

ОБЗОР ГЛОБАЛЬНЫХ РИСКОВ

МАРТ 2012

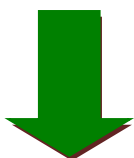
Позитивные события марта, а именно реструктуризация долга Греции и хорошие результаты стресс-теста банковского сектора США, способствовали снижению уровня глобальных рисков. Тем не менее, дальнейший рост на мировых фондовых площадках и восстановление доверия участников рынка не гарантированы с учетом того, что бюджетные проблемы продолжают довлеть над многими странами еврозоны. Процесс реализации структурных реформ, особенно в части урезания бюджетных расходов, определит развитие ситуации в еврозоне в ближайшей перспективе.

Кредитные риски



В марте произошло два знаковых события, которые способствовали **заметному снижению уровня кредитных рисков**: во-первых, состоялась успешная реструктуризация госдолга Греции, во-вторых, результаты стресс-тестирования ФРС выявили довольно высокую степень устойчивости банковской системы США к рискам рецессии. Тем не менее, несмотря на благоприятный фон, в ряде стран еврозоны все еще сохраняются бюджетные проблемы. Любое промедление в их решении может создать новые риски дестабилизации в ближайшем будущем.

Рыночные риски



Мировые фондовые индексы продолжают демонстрировать тенденцию к росту, однако улучшение конъюнктуры финансовых рынков не сопровождается восстановлением реального сектора экономики во многих странах еврозоны, а в одной из крупнейших развивающихся стран – в Китае – происходит замедление роста. Кроме того, нарастающий бум на фондовом рынке Японии в условиях ослабления йены и решение Банка Японии удерживать инфляцию не ниже 1% грозят дестабилизацией рынку долговых бумаг страны.

Риски ликвидности



ЕЦБ и ФРС США в марте решили пока воздержаться от дополнительных стимулирующих мер поддержки финансового рынка. Такое решение было принято на фоне **стабилизации ситуации на европейском денежном рынке** и с учетом **улучшения некоторых макроэкономических показателей в США**. Европейский регулятор считает, что на нынешнем этапе необходимо сфокусироваться на проблеме ускорения инфляции как ключевом риске, представляющем угрозу для экономики региона.

Риски потоков капитала



Снижение турбулентности на мировых рынках в результате действий монетарных властей по урегулированию проблем еврозоны привело к **существенному росту аппетита к риску среди инвесторов**. В этой связи показательна восходящая динамика доходности долгосрочных гособлигаций США. Инвесторы выводят средства из безопасных активов в пользу более рискованных вложений в фонды развивающихся рынков.

Кредитные риски

Реструктуризация долга Греции заметно снизила уровень кредитных рисков в еврозоне

Успешная реструктуризация долга Греции позитивно отразилась на уровне кредитных рисков в еврозоне (рис.1). Греция смогла избежать бесконтрольного дефолта 20 марта 2012 года в срок выплат по старым облигациям, завершив обмен долговых обязательств общим номиналом 197 млрд. евро (около 96%¹ от всех бумаг на руках у частного сектора). Согласно условиям программы реструктуризации (табл.1), номинальная стоимость облигаций при обмене была сокращена на 53,5%, что позволило уменьшить госдолг страны более чем на 100 млрд. евро. При этом Греции пришлось задействовать оговорку о коллективных действиях, чтобы распространить условия добровольного обмена на несогласное меньшинство. Несмотря на то, что Международная ассоциация по свопам и деривативам ISDA признала реструктуризацию долга Греции кредитным событием, санкционирование выплат по CDS принесло лишь символические потери в размере 3,2 млрд. долларов (чистая стоимость всех действующих контрактов CDS на Грецию с учетом взаимозачетов по контрактам). В результате этих событий МВФ принял решение выделить Греции 28 млрд. евро в рамках второго пакета помощи, а агентство Fitch вывело кредитный рейтинг страны из дефолтной категории (до «В-»). Кроме того, в марте лидеры стран ЕС, за исключением Великобритании и Чехии, подписали ранее согласованный бюджетный пакт. Этот шаг должен поспособствовать бюджетной устойчивости в регионе.

Обострение бюджетных проблем в Испании

Несмотря на благоприятный фон, сформировавшийся в еврозоне в результате предотвращения дефолта Греции, бюджетные проблемы в регионе сохраняются. Повышенное внимание европейских лидеров обращено на Испанию, которая увеличила целевой показатель бюджетного дефицита на 2012 год с 4,4% ВВП до 5,8% ВВП (по итогам 2011 года показатель составил 8,51% ВВП). Об ухудшении ситуации в Испании свидетельствует значительный объем непогашенных облигаций, гарантированных государством, относительно ВВП страны (рис.2). В случае кризиса, необходимость совершения выплат по гарантиям может оказать сильное давление на бюджет. Европейские лидеры призывают власти сократить бюджетные расходы и довести бюджетный дефицит в текущем году до 5,3% ВВП.

Рисунок 1. Динамика спредов доходностей десятилетних гособлигаций проблемных стран еврозоны (с Германией), в п.п.

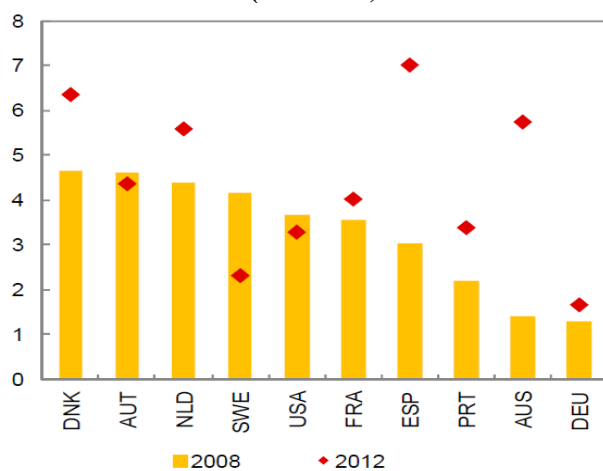


Источник: Datastream

Таблица 1. Условия реструктуризации долга Греции

197 млрд. евро, из них	Общая сумма реструктурированных долговых обязательств Греции
177 млрд. евро	- бумаги, выпущенные в рамках законодательства страны
20 млрд. евро	- бумаги, выпущенные в рамках иностранного законодательства
Условия программы реструктуризации	
Сокращение основного долга на 53,5%	- на каждые 100 евро старых бумаг инвесторы получили новые облигации номиналом 31,5 евро (представлены 20 сериями с погашением между 2023 и 2042 г.) плюс двухлетние бумаги Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF) номиналом 15 евро; средневзвешенная ставка купона - 3,65% (ставка будет нарастать с первоначальных 2% до 4,3%) - фактические потери инвесторов при обмене составили около 75% исходя из чистой приведенной стоимости (NPV)

Рисунок 2. Объем непогашенных облигаций частного сектора, гарантированных государством (в % ВВП)



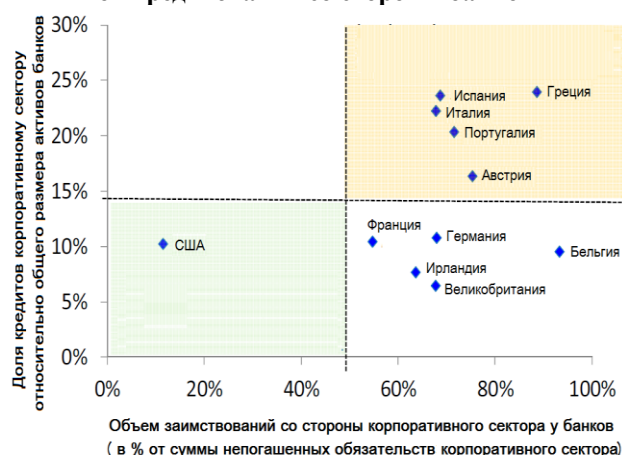
Источник: МВФ

¹ Реструктуризация остатка долга перенесена на апрель 2012 года.

Риски сокращения лeverеджа европейскими банками для корпоративного сектора

В последние месяцы европейские банки активно сокращают уровень лeverеджа в целях доведения части основного капитала в форме обыкновенных акций до регулятивного минимума, установленного Европейским банковским управлением (ЕВА). В этой связи в Европе повышается риск сокращения объемов кредитования банками, которое может негативно отразиться на корпоративном секторе. Такой риск особенно остро стоит перед странами еврозоны, учитывая высокую долю банковских займов со стороны корпоративного сектора относительно непогашенных обязательств – более 50% (рис.3). Следует также отметить, что малые и средние предприятия в наибольшей степени подвержены рискам снижения лeverеджа.

Рисунок 3. Зависимость корпоративного сектора от кредитования со стороны банков

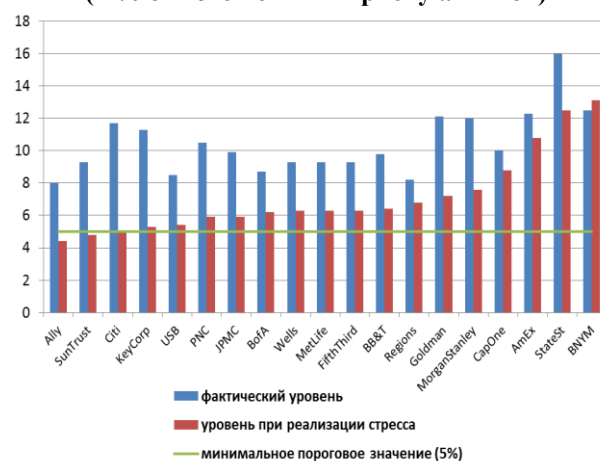


Источник: ЕЦБ, Евростат, ФРС, МВФ

Стресс-тестирование финансовых институтов США

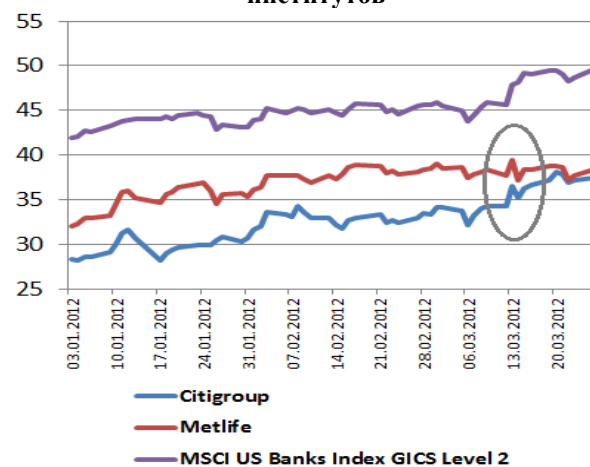
ФРС США обнародовала итоги стресс-тестирования банковского сектора. Сценарий стресс-теста предполагал рост безработицы до 13% с нынешних 8%, снижение цен на жилье на 21% и падение акций на 51%. Результаты показали, что 15 из 19 крупнейших финансовых институтов страны сохраняют достаточный уровень капитала даже в случае наступления глубокой рецессии. При этом общий размер убытков всех выбранных институтов, которые могут реализоваться в течение девяти кварталов, оценивается в 534 млрд. долларов (не включая убытки, связанные с операционными рисками). Худшие результаты по показателям достаточности капитала продемонстрировали Citigroup, Ally Financial, Suntrust, Metlife – они не прошли минимально установленные пороговые значения по одному и более показателей. При этом установлено, что у первых трех финансовых институтов в случае реализации стрессового сценария уровень базового основного капитала опустится ниже 5% (рис.4). В целом результаты проверки ФРС выявили довольно высокую степень устойчивости банковской системы США к рискам рецессии и вызвали позитивную реакцию рынка, что нашло отражение в уверенном росте банковских акций. Несмотря на то, что стоимость акций финансовых институтов, не прошедших стресс-тест, после публикации результатов упала, рост их стоимости практически сразу возобновился (рис.5). Аналогичные проверки устойчивости банков ФРС намерена проводить ежегодно.

Рисунок 4. Уровень основного базового капитала (в % от взвешенных к риску активов)



Источник: ФРС США

Рисунок 5. Динамика банковского индекса MSCI US Banks и акций отдельных финансовых институтов



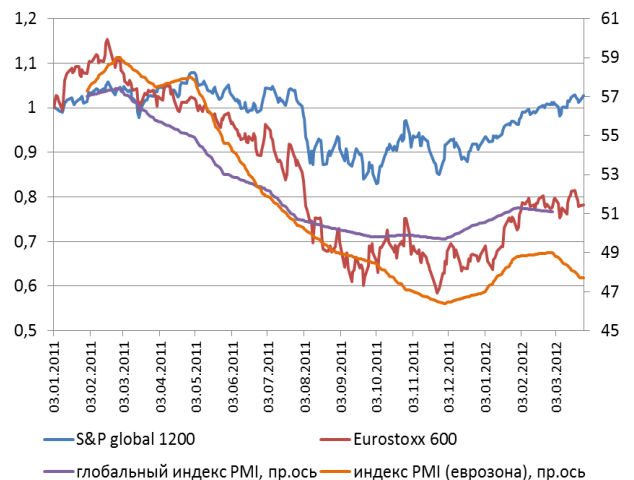
Источник: Bloomberg

Рыночные риски

Улучшение ситуации на фондовых рынках сопровождается сохранением проблем в реальном секторе

На фоне активных действий монетарных властей по предотвращению долгового кризиса в еврозоне происходит улучшение ситуации на мировых фондовых рынках: основные индексы стоимости акций с начала текущего года демонстрируют стабильный рост. При этом улучшения в финансовом секторе не оказали ощутимого влияния на реальный сектор экономики. В феврале рост индексов деловой активности замедлился, а в марте наблюдается спад в еврозоне, свидетельствуя о том, что многие экономики стран региона еще не вышли из состояния рецессии (рис.6). Кроме того, в Китае происходит замедление экономического роста, которое может обернуться усилением рисков экономического спада в мире. В марте власти страны опустили прогноз темпов роста ВВП на 2012 год до 7,5%.

Рисунок 6. Динамика индексов стоимости акций (03.01.2011 = 1) и индексов деловой активности (б.п.)

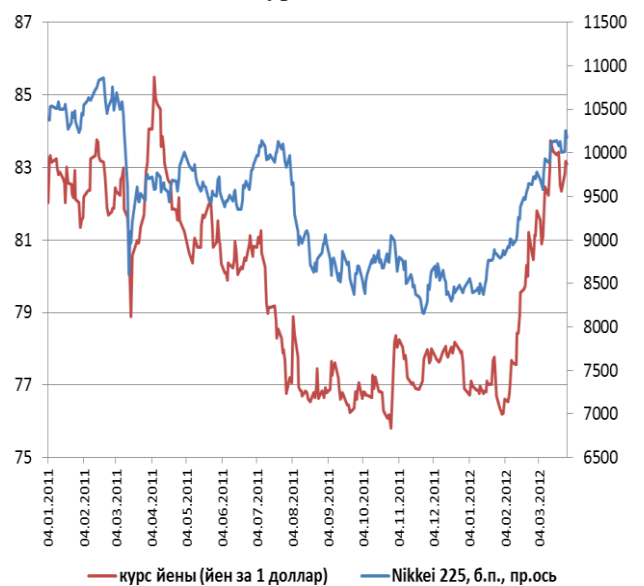


Источник: Bloomberg

Риски нарастающего бума на фондовом рынке Японии в условиях ослабления йены

Японские фондовые индексы вернулись к уровням, наблюдавшимся до землетрясения весной прошлого года. Бурная активность на японском рынке отчасти объясняется позитивной динамикой мировых фондовых индексов и сопровождается снижением курса йены относительно доллара США. С начала 2012 года йена упала на 7,7% (рис.7). Сыграло свою роль и обещание Банка Японии направить усилия на удержание инфляции на уровне 1%. Дополнительным фактором, повлиявшим на ослабление йены, стали февральские меры Банка Японии по расширению программы выкупа активов. Бум на фондовом рынке Японии, происходящий на фоне падения курса йены, однако, создает угрозу дестабилизации экономической ситуации в стране. Если инфляция в Японии начнет набирать обороты, вряд ли удастся остановить быстрое падение курса йены, повышавшегося на протяжении многих лет. В результате произойдет рост внутренних ставок и возрастут издержки по обслуживанию госдолга, который находится на чрезмерно высоком уровне (более 200% ВВП).

Рисунок 7. Динамика индекса Nikkei 225 и курса йены



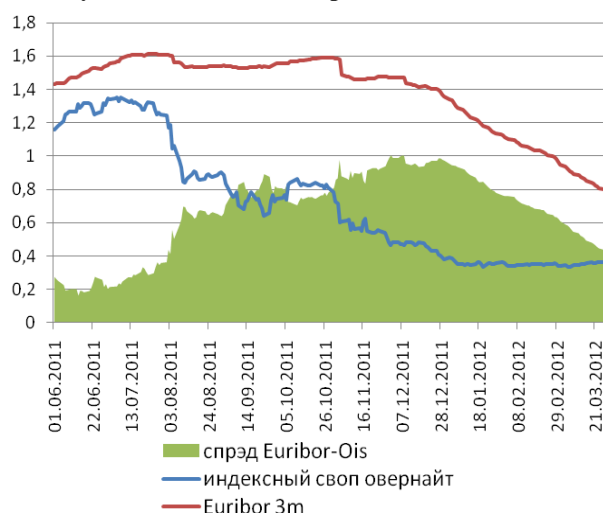
Источник: Bloomberg

Риски ликвидности

Последствия стимулирующих мер поддержки и выбор дальнейшего курса ДКП

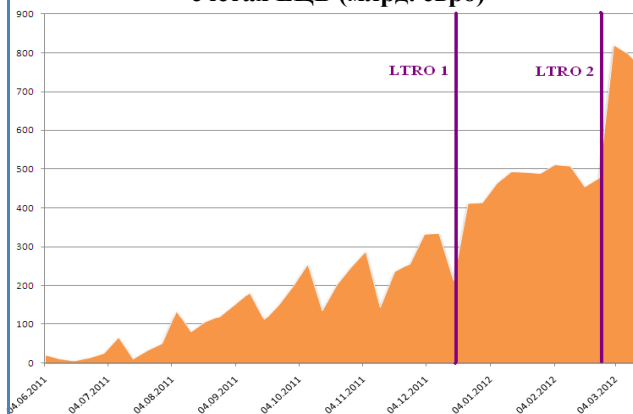
После предпринятых в течение последних месяцев экстраординарных мер стимулирования экономики и поддержки финансового сектора ведущие мировые центральные банки в марте взяли паузу, чтобы оценить произведенный эффект. Результатом проведенного ЕЦБ в конце февраля второго аукциона долгосрочного рефинансирования стало дальнейшее улучшение ситуации с ликвидностью на европейском денежном рынке, которое отражается на динамике ставок (рис.8), и росте депозитов банков на счетах ЕЦБ. Объем депозитов, ежедневно размещаемых на счетах ЕЦБ по ставке 0,25%, в марте превысил 800 млрд. евро (рис.9). Размещение банками средств в ЕЦБ по ставке ниже рыночной говорит о том, что, несмотря на сокращение спреда процентных ставок, на межбанковском рынке кредитования по-прежнему наблюдается недостаток доверия. Однако ЕЦБ пока не планирует проводить дополнительные стимулирующие меры поддержки финансового рынка. В качестве одного из ключевых рисков, на котором предстоит сфокусироваться регулятору, глава ЕЦБ М. Драги отметил ускорение инфляции. Прогноз инфляции на 2012 год был пересмотрен с 2% в декабре до 2,4% в марте. ФРС США также воздерживается от дальнейшего стимулирования экономики. В частности, ФРС пока отказывается от проведения третьего раунда программы «количественного смягчения» QE3 и расширения объема проводимой операции «Твист»², которая действует до июня 2012 года. На решение регулятора повлияло улучшение ситуации на рынке труда, стабильно умеренные ожидания относительно темпов роста экономики, а также нежелание еще больше увеличивать размер баланса ФРС (рис.10). Позитивными факторами стали также рост уверенности в банковском секторе США после проведенного стресс-тестирования и намерение крупных банков Region Financial и Zions Bancorporation в ближайшее время вернуть Минфину средства, которые были получены в рамках программы TARP (Troubled Asset Relief Program) в период кризиса 2008 года. В целом, Министерству финансов США было возвращено уже 80% кредитов, выданных финансовым компаниям страны в качестве финансовой помощи по данной программе.

Рисунок 8. Динамика спреда Euribor-OIS (п.п.)



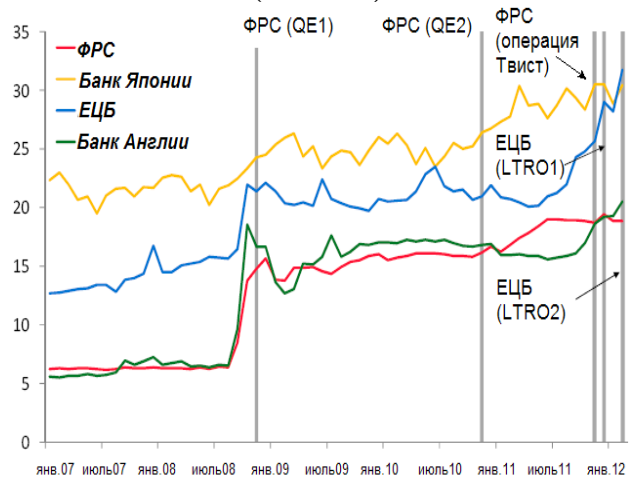
Источник: Bloomberg

Рисунок 9. Объем депозитов, размещенных на счетах ЕЦБ (млрд. евро)



Источник: ЕЦБ

Рисунок 10. Балансы центральных банков (в % ВВП)



Источник: МВФ

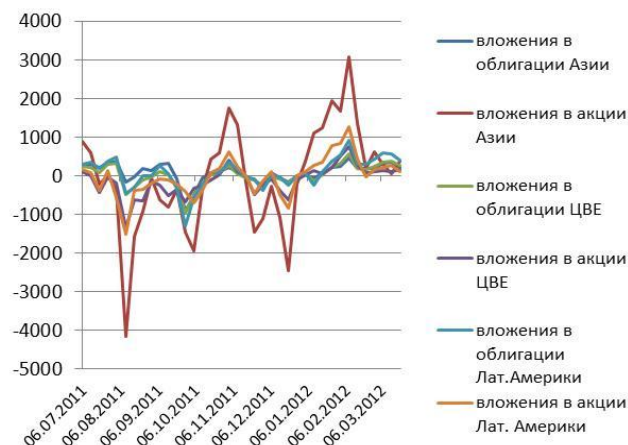
² ФРС запустила операцию «Твист» 21 сентября 2011 года с целью стимулирования экономики посредством снижения процентных ставок по долгосрочным долговым бумагам. В рамках данной операции ФРС должна осуществить покупку долгосрочных гособлигаций на сумму 400 млрд. долларов за счет продажи с баланса такого же объема краткосрочных гособлигаций (на начало марта ФРС осуществила сделки на сумму 200 млрд. долларов).

Риски потоков капитала

Рост склонности инвесторов к риску

Доверие инвесторов к мировой экономике заметно выросло. Наиболее ярко тезис о росте аппетита к риску иллюстрирует приток капитала в фонды развивающихся рынков. По данным EPFR, с начала 2012 года драйверами роста стали вложения в акции азиатских стран (рис.11), хотя в марте объемы вложений в эти виды активов сократились. Суммарный объем притока капитала в фонды развивающихся рынков в марте составил 5,2 млрд. долларов (из них 2,1 млрд. долларов пришлось на Латинскую Америку, 1,6 млрд. долларов – на Азию и 1,4 млрд. долларов – на страны Центральной и Восточной Европы). Вместе с тем, в марте произошел существенный отток вложений из фондов США, в частности из долгосрочных гособлигаций, который также свидетельствует о росте привлекательности более рискованных активов. За первые три недели марта чистый отток вложений из долгосрочных гособлигаций США составил 313,4 млн. долларов. Резкая смена тренда в движении средств инвесторов непосредственно взаимосвязана с произошедшим в марте скачком в доходности американских десятилетних гособлигаций (рис.12). Этот показатель сохранялся на низком уровне на протяжении наиболее острой фазы развития долгового кризиса в еврозоне, начавшейся летом прошлого года. Более того, по оценкам экспертов МВФ, уровень склонности инвесторов к риску за первый квартал 2012 года существенно увеличился по сравнению с уровнем, наблюдавшимся еще на начальной стадии обострения долгового кризиса (рис.13). В этой связи развивающимся странам следует проводить еще более осторожную политику в отношении регулирования потоков капитала в части притока краткосрочных инвестиций. Чрезмерный приток спекулятивного капитала может спровоцировать нежелательное укрепление курсов национальных валют, которое навредит конкурентоспособности экспортеров на внешних рынках. Более того, развивающиеся страны не застрахованы от внезапного оттока инвестиций, поскольку поведение инвесторов изменяется в зависимости от конъюнктуры мировых рынков. В этой связи риски развивающихся стран возрастают, хотя, безусловно, приток в фонды развивающихся стран должен способствовать их более динамичному экономическому росту в ближайшее время.

Рисунок 11. Динамика движение капитала в фонды развивающихся рынков, млн. долларов, недельные значения



Источник: EPFR

Рисунок 12. Динамика вложений в долгосрочные гособлигации США и их доходности



Источник: EPFR, Bloomberg

Рисунок 13. Карта рисков



Дальше от центра: рост рисков, смягчение денежно-кредитных условий, рост склонности инвесторов к риску
Источник: МВФ

Риски России

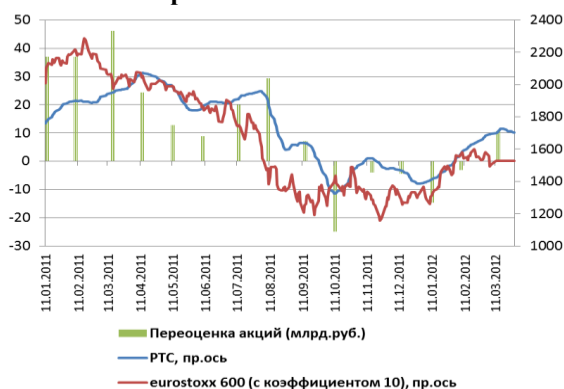
Риски фондового рынка

На фоне улучшения конъюнктуры мировых фондовых рынков на протяжении последних месяцев наблюдается повышательная динамика индексов в России. Образовавшийся тренд положительно отражается на прибыльности банков, в том числе благодаря сокращению размера отрицательной переоценки долговых обязательств и росту положительной переоценки акций (рис.14,15). На 01.03.2012 общая сумма переоценки по долговым обязательствам составила -9 млрд. руб., а по акциям 10,6 млрд. руб. Тем не менее, существует риск увеличения размера отрицательной переоценки ценных бумаг, если ситуация с кризисом в еврозоне все же не выправится. Основные потери из-за отрицательной переоценки стоимости бумаг связаны с инструментами внутреннего рынка: гособлигациями, корпоративными облигациями и акциями. Существенную долю составляют также облигации, использующиеся в качестве обеспечения в операциях РЕПО. При этом потери по ценным бумагам нерезидентов довольно ограничены. На 01.03.2012 в структуре вложений российских банков в ценные бумаги на долю вложений в долговые и долевыми инструментами нерезидентов приходилось 13,1% и 1,3% соответственно. Кроме того, максимально возможные потери от отрицательной переоценки несопоставимо меньше собственного капитала банков.

Риски России на внешнем рынке еврообондов

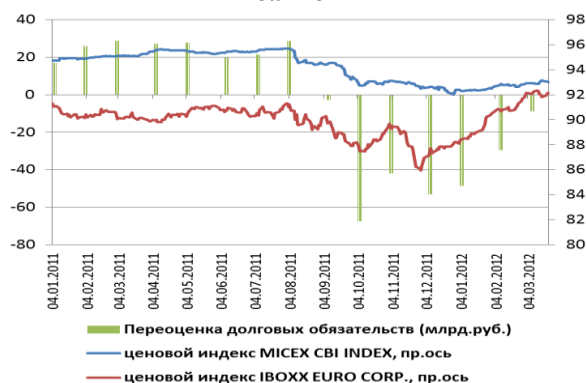
В условиях возвращения мировых фондовых индексов к уровням, наблюдавшимся до обострения долгового кризиса в еврозоне, а также на фоне роста склонности инвесторов к риску повысился спрос на еврооблигации Минфина России. Минфин России в марте разместил еврооблигации на 7 млрд. долларов, тогда как спрос более чем втрое превысил объем размещения. Один из важных факторов ажиотажного спроса со стороны инвесторов – хорошее «качество» суверенного риска России в условиях высоких цен на нефть. Россия среди развивающихся стран имеет одно из самых низких соотношений госдолга к ВВП (рис.16). Таким образом, спрос инвесторов во многом обусловлен конъюнктурными факторами, и в случае падения цен на нефть бюджетные проблемы существенно осложнят доступ страны к внешнему рынку еврообондов.

Рисунок 14. Динамика ценовых индексов акций России и Европы и переоценки портфеля акций российских банков



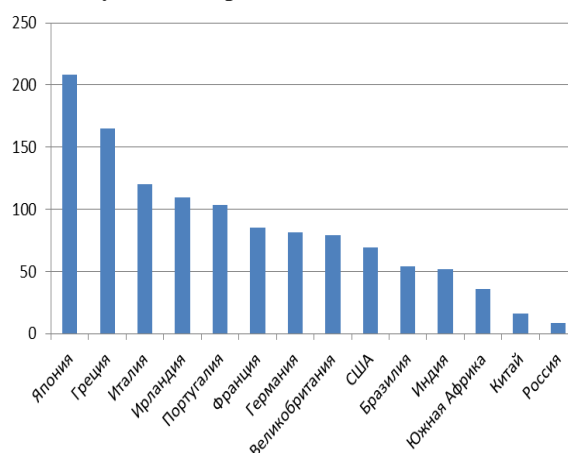
Источник: Bloomberg, Банк России

Рисунок 15. Динамика ценовых индексов корпоративных облигаций России и Европы и переоценки долговых обязательств российских банков



Источник: Datastream, Банк России

Рисунок 16. Уровень госдолга в % ВВП



Источник: Reuters