

ОБЗОР ГЛОБАЛЬНЫХ РИСКОВ

МАРТ 2013

Развернувшийся в марте кризис в банковской системе Кипра вынудил кипрские власти принять жесткие условия Еврогруппы по участию вкладчиков в реструктуризации крупнейших проблемных банков в обмен на предоставление кредита. Данное решение создало прецедент, который означает, что подобные условия могут быть выдвинуты к другим проблемным странам еврозоны, если они обратятся за дополнительной поддержкой к «тройке» международных кредиторов. В таком случае при самом неблагоприятном сценарии у европейских регуляторов могут возникнуть трудности при урегулировании долгового кризиса, что неизбежно повлечет за собой целую цепочку негативных последствий для мировой экономики в целом.

Кредитные риски



На фоне сложных переговоров кипрских властей с Еврогруппой по согласованию условий предоставления кредита, необходимого для предотвращения наихудшего сценария кризиса в банковской системе Кипра, **в еврозоне вновь обострились долговые риски**. Кипрским властям пришлось согласиться на участие вкладчиков в реструктуризации двух крупнейших проблемных банков. Хотя это позволило не допустить дефолт банков, последующий суверенный дефолт Кипра и вынужденный выход страны из состава еврозоны, образовался прецедент, который теперь не исключает возможности выдвигания подобных условий к другим проблемным странам еврозоны.

Рыночные риски



На фондовых рынках наблюдаются **разнонаправленные тенденции**: если в Европе происходит коррекция индексов из-за возобновления долговых рисков и неблагоприятных перспектив роста ВВП, то фондовые рынки крупнейших стран (США, Япония) находятся на подъеме в условиях улучшения макроэкономических показателей. На валютном рынке **усилились риски ослабления евро относительно доллара США** – курс единой валюты опустился до значений середины 2012 года.

Риски ликвидности



Благодаря мягкой денежно-кредитной политике, проводимой в развитых странах, **на денежных рынках поддерживаются благоприятные условия кредитования**. Ведущие центральные банки (ФРС США, Банк Англии, Банк Японии) сохранили ставки на прежних уровнях и подтвердили объемы программ выкупа активов. При этом Банк Японии не исключает возможность осуществления выкупа долговых обязательств с более длительными сроками погашения. На европейском денежном рынке также сохраняются благоприятные условия, однако ввиду сложившейся на Кипре ситуации повышаются **риски образования повышенного спроса на ликвидность у банков Кипра и других проблемных стран**.

Риски потоков капитала



В марте на фоне возобновившейся нестабильности в еврозоне наблюдалось **снижение склонности инвесторов к риску**, которое привело к **небольшому оттоку средств из фондов ценных бумаг развивающихся стран**. В ближайшей перспективе можно ожидать постепенного восстановления притока вложений с учетом того, что договоренности по Кипру были достигнуты, а реализация стимулирующих мер в развитых странах продолжается.

Кредитные риски

Кризис в банковской системе Кипра

Кризис в банковской системе Кипра стал ключевым событием месяца, которое повысило уровень кредитных рисков в еврозоне. Кипрским властям после сложных переговоров пришлось согласиться на жесткие условия Еврогруппы по участию вкладчиков в спасении банковского сектора в обмен на предоставление кредита на сумму 10 млрд. евро¹. За счет средств крупных вкладчиков предполагается провести реструктуризацию двух крупнейших проблемных банков – Cyprus Popular Bank (Laiki) и Bank of Cyprus (табл.1).² Эти банки из-за значительных вложений в греческие долговые обязательства понесли большие убытки в результате кризиса в Греции. Правительству Кипра также пришлось установить ряд ограничительных мер на движение капитала, чтобы не допустить массовый отток капитала после открытия банков, которые были закрыты на время переговоров с Еврогруппой (табл.2). Следует отметить, что банковский сектор является ключевым для экономики Кипра (его активы составляют более 750% ВВП страны), поэтому влияние банковского кризиса на экономику государства будет значительным. Кроме того, готовность Президента реализовать столь радикальные меры, как введение единовременного налога на банковские депозиты, стала прецедентом, который фактически означает утрату Кипром прежнего статуса гаранта сохранности сбережений. И несмотря на попытки властей спасти банковский сектор, по мнению аналитиков рейтингового агентства Moody's, риск выхода Кипра из еврозоны только увеличивается. Рейтинговое агентство Fitch понизило долгосрочный и краткосрочный рейтинги дефолта эмитента двух крупнейших кипрских банков до дефолтных уровней (Laiki Bank до D (дефолт) и Bank of Cyprus до RD (ограниченный дефолт) и заявило, что может понизить долгосрочный кредитный рейтинг Кипра, который сейчас находится на «спекулятивном» уровне В.

Таблица 1. План реструктуризации крупнейших банков Кипра

1.	Заккрытие Laiki Bank: - «плохая» часть активов будет впоследствии ликвидирована - «хорошие» активы вместе с 9 млрд. евро, предоставляемыми в рамках программы Emergency Liquidity Assistance, будут переведены в Bank of Cyprus
2.	Все банковские депозиты Laiki Bank и Bank of Cyprus до 100 тыс. евро будут защищены, а превышающие 100 тыс. евро и незастрахованные депозиты будут заморожены на время реструктуризации банков

Источник: Правительство Кипра, ЦБ Кипра

Таблица 2. Ограничения на движение капитала, введенные Правительством Кипра*

1.	Вкладчикам банков позволено снимать не более 300 евро в сутки (или эквивалент данной суммы в другой иностранной валюте).
2.	Запрещается обналичивать банковские чеки.
3.	Срочные вклады не могут быть изъяты раньше времени.
4.	При единичном выезде из страны гражданам Кипра запрещено вывозить более 1 тыс. евро наличными (или эквивалент данной суммы в другой иностранной валюте).
5.	Расходы по кредитным и дебетовым картам за рубежом ограничены до 5 тыс. евро в месяц (пользование картами внутри страны не ограничено).
6.	Ограничены денежные переводы за рубеж (сумма возможных переводов не должна превышать 5 тыс. евро в месяц на человека и на банк, а перевод денег должен быть предназначен для оплаты импорта, выплаты заработной платы, проживания и оплаты за обучение киприотов за рубежом по предоставлению соответствующих документов).
7.	Для перевода денег от 5 тыс. евро до 200 тыс. евро необходимо получение разрешения специальной комиссии ЦБ. Решения о транзакциях свыше 200 тыс. евро принимаются ЦБ в индивидуальном порядке.

* Минфин Кипра 2 апреля частично смягчил установленные ограничения на движение капитала: повышен потолок по финансовым транзакциям, которые не требуют одобрения ЦБ Кипра до 25 тыс. евро с установленных 5 тыс. евро; разрешено использовать чеки на сумму до 9 тыс. евро в месяц.

Источник: Правительство, Минфин, ЦБ Кипра

¹ Кипр – пятая по счету страна (после Греции, Ирландии, Португалии и Испании), которая обратилась к «тройке» международных кредиторов за пакетом финансовой помощи с начала долгового кризиса в 2010 г.

² Первоначально условием предоставления кредита было введение единовременного налога на банковские депозиты в размере 6,75% до 100 тыс. евро и 9,9% свыше 100 тыс. евро, однако 19 марта Парламент Кипра отклонил скорректированный законопроект (0% для депозитов на сумму до 20 тыс. евро, 6,75% от 20 до 100 тыс. евро, 9,9% свыше 100 тыс. евро).

Оценка потерь крупных вкладчиков в рамках реструктуризации

Кипрские власти (Правительство совместно с ЦБ) 30 марта опубликовали план основных мер по реорганизации Bank of Cyprus. В соответствии с планом 37,5% суммы депозитов, превышающих 100 тыс. евро, будут обменены на акции нового выпуска класса А³. 22,5% будут временно заморожены до момента оценки дополнительных потребностей при реорганизации банка (в будущем, при необходимости, их также могут частично обменять на акции нового выпуска класса А). На оставшиеся 40% будут начисляться проценты, но эти средства нельзя будет снять со счета до нормализации ситуации (2 апреля ЦБ Кипра и «тройка» договорились о разморозке 10% процентов незастрахованных вкладов, которые находятся в Bank of Cyprus). Таким образом, потери вкладчиков (разница между суммой депозитов и стоимостью акций) пока равняются 37,5%, а могут достичь 60%. Крупным вкладчикам Cyprus Popular Bank (Laiki) угрожает потеря 80% средств. Оставшиеся 20%, по словам бывшего министра финансов Кипра М.Сарриса, будут выдавать в течение нескольких лет. Таким образом, если исходить из оценок Правительства Кипра по объему незастрахованных депозитов Bank of Cyprus (8,01 млрд. евро) и Laiki Bank (3,2 млрд. евро), потери крупных вкладчиков можно оценить в 3 и 2,56 млрд. евро соответственно (табл.3). Общая сумма 5,56 млрд. евро немного меньше 5,8 млрд. евро, которые Еврогруппа изначально требовала изыскать самостоятельно.

Рост рисков периферийных стран еврозоны

В условиях кризиса на Кипре рост недоверия среди участников рынка может вызвать распространение негативных последствий на другие периферийные страны еврозоны. В частности, может начаться отток средств с банковских депозитов и рост доходностей суверенных бумаг. Хотя указанные риски пока не проявились, свидетельством некоторого роста недоверия является снижение доходностей гособлигаций Германии – доходности двухлетних бумаг опустились до отрицательных значений (рис.1). В случае реализации неблагоприятного сценария проблемные страны могут обратиться за дополнительной поддержкой к «тройке» международных кредиторов, что осложнит урегулирование долгового кризиса в еврозоне.

Таблица 3. Оценка потерь по крупным депозитам в двух крупнейших банках (млрд. евро)

	Cyprus Popular Bank (Laiki Bank)	Bank of Cyprus	Всего в двух банках
Общий объем депозитов	17,9	27,8	45,7
Объем депозитов свыше 100 тыс. евро	3,2	8,01	11,21
Убытки вкладчиков	2,56 млрд. евро при спланировании 80%	3 млрд. евро при обмене 37,5% на акции 4,806 млрд. евро при обмене 60% на акции	5,56 7,366

Источник: финансовая отчетность банков на 30.09.2012

Рисунок 1. Доходности десятилетних и двухлетних гособлигаций Германии (%)



Источник: Bloomberg

³ Владельцы акций класса А будут иметь привилегированное положение по сравнению с текущими акционерами.

Результаты стресс-теста ФРС США свидетельствуют об устойчивости американской финансовой системы

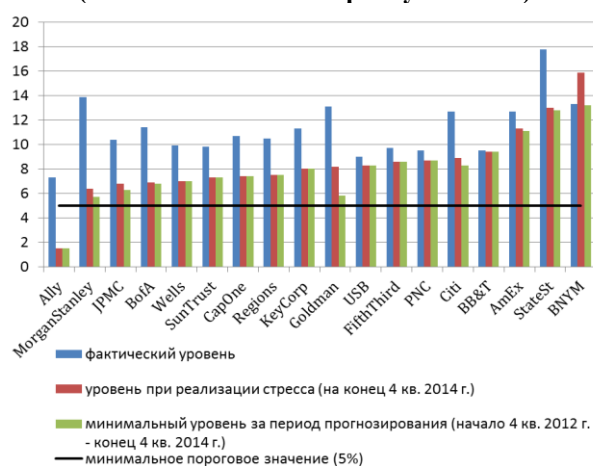
ФРС США в марте обнародовала итоги стресс-тестирования 18 крупнейших американских банковских холдинговых компаний с активами свыше 50 млрд. долл. США (этим банкам принадлежит около 70% совокупных активов банковской системы США).⁴ В рамках стресс-теста оценивалось, насколько эффективно указанные институты смогут справиться с резким ухудшением конъюнктуры: сценарий стресс-теста предполагал рост безработицы до 12,1%, снижение цен на жилье на 20% и падение акций на 50%. Горизонт прогнозирования составил девять кварталов (начало четвертого квартала 2012 года – конец четвертого квартала 2014 года). Результаты показали, что в случае неблагоприятного сценария агрегированный коэффициент достаточности основного базового капитала упадет с 11,1 до 7,7% (с учетом реализации запланированных институтами мер) (табл.4). При этом все институты, за исключением Ally Financial (рис.2), сохраняют достаточный уровень капитала. Коэффициент достаточности основного базового капитала для Ally Financial снизится до 1,5% от взвешенных по риску активов, тогда как минимальный порог установлен на отметке 5%. Общий размер потенциальных убытков всех выбранных институтов, которые могут реализоваться в течение девяти кварталов, оценивается в 462 млрд. долларов (включая убытки по кредитному (317), инвестиционному (13) и торговому (97) портфелям, а также прочие убытки (36)). При этом максимальными убытками могут оказаться у Bank of America (84,6 млрд. долл. США), JPMorgan (79,9), Citigroup (77,6) и Morgan Stanley (66,6). На Ally Financial приходится 5,2 млрд. долл. США. В целом результаты проверки ФРС США выявили достаточно высокую степень устойчивости банковской системы США к рискам рецессии и вызвали позитивную реакцию рынка, что нашло отражение в уверенном росте цен американских акций (рис.3). Результаты стресс-теста в этом году улучшились по сравнению с 2012 годом. Год назад стресс-тест не прошли четыре банка (Ally Financial, SunTrust Banks, Citigroup и MetLife). Оценивалось, что общий показатель основного базового капитала при реализации негативного сценария за девять кварталов снизится до 6,3%.

Таблица 4. Показатели достаточности капитала (% от взвешенных по риску активов)

	Фактический уровень	По итогам стресс-теста
	3 кв. 2012 г.	конец 4 кв. 2014 г.
Основной базовый капитал (Tier 1 common ratio)	11,1	7,7
Капитал первого уровня (Tier 1 capital ratio)	12,9	9,2
Суммарный размер капитала первого и второго уровней (Total risk-based capital ratio)	15,7	11,8
Соотношение капитала первого уровня к среднему за период размеру активов (Tier 1 leverage ratio)	8,0	6,0

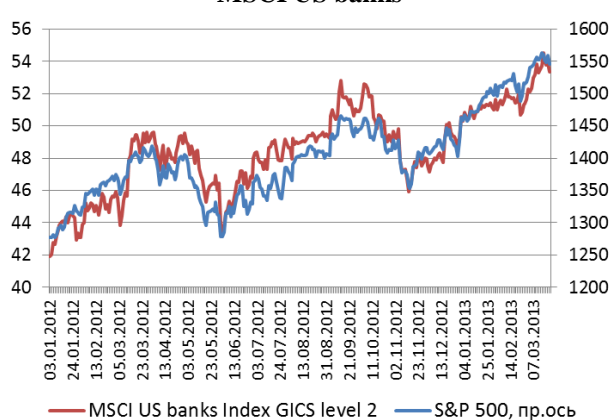
Источник: ФРС США

Рисунок 2. Уровень основного базового капитала (% от взвешенных по риску активов)



Источник: ФРС США

Рисунок 3. Динамика индекса американского фондового рынка S&P 500 и банковского индекса MSCI US banks



Источник: Bloomberg

⁴ В соответствии с Законом Додда-Франка ФРС США с 2012 года проводит ежегодные проверки устойчивