

# ОБЗОР ГЛОБАЛЬНЫХ РИСКОВ

СЕНТЯБРЬ 2012

Беспрецедентные стимулирующие меры ФРС США и ЕЦБ без ограничения сроков и объемов бесспорно дали хороший задел для улучшения перспектив экономического роста и подъема мирового фондового рынка в ближайшие месяцы. Тем не менее, участники рынков сомневаются в эффективности этих мер в средне- и долгосрочной перспективе из-за продолжающегося замедления глобального роста, нерешенности бюджетных проблем и политических разногласий в Европе.

## Кредитные риски



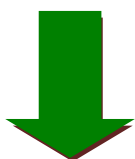
Уровень кредитных рисков в Европе немного снизился ввиду того, что в сентябре были успешно приняты важнейшие решения, ожидаемые участниками рынка: ЕЦБ объявил о неограниченном выкупе гособлигаций стран еврозоны, и немецкий Конституционный суд одобрил функционирование европейского стабилизационного механизма. Тем не менее, высокие суверенные риски сохраняются из-за нерешенности проблемы чрезмерного бюджетного дефицита и госдолга в проблемных странах.

## Рыночные риски



На фоне масштабных стимулирующих мер ФРС США и ЕЦБ наблюдался **подъем мирового фондового рынка**. Американский индекс S&P 500 достиг нового максимума с середины 2007 года, а европейский Eurostoxx 600 вернулся к значениям, наблюдавшимся в середине 2011 года до наиболее острой фазы развития долгового кризиса в Европе. На валютном рынке **укрепились ожидания роста курса евро относительно доллара США**.

## Риски ликвидности



Необходимость поддержания экономического роста на этот раз вынудила ФРС США и ЕЦБ **не ограничивать пакеты стимулирующих мер объемами и сроками**. Реагируя на это, другие страны (Япония и Китай) также смягчают политику, чтобы повысить конкурентоспособность своих экономик. Хотя реализация стимулирующих мер приветствуется участниками рынков, нет гарантии, что они решат фундаментальные проблемы. В США меры не гарантируют стабилизацию ситуации на рынке недвижимости и роста уровня занятости населения, оказывая при этом повышательное давление на инфляцию. В Европе, находящейся в состоянии рецессии, нерешенными остаются банковские проблемы.

## Риски потоков капитала



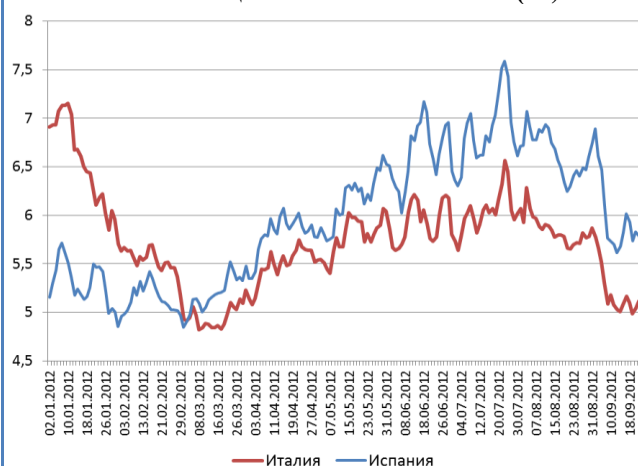
По мере восстановления доверия инвесторов **постепенно повышается приток капитала в фонды ценных бумаг развивающихся стран**. При этом приток капитала, а также стимулирующие меры регуляторов стран с развитой экономикой приводят к укреплению национальных валют (прежде всего данная тенденция свойственна для развивающихся стран Азии). Все актуальнее становится проблема «валютных войн».

