3	5,2	5,1
Эстония	10,2	8,8	8,3	7,7
Ирландия	14,7	13,1	11,9	11,2
Греция	24,3	27,3	26	24
Испания	25	26,4	25,7	24,6
Франция	10,2	10,8	11	11
Италия	10,7	12,2	12,6	12,4
Кипр	11,9	16	19,2	18,4
Латвия	15	11,9	10,5	9,2
Люксембург	5,1	5,9	6	5,9
Мальта	6,4	6,5	6,4	6,4
Нидерланды	5,3	6,7	7,4	7,2
Австрия	4,3	4,9	4,8	4,7
Португалия	15,9	16,5	16,8	16,5
Словения	8,9	10,2	10,8	10,7
Словакия	14	14,2	13,9	13,4
Финляндия	7,7	8,2	8,3	8,1
Еврозона	11,4	12,1	12	11,7

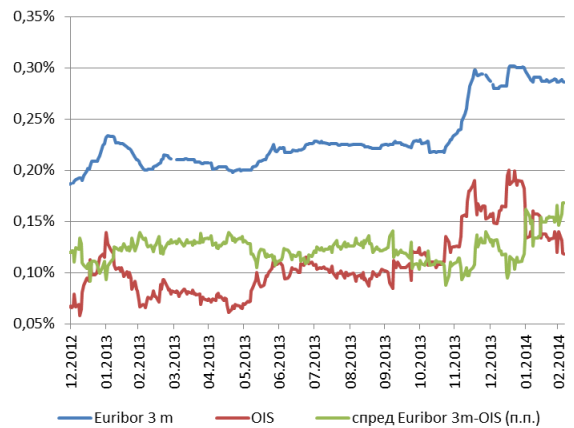
Источник: Европейская комиссия

Рост волатильности на европейском денежном рынке

На фоне падения темпов инфляции и существенных рисков дефляции, а также повышенной волатильности на европейском денежном рынке (рис. 4) ЕЦБ активно обсуждает возможности принятия дополнительных мер стимулирования. Глава ЕЦБ М. Драги заявляет о готовности предпринять в случае необходимости соответствующие меры.

В число возможных решений входит запуск программы покупки активов и введение отрицательной ставки по депозитам. По словам Драги, после публикации ежеквартальных экономических прогнозов в марте у регулятора будет больше информации о состоянии экономики (в том числе о ситуации с инфляцией), и тогда будет рассматриваться целесообразность реализации дополнительных стимулирующих мер.

Рисунок 4. Спред между ставкой по межбанковским кредитам на срок 3 мес. (Euribor 3m) и индексным свопом на срок «овернайт» (OIS)



Источник: Bloomberg

РИСКИ СТРАН С РАЗВИВАЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ

СИТУАЦИЯ НА РЫНКАХ

Рост большинства фондовых индексов

Фондовые индексы большинства развивающихся стран в феврале сменили вектор движения на положительный: MSCI EM вырос на 4,3%, FTSE/JSE 10 – на 4,1%, S&P BSE Sensex – 3,6%, FTSE Straits Time – на 3,2%, Shanghai Composite – на 1,5% (рис. 5).

Тем не менее, ситуация на развивающихся рынках остается неустойчивой, особенно в связи с последними событиями на Украине. Развивающиеся страны остаются уязвимыми к изменениям внешней конъюнктуры.

Сохранение высоких валютных рисков, несмотря на укрепление большинства валют

В феврале ситуация на валютных рынках стран с развивающимися рынками несколько улучшилась (рис. 6). Если в январе сводный индекс курсов валют развивающихся стран JP Morgan, рассчитываемый относительно доллара США, упал на 3,5%, то в феврале прирост показателя составил 1,2%.

Ряд стран, однако, не смог избежать эскалации негативных тенденций. Национальный банк Казахстана объявил о девальвации тенге к доллару США на 19%. Рекордными темпами обесценивается украинская гривна на фоне политической и экономической нестабильности (в январе–феврале на 20,7%).

При этом многие центральные банки уже потратили значительные объемы валютных резервов на проведение интервенций в целях поддержки национальных валют. На Украине международные резервы снизились до 15 млрд. долл. США по сравнению с 20,4 млрд. в конце 2013 г. и 24,5 млрд. на начало 2013 г.

У Украины, Турции и ЮАР зафиксированы одни из самых низких показателей достаточности международных резервов в части покрытия краткосрочного внешнего долга и импорта (рис. 7). Учитывая, что в будущем давление на курсы валют в силу ужесточения денежно-кредитной политики в США будет усиливаться, некоторые страны могут столкнуться со значительными трудностями при управлении валютными и кредитными рисками, и, соответственно, усложнится выполнение задачи по обеспечению финансовой стабильности.

Рисунок 5. Изменение фондовых индексов стран с развивающимися рынками

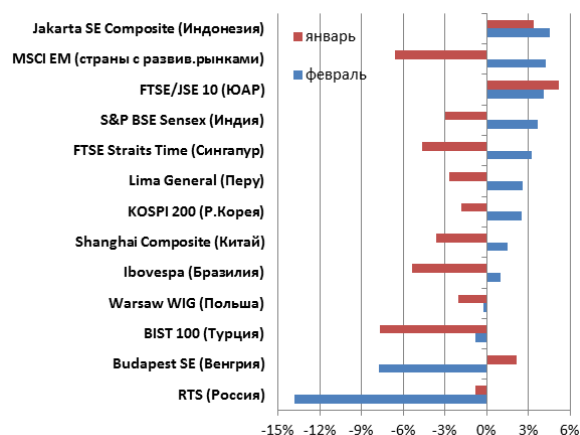
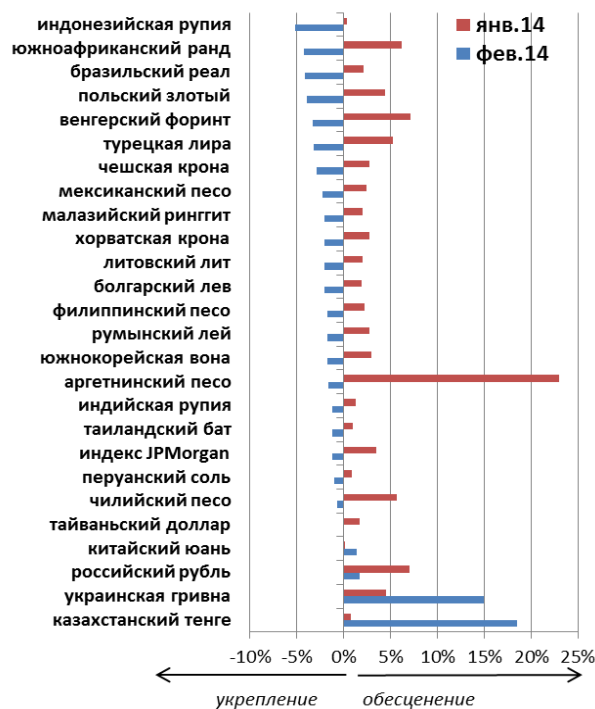
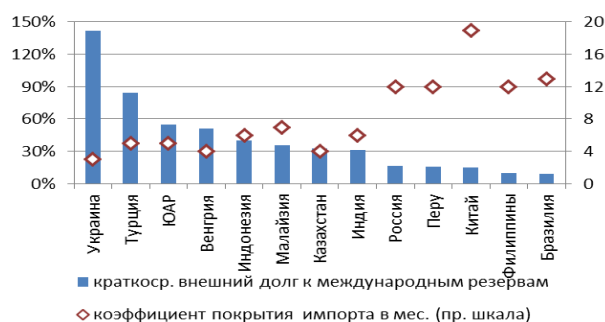


Рисунок 6. Изменение курсов валют развивающихся стран относительно доллара США в январе и феврале



Источник: Thomson Reuters

Рисунок 7. Показатели достаточности международных резервов



Источник: Всемирный банк

Продолжение оттока вложений инвесторов из фондов акций и облигаций

В феврале продолжился отток капитала из фондов акций и облигаций стран с развивающимися рынками. За период с 29 января по 26 февраля 2014 г. чистый отток из стран Азии, Восточной Европы, Латинской Америки, Африки и Ближнего Востока составил 17,3 млрд. долл. США (рис. 8). Эти тенденции показывают, что развивающиеся страны очень уязвимы к ужесточению политики в развитых странах, поскольку являлись получателями крупных объемов капитала в период количественного стимулирования.

Масштабы оттока капитала, однако, пока являются относительно умеренными, поэтому стоимость активов, подорожавших в течение последних лет за счет операций carry-trade, по-прежнему подвержена значительному риску отрицательной переоценки. В этих условиях усиление оттока капитала может привести к более существенному падению стоимости активов, чем в середине прошлого и начале этого года, ведь развитие локальных рынков облигаций в развивающихся странах в последние годы происходило в основном за счет расширения присутствия нерезидентов, тогда как внутренняя инвестиционная база остается недостаточно развитой, чтобы абсорбировать отток капитала.

Риски отдельных стран с развивающимися рынками

Риски затяжного периода адаптации к новым финансовым условиям

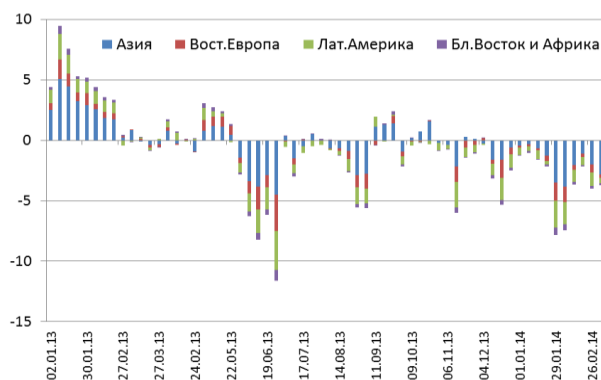
Международные финансовые организации, в частности Совет по финансовой стабильности (СФС), все больше внимания обращают на то, что развивающиеся страны могут столкнуться со значительными рисками, если период адаптации к новым более жестким финансовым условиям сильно затянется.

В условиях массовых распродаж высокие показатели достаточности капитала могут не обеспечить устойчивость банковского сектора. При этом банковский сектор развивающихся стран в значительной степени связан с рисками нефинансовых организаций, долговая нагрузка которых очень возросла (рис. 9), а ряд государств (Турция, Индия, Индонезия) очень уязвим к валютному риску из-за наличия большого объема задолженности в иностранной валюте (в том числе по выпущенным еврооблигациям). В этих условиях возможны непредвиденные дефолты высоко закредитованных субъектов.

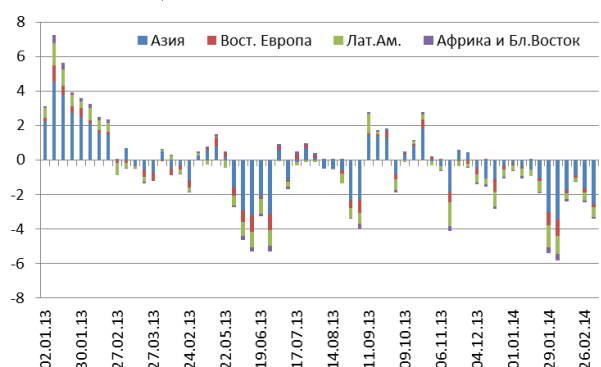
Рисунок 8. Вложения в фонды акций и облигаций развивающихся стран

(недельные значения, млрд. долл. США)

Вложения в облигации

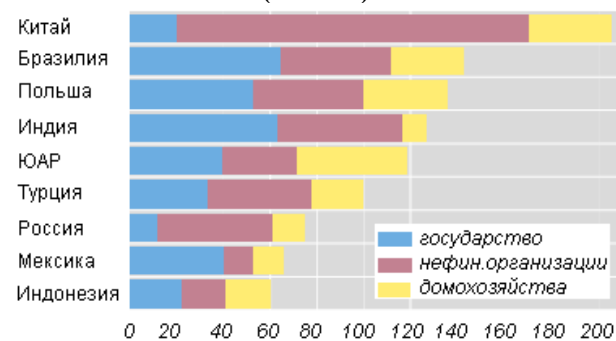


Вложения в акции



Источник: EPFR

Рисунок 9. Долг нефинансового и государственного сектора в странах с развивающимися рынками (% ВВП)



Источник: СФС

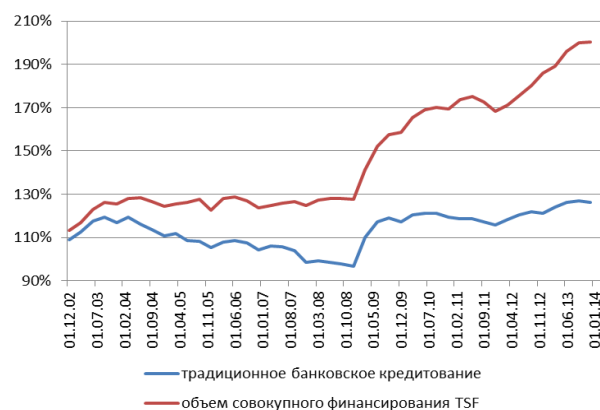
Усиление рисков финансовой системы в Китае

В Китае в очередной раз зафиксированы рекордные значения показателей кредитования (рис. 10). В январе 2014 г. прирост совокупного финансирования, включающего банковское и небанковское кредитование (total social financing, TSF), составил 2,58 трлн. юаней против 2,54 трлн. годом ранее. При этом в конце 2013 г. объем совокупного финансирования TSF достиг 200% ВВП¹, и в его структуре доля небанковского кредита продолжает возрастать. В этих условиях китайские власти проводят ужесточение норм регулирования для повышения прозрачности финансовых операций в рамках «теневое» сектора, а также с целью обеспечения устойчивости финансовой системы в целом. Как отметил Народный банк Китая (НБК) в феврале, на денежных рынках может наблюдаться повышенная волатильность (рис. 11) до тех пор, пока ставки не достигнут оптимального уровня для распределения средств и корректировки поведения участников рынка.

В феврале Комиссия по банковскому регулированию Китая (China Banking Regulatory Commission, CBRC) установила более жесткие в сравнении с Базелем III требования к ликвидности. В соответствии с ними коэффициент ликвидного покрытия (LCR) у китайских банков должен быть доведен до 100% к 2018 г. (Базель III устанавливает срок до 2019 г.). Эта мера в частности направлена на повышение устойчивости небольших банков, поскольку в прошлом году у региональных банков были выявлены возросшие риски (теперь для них проводятся ежеквартальные стресстесты).

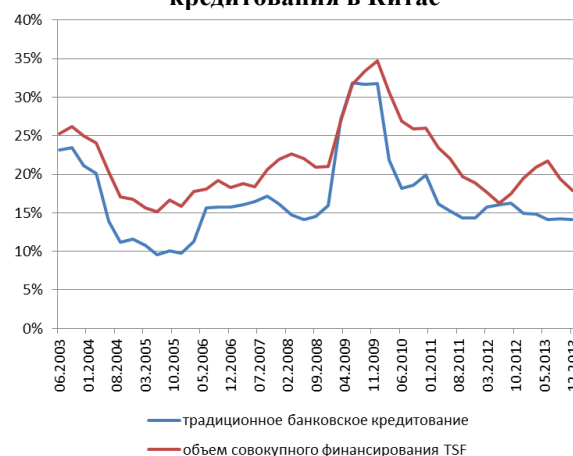
Небольшие банки в силу нестабильности депозитной базы вынуждены привлекать более дорогое фондирование. Помимо того, что они все больше прибегают к привлечению средств на рынке межбанковского кредитования, они также предлагают своим клиентам альтернативные продукты с более высокими процентами – wealth management products (WMP) и инвестируют в более рискованные активы. С учетом этого они особенно уязвимы к рискам повышения стоимости заимствований. Дополнительное давление на финансовую систему могут оказать риски потенциальных дефолтов (в январе в Китае чуть было не произошел дефолт трастового фонда инвестиционной компании China Credit Trust Co.). В совокупности повышенная волатильность на финансовых рынках Китая создает некоторую напряженность, которая может помешать экономическому росту в Китае.

Рисунок 10. Объем совокупного финансирования и банковского кредитования в Китае относительно ВВП



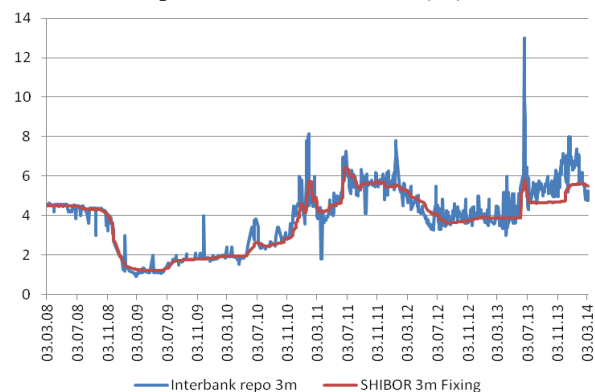
Источник: Bloomberg

Рисунок 11. Годовые темпы прироста объема совокупного финансирования и банковского кредитования в Китае



Источник: Bloomberg

Рисунок 12. Динамика ставок межбанковского кредитования в Китае (%)



Источник: Bloomberg

¹ Поскольку статистика по TSF доступна только с 2002 года, при расчете накопленного показателя TSF предполагается, что до 2002 года небанковский кредит практически отсутствовал (в 2002 году его доля составляла около 5%). Если исходить из этого допущения, в конце 2013 года размер TSF достиг 114 трлн. юаней.

Усиление рисков дефолта Украины по гособязательствам

В условиях политической нестабильности Украина оказалась на грани экономической катастрофы. Без международной финансовой помощи (в лице ЕС, МВФ) стране угрожает дефолт по внешней задолженности. На 31.01.2014 государственный и гарантированный государством долг Украины составил 73,2 млрд. долл. США (39,6% ВВП), из которых на внешний госдолг приходится 37,3 млрд. долл. (20,2% ВВП). Совокупный внешний долг на 31.12.2013 достиг 140 млрд. долл. США (80% ВВП), в том числе краткосрочный – 65 млрд. долл. США.

Учитывая, что большая часть погашений по обязательствам Украины приходится на ближайшие 5 лет (рис. 13), вероятность дефолта в краткосрочном периоде очень высока. В 2014 г. Украине нужно выплатить внешним кредиторам чуть более 5 млрд. долл. США, из которых 2,8 млрд. долл. США – это обязательства перед МВФ (рис. 14).

О высоких долговых рисках также свидетельствует резкий рост доходностей украинских еврооблигаций с погашением в июне 2014 г. (объемом 1 млрд. долл. США) – с 8% в начале января до 52% в начале марта 2014 г. Долларовые гособлигации со сроком обращения до 2023 г. торгуются по цене 82,4% от номинала с доходностью 10,7% (на 03.03.2014). Рекордное обесценение украинской гривны относительно доллара США (на 20,7% за январь–февраль) и бегство вкладчиков усугубляют ситуацию.

Национальный банк Украины уже предпринял ряд мер по стабилизации ситуации на валютном рынке и поддержке банковского сектора:

- расширены возможности поддержки ликвидности банков со стороны НБУ,
- установлена нулевая ставка резервирования средств по краткосрочным внешним кредитам;
- введены определенные ограничения на выполнение поручений банковских клиентов в пределах остатков средств на их текущих счетах на начало операционного дня;
- введены временные ограничения на покупку иностранной валюты на межбанковском валютном рынке Украины по отдельным операциям;
- введены определенные ограничения на сроки покупки уполномоченными банками иностранной валюты по поручению юридических лиц и физических лиц - предпринимателей и т.д.
- уменьшены доли обязательных резервов, которые должны формироваться банками на отдельном счете в НБУ, с 40% до 20 % от их объема, сформированного за предыдущий отчетный период резервирования;
- уменьшен минимальный объем обязательных резервов, который должен сохраняться ежедневно на

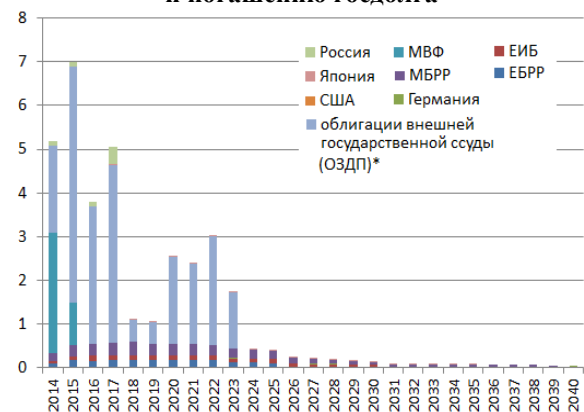
Рисунок 13. Расходы Украины по обслуживанию и погашению госдолга

(по данным на 6 февраля 2014 года, млрд. долл. США, в пересчете по курсу на 6 февраля 2014 г.)



Источник: Минфин Украины

Рисунок 14. Расходы Украины по обслуживанию и погашению госдолга



* включая задолженность по еврооблигациям перед Россией (3 млрд. долл. США)

Источник: Минфин Украины

начало операционного дня на корреспондентском счете банков в НБУ, с 60% до 50% от их объема, сформированного за предыдущий период резервирования;

- с 21 февраля 2014 года сняты ограничения по количеству возможных обращений банков за кредитами рефинансирования овернайт (раньше банки могли обращаться к НБУ по кредитам рефинансирования овернайт под обеспечение не более двух раз в неделю, по кредитам овернайт без обеспечения — не более одного раза в неделю).

С учетом низкого уровня международных резервов (15 млрд. долл. США) регулятору будет чрезвычайно сложно обеспечить финансовую стабильность в стране.