## Кредитные риски

### Снижение суверенных рисков в еврозоне

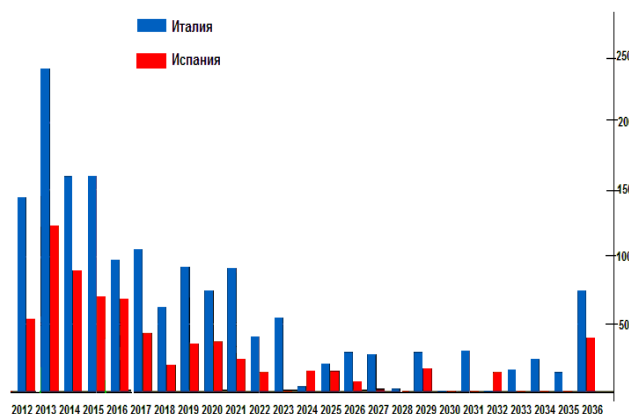
В сентябре ЕЦБ принял решение об осуществлении выкупа гособлигаций стран еврозоны, обратившихся за финансовой помощью, из средств Европейского стабилизационного механизма (European Stability Mechanism – ESM)<sup>1</sup>. Данное решение было поддержано Конституционным судом Германии на условиях установления верхнего предела участия страны в обязательствах ESM (190 млрд. евро). В рамках программы выкупа госбумаг ЕЦБ намерен приобретать бумаги со сроками обращения от одного до трех лет, при этом не исключается, что объектом приобретения могут стать бумаги с более длительными сроками. В результате согласования указанных мер напряженность на рынках суверенных облигаций снизилась: проблемные страны провели несколько успешных аукционов по размещению краткосрочных долговых бумаг. Кроме того, за месяц заметно снизились доходности десятилетних гособлигаций Италии и Испании – на 0,75 п.п. и 1,05 п.п. соответственно (рис.1). Тем не менее, рост суверенных рисков может возобновиться с новой силой. Во-первых, нерешенным остается вопрос о предоставлении очередного кредитного транша Греции, поскольку правительству страны снова не удалось договориться с «тройкой» международных кредиторов (Еврокомиссия, ЕЦБ и МВФ) относительно мер бюджетной экономии. Во-вторых, в краткосрочном периоде у проблемных стран сохраняются высокие риски рефинансирования долговых обязательств (рис.2). В-третьих, в Европе продолжают политические разногласия относительно плана создания общеевропейского банковского союза. Предложения Еврокомиссии предполагают передачу ЕЦБ функций надзора за всеми 6000 европейскими банками в сотрудничестве с национальными регуляторами с 1 января 2014 года. Однако ряд стран во главе с Германией выступают за более осторожный подход. В целом, о неблагоприятном макроэкономическом фоне (рис.3) говорит ухудшение прогнозов ЕЦБ по темпам экономического роста еврозоны в 2012-13 годах. Согласно сентябрьскому прогнозу, в 2012 году ожидается снижение ВВП на 0,4%, а не на 0,1%, а в 2013 году экономический подъем составит 0,5% (вместо ранее предполагавшегося 1%).

Рисунок 1. Динамика доходности десятилетних гособлигаций Италии и Испании (%)



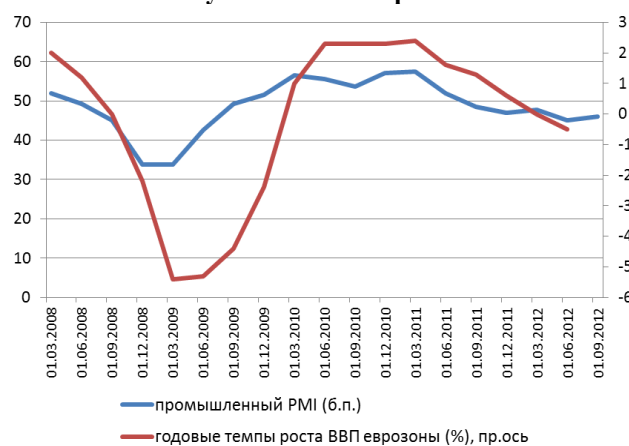
Источник: Datastream

Рисунок 2. Объем гособлигаций, выпущенных Италией и Испанией, по срокам погашения (млрд. евро)



Источник: Bloomberg

Рисунок 3. Динамика темпов экономического роста и промышленного индекса менеджеров по закупкам PMI в еврозоне



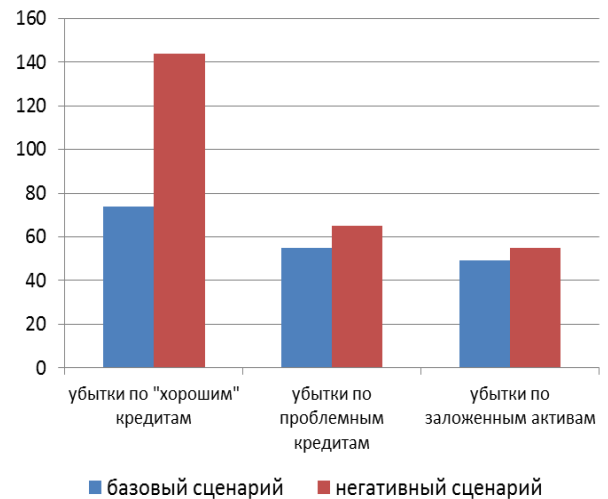
Источник: Bloomberg

<sup>1</sup> ESM начнет действовать в октябре 2012 года.

### Стресс-тестирование испанских банков

28 сентября консалтинговая компания Oliver Wyman обнародовала результаты стресс-тестирования испанских банков на предмет оценки их финансового состояния. Многофакторный сценарий стресс-теста охватил трехлетний временной горизонт (2012-2014 годы). Рассматривалось изменение следующих показателей: темпов роста ВВП, безработицы, инфляции, цен на недвижимость и землю, кредитного портфеля; процентных ставок Euribor на три и двенадцать месяцев; доходности десятилетних гособлигаций; курса евро; фондового индекса Madrid Stock Exchange Index. По итогам стресс-теста было выявлено, что совокупный объем убытков 14 банков составит 178 млрд. евро по базовому сценарию и 265 млрд. евро – по негативному (рис.4). При этом объем нехватки капитала для семи банков оценивается в 53,7 млрд. евро, из которых 24,7 млрд. евро приходится на банк Bankia-BFA (табл.1). Проведение стресс-тестирования банков было необходимо для возможности получения Испанией следующего кредитного транша от международных кредиторов в рамках одобренных в июле 100 млрд. евро. Пока Испания воздерживается от очередного запроса финансовой помощи в условиях снижения суверенных рисков.

Рисунок 4. Оценка общего объема убытков испанских банков в 2012-2014 годах в рамках двух сценариев стресс-тестирования (млрд. евро)



Источник: Банк Испании, консалтинговая компания Oliver Wyman

Таблица 1. Объемы нехватки капитала у испанских банков по итогам стресс-тестирования (млрд. евро)

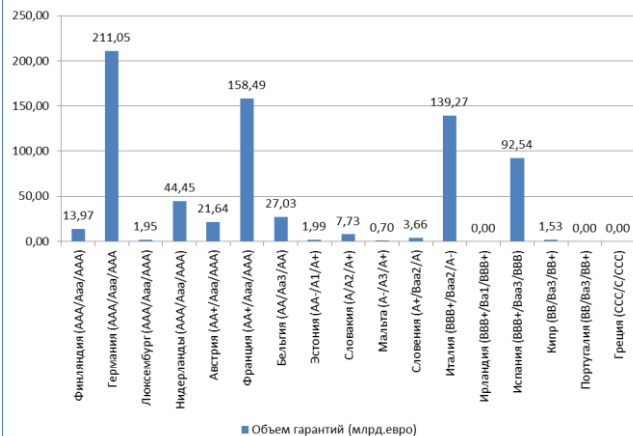
	Банк	Базовый сценарий	Негативный сценарий
1.	Grupo Santander	19,181	25,297
2.	BBVA	10,945	11,183
3.	Caixabank+Cívica	9,421	5,72
4.	Kutxabank	3,132	2,188
5.	Sabadell+CAM	3,321	0,915
6.	Bankinter	0,393	0,399
7.	Unicaja+CEISS	1,3	0,128
8.	Ibercaja+Caja3+Liberbank	0,492	-2,108
9.	BMN	-0,368	-2,208
10.	Popular	0,677	-3,223
11.	Banco de Valencia	-1,846	-3,462
12.	NCG Banco	-3,966	-7,176
13.	Catalunyabank	-6,488	-10,825
14.	Bankia-BFA	-13,23	-24,743
	<b>Всего нехватка капитала</b>	<b>-25,898</b>	<b>-53,745</b>

Источник: Банк Испании, консалтинговая компания Oliver Wyman

### Эффективность европейских стабилизационных механизмов

Положительное решение Конституционного суда Германии относительно участия страны в европейском стабилизационном механизме ESM является важнейшим этапом в процессе реализации реформ, направленных на разрешение долгового кризиса в еврозоне. Общий капитал механизма складывается из гарантий стран еврозоны в объеме 700 млрд. евро (рис.5), из которых первоначальный эффективный объем ресурсов Европейского фонда финансовой стабильности (European Financial Stability Facility – EFSF) составлял 440 млрд. евро. В настоящее время в распоряжении EFSF/ESM осталось 148 млрд. евро, если вычесть сумму обещанной финансовой помощи Ирландии, Португалии, Греции и Испании (табл.2). По мере начала работы ESM общий эффективный объем ресурсов предполагается увеличить до 500 млрд. евро (рис.6) за счет привлечения рыночного финансирования и, возможно, за счет дополнительных взносов стран-участниц. Следует отметить, что оставшейся суммы ресурсов будет явно недостаточно для выкупа долговых бумаг, если суверенные риски снова возрастут, и Италии придется обратиться за финансовой помощью вслед за проблемными странами. При этом у EFSF/ESM могут возникнуть трудности с привлечением ресурсов с рынка, поэтому существует риск того, что их деятельность окажется малоэффективной.

Рисунок 5. Участие стран еврозоны в европейских стабилизационных механизмах



Рейтинги стран указаны в следующей последовательности: S&P/Moody's/Fitch

Источник: EFSF

Таблица 2. Объем обещанной финансовой помощи Ирландии, Португалии, Греции и Испании в рамках ресурсов EFSF

Ирландия	17,7 млрд. евро
Португалия	26 млрд. евро
Греция	до 144,6 млрд. евро
Испания	до 100 млрд. евро
<b>Всего обязательства EFSF/ESM перед странами</b>	<b>до 288,3 млрд. евро</b>
<b>С учетом специального буфера</b>	<b>288,3 млрд. евро + 3,7 млрд. евро = 292 млрд. евро</b>
<b>Эффективный объем ресурсов EFSF/ESM для кредитования</b>	<b>440 млрд. евро – 292 млрд. евро = 148 млрд. евро</b>

Источник: EFSF

Рисунок 6. Процесс трансформации EFSF в ESM



Источник: EFSF

## Рыночные риски

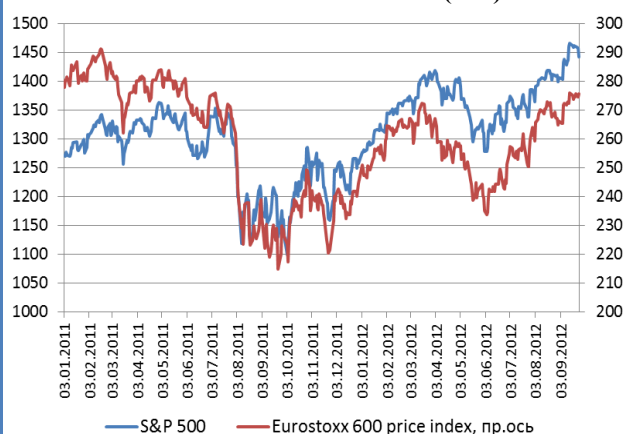
### Подъем фондового рынка

Мировые фондовые рынки на протяжении последних месяцев реагируют заметным ускорением роста на стимулирующие меры со стороны ведущих центральных банков. Динамика индекса S&P 500 показывает, что рынок американских акций вырос до максимума с середины 2007 года. Существенный подъем демонстрирует также европейский фондовый рынок: значение индекса Eurostoxx 600 достигло максимума с июня 2011 года, накануне обострения долгового кризиса (рис.7). Несмотря на позитивную динамику фондовых индексов, еврозона продолжает находиться в состоянии рецессии, не решены бюджетные проблемы и проблемы в банковском секторе. Ситуация в реальном секторе экономики США также не является благоприятной: к примеру, на фоне роста индекса, отражающего соотношение цены акций компаний, входящих в индекс S&P 500, к прогнозной прибыли, резко упал индекс новых промышленных заказов Института управления поставками (ISM) (рис.8). Индекс ISM опустился ниже отметки 50 б.п., то есть более половины компаний сообщают о снижении количества новых заказов. В последний раз индекс был ниже этого уровня в апреле 2009 года, когда американская экономика находилась в состоянии рецессии. С учетом этого не следует ожидать дальнейшего улучшения ситуации на фондовых рынках, регуляторам необходимо решить проблемы реального сектора экономики.

### Перспективы евро

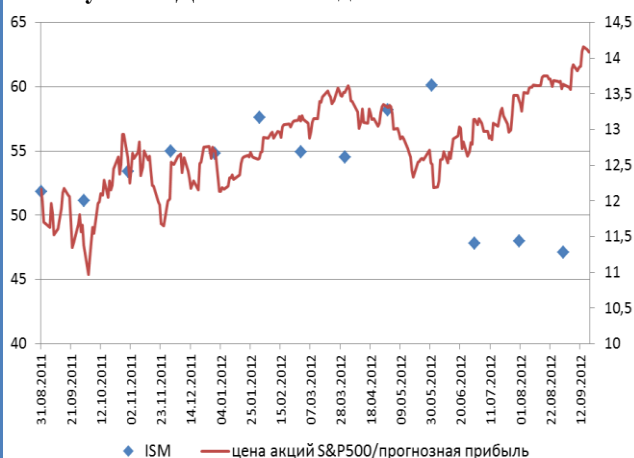
Ситуацию на валютном рынке в последние месяцы характеризует падение курса доллара США к ведущим валютам, в том числе евро, на фоне мер ФРС по вливанию ликвидности. За последние два месяца курс евро к доллару вырос на 4,5%. При этом участники рынка опционов ожидают дальнейшего укрепления позиций единой валюты. В текущем месяце разница трехмесячной подразумеваемой волатильности опционов «колл» и «пут» поднялась до отметки -1 б.п. (рис.9). Конъюнктура, однако, может поменяться, если в ближайшие месяцы реализуется ряд рисков, связанных с усугублением бюджетных проблем в периферийных странах еврозоны. К тому же, в последние дни сентября наблюдалось некоторое ослабление евро. До сих пор не исключается возможность выхода Греции из состава еврозоны – событие, которое вызовет новую волну недоверия к возможностям регуляторов разрешить долговой кризис и, соответственно, негативно отразится на перспективах евро.

Рисунок 7. Динамика индексов S&P 500 и Eurostoxx 600 (б.п.)



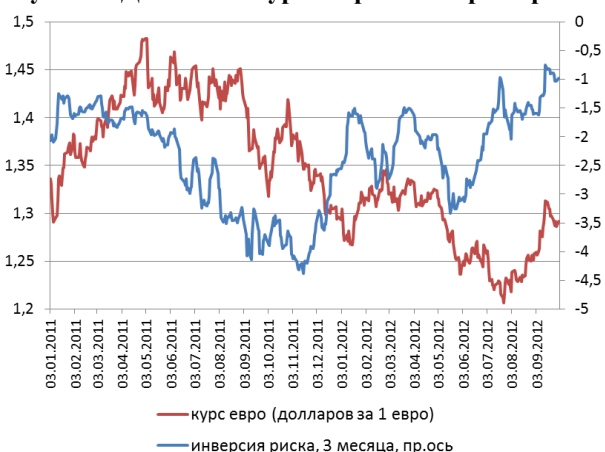
Источник: Bloomberg

Рисунок 8. Динамика индексов S&P 500 и ISM



Источник: Bloomberg

Рисунок 9. Динамика курса евро и инверсия риска



Инверсия риска – трехмесячная подразумеваемая волатильность опциона «колл» за вычетом трехмесячной подразумеваемой волатильности опциона «пут».

Источник: Bloomberg

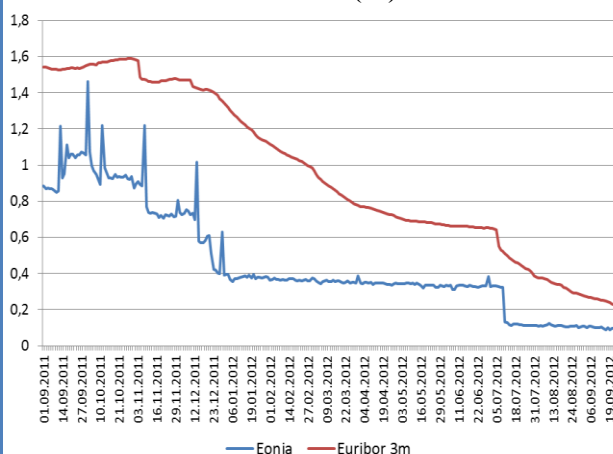


## Риски ликвидности

### Ситуация с ликвидностью в Европе

В последние месяцы в Европе складываются все более благоприятные условия для межбанковского кредитования: процентные ставки по кредитам овернайт и кредитам на срок три месяца снизились до рекордных уровней (рис.10). Тем не менее, из-за проблемы суверенных долгов среди банков сохраняется определенный уровень недоверия друг к другу. Как уже отмечалось, ЕЦБ принял решение о выкупе госбумаг на условиях полной стерилизации потраченной суммы. Однако нет никакой гарантии, что ЕЦБ полностью выведет из обращения выпущенные деньги, что может привести к риску чрезмерного увеличения баланса регулятора. Если бы ЕЦБ выкупил всю сумму долга Испании и Италии и не стерилизовал бы ее, размер активов регулятора возрос бы до 43% совокупного ВВП еврозоны.

**Рисунок 10. Динамика европейских процентных ставок (%)**

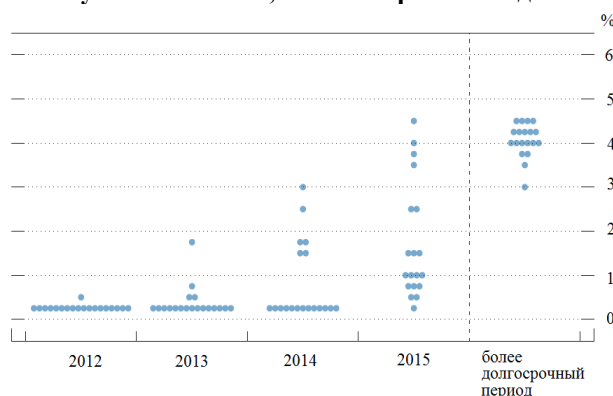


Источник: Bloomberg

### Риски количественного смягчения в США

По итогам заседания 12-13 сентября ФРС США объявила о беспрецедентных мерах стимулирования экономики с целью улучшения ситуации на рынке труда. Во-первых, был произведен запуск третьего раунда программы количественного смягчения (выкуп ипотечных облигаций на 40 млрд. долларов в месяц<sup>2</sup>, которым займется специальное агентство). Во-вторых, были продлены сроки сохранения процентных ставок около нуля до середины 2015 года. Ранее в качестве срока ужесточения процентной политики назывался конец 2014 года. Ожидания участников Комитета по операциям на открытом рынке ФРС США представлены на рис.11. В целом реакция рынка на меры ФРС США позитивна, но реальный эффект выкупа ипотечных бумаг на рынок недвижимости, скорее всего, реализуется не сразу, и, возможно, не в той мере, которая позволила бы повысить уровень занятости населения до желаемых значений. Существует также риск превышения установленного целевого ориентира по инфляции в 2% годовых (на 31 августа 2012 года инфляция достигла 1,7%). О рисках ускорения инфляции в стране свидетельствует расширение спреда между доходностью десятилетних гособлигаций и доходностью привязанных к инфляции госбумаг с аналогичным сроком обращения (рис.12). Серьезным препятствием для оживления экономики США может стать ужесточение фискальной политики<sup>3</sup>.

**Рисунок 11. Ожидания участников Комитета по операциям на открытом рынке относительно учетной ставки, на сентябрь 2012 года**



Источник: ФРС США

**Рисунок 12. Динамика доходностей казначейских облигаций США (%)**



Источник: Bloomberg

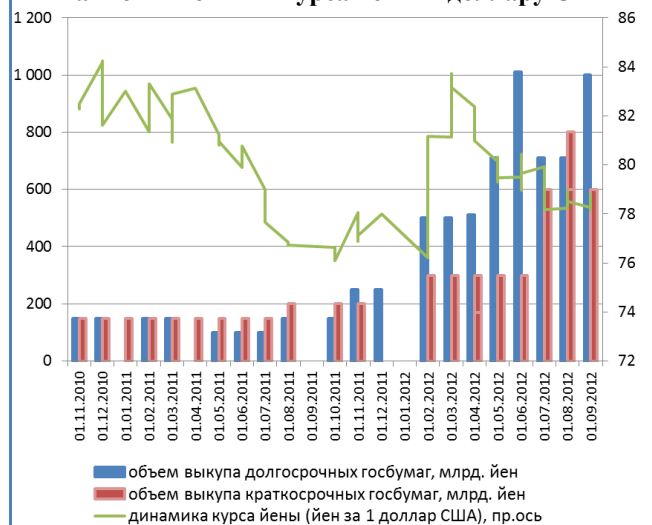
<sup>2</sup> С учетом программы «Твист» по замещению краткосрочных бумаг долгосрочными до конца 2012 года ежемесячные расходы ФРС США составят 85 млрд. долларов.

<sup>3</sup> Меры автоматически вступят в силу с начала 2013 года, если Конгресс не придет к иному компромиссному решению после президентских выборов в ноябре.

### Влияние монетарного стимулирования в США на другие страны (Япония)

На фоне монетарного стимулирования в США происходит обесценение доллара к другим валютам, в частности, к японской йене. Чтобы не допустить чрезмерного укрепления йены, которое негативно отражается на экспорте, Банк Японии в сентябре объявил об увеличении объема программы выкупа активов до 80 трлн. йен. За счет дополнительных 10 трлн. йен до конца 2013 года планируется выкупить краткосрочные и долгосрочные гособлигации в равном объеме. Эта мера, однако, может оказаться недостаточно эффективной. Действие предыдущего этапа расширения программы в феврале было краткосрочным, и рост курса йены в середине марта возобновился (рис.13). Риски снижения экспортной конкурентоспособности из-за снижения курса доллара актуальны для многих развивающихся стран, которым при этом сложнее вводить меры стимулирования из-за проблемы роста инфляции.

Рисунок 13. Динамика объемов выкупа госбумаг Банком Японии и курса йены к доллару США

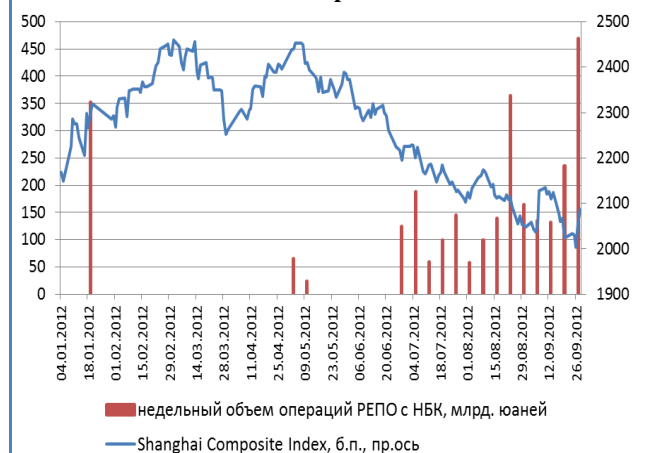


Источник: Банк Японии, Bloomberg

### Стимулирующие меры в Китае

Народный банк Китая (НБК) в сентябре, как и в предшествующий месяц, продолжил использовать операции РЕПО в качестве основного инструмента денежно-кредитной политики для предотвращения нехватки ликвидности в финансовой системе, поддержания падающего фондового рынка и в целом для стимулирования экономического роста. В сентябре регулятор осуществил вливания ликвидности в банковский сектор на рекордную сумму (972 млрд. юаней) на фоне падения главного фондового индекса Китая Shanghai Composite до минимума с марта 2009 года (в конце месяца индекс опустился до планки в 2000 б.п.) (рис.14). НБК пока воздерживается от использования других инструментов монетарной политики (снижение базовой процентной ставки и нормативов обязательного резервирования), хотя нельзя исключать того, что он прибегнет и к ним в случае дальнейшего ухудшения макроэкономической ситуации в стране.

Рисунок 14. Недельные объемы операций РЕПО с НБК и динамика фондового индекса Shanghai Composite



Источник: Народный банк Китая, Bloomberg

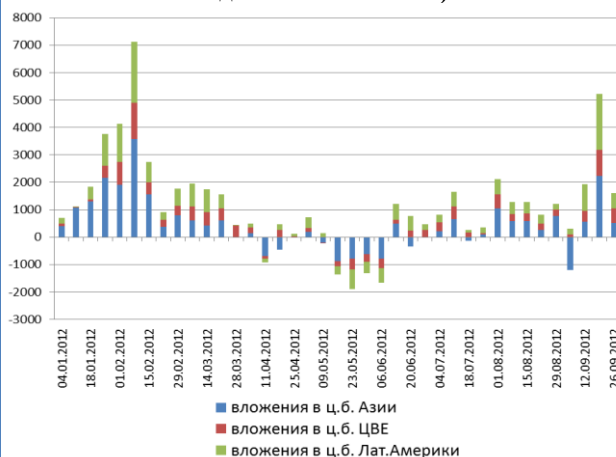


## Риски потоков капитала

### Приток капитала на развивающиеся рынки

На фоне активных действий со стороны ведущих центральных банков по поддержке экономики наблюдается небольшой рост риск-аппетита и, соответственно, иностранных инвестиций в фонды ценных бумаг развивающихся стран. За период с 29 августа по 26 сентября чистый приток в акции и облигации стран Азии составил 2,1 млрд. долларов, Центральной и Восточной Европы – 2 млрд. долларов, Латинской Америки – 3,8 млрд. долларов (рис.15). Как показал опыт предшествующих вливаний ликвидности, их эффект оказывается краткосрочным, поэтому нельзя исключать возобновления оттока капитала из развивающихся стран в случае обострения долговых проблем в еврозоне, а также с учетом новых рисков, связанных с предстоящими в ноябре выборами в США.

**Рисунок 15. Динамика вложений в фонды развивающихся стран (млн. долларов США, недельные значения)**

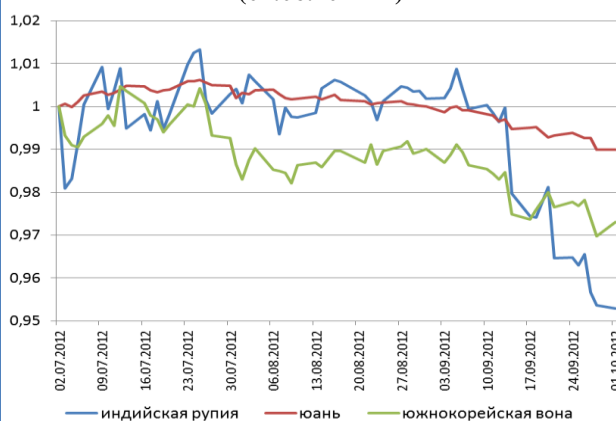


Источник: EPFR

### Укрепление национальных валют азиатских стран относительно доллара США

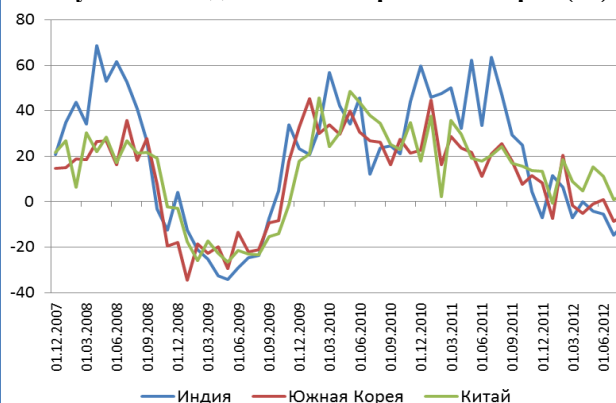
Масштабные стимулирующие меры, предпринятые в США в июле и сентябре, а также последовавшие за ними действия со стороны Банка Японии по расширению программы выкупа активов негативно влияют на развивающиеся страны посредством валютного канала распространения рисков. Давление стимулирующей политики, в первую очередь, ощутили на себе страны Азии – курсы их национальных валют к доллару США заметно выросли (рис.16). Укрепление национальных валют вредит экспортной конкурентоспособности развивающихся стран, чьи годовые темпы роста экспорта резко снизились за последний год: в Индии и Южной Корее сейчас наблюдаются отрицательные значения показателя (рис.17). С учетом ухудшающейся макроэкономической конъюнктуры Резервный банк Индии, несмотря на высокую инфляцию, снизил нормативы резервирования<sup>4</sup>, а в Корее планируется увеличение госрасходов<sup>5</sup>. Действия регуляторов объяснимы не только с точки зрения необходимости поддержания экономической активности в условиях глобальной нестабильности, но и являются вынужденными, поскольку реализация стимулирующих мер развитыми странами создает все больше предпосылок для обострения проблемы «валютных войн».

**Рисунок 16. Динамика индексов курсов валют развивающихся стран Азии к доллару США (01.06.2012=1)**



Источник: Bloomberg

**Рисунок 17. Годовые темпы роста экспорта (%)**



Источник: Bloomberg

<sup>4</sup> 11 августа ставка резервирования части депозитов до востребования и срочных депозитов в форме гособлигаций и других гарантированных ценных бумаг (Statutory Liquidity Ratio) была снижена с 24% до 23%, а 22 сентября ставка по тем же депозитам в форме наличных денег (Cash Reserve Ratio) – с 4,75% до 4,5%.

<sup>5</sup> Согласно пресс-релизу Министерства стратегии и финансов Южной Кореи от 5 сентября 2012 года, расходы правительства будут увеличены на 126,1 трлн. вон (7,2%) за период с 2012 по 2016 годы.

## Риски России

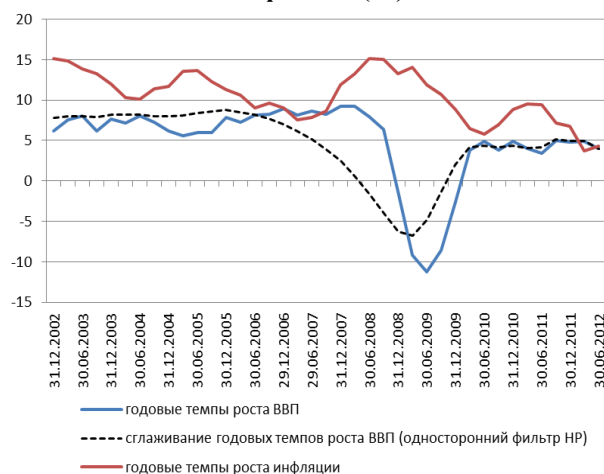
### Риски ускорения инфляции

Банк России с 14 сентября 2012 года повысил ставку рефинансирования и процентные ставки по операциям Банка России на 0,25 процентного пункта (ставка рефинансирования повышена до 8,25%). Решение было принято в связи с ростом цен и инфляционных ожиданий, увеличивающим риски превышения среднесрочных ориентиров Банка России по инфляции. По оценке Росстата, по итогам сентября годовой темп прироста потребительских цен составил 6,6%, превысив верхнюю границу целевого диапазона, определенного на 2012 год (6%). В настоящее время риски ускорения инфляции для России являются более существенными по сравнению с рисками замедления экономического роста, так как совокупный выпуск находится вблизи своего потенциального уровня (рис.18). В этой связи некоторое ужесточение денежно-кредитной политики должно оказать позитивное влияние на экономику. Следует также отметить, что, несмотря на предпринятые действия, во второй половине сентября продолжался рост задолженности кредитных организаций перед Банком России по операциям прямого РЕПО. При этом увеличилось соотношение задолженности кредитных организаций перед Банком России по операциям прямого РЕПО по всем срокам ко всему объему обеспечения, имеющегося в распоряжении у кредитных организаций (коэффициент утилизации) (рис.19). Значение коэффициента, однако, невысоко (ниже 50%), поэтому можно констатировать наличие достаточного потенциала рефинансирования у банков.

### Реакция денежного рынка на повышение ставки рефинансирования

После того как Банк России повысил ставку рефинансирования, общий уровень процентных ставок на денежном рынке возрос: индикативные ставки Mosprime на 1 день<sup>6</sup> и Ruonia<sup>7</sup> увеличились с 14 сентября на 0,6 п.п. и 1,06 п.п. соответственно (рис.20). Ставки, однако, изменяются в рамках границ волатильности, наблюдаемой с начала 2012 года, то есть их уровень остается приемлемым. В краткосрочном периоде вероятен небольшой рост ставок по кредитованию нефинансовых организаций и населения.

Рисунок 18. Динамика годовых темпов роста ВВП и инфляции (%)



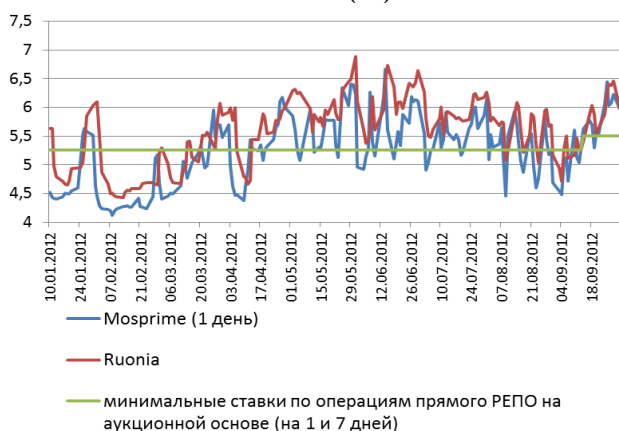
Источник: Bloomberg

Рисунок 19. Динамика коэффициента утилизации и минимальных ставок по операциям прямого РЕПО на аукционной основе на 1 и 7 дней



Источник: Банк России, отчетность банков

Рисунок 20. Динамика индикативных процентных ставок (%)



Источник: Банк России

<sup>6</sup> Mosprime на 1 день – индикативная ставка «овернайт» предоставления рублевых кредитов (депозитов) на московском денежном рынке.

<sup>7</sup> Ruonia – индикативная взвешенная рублевая депозитная ставка «овернайт» российского межбанковского рынка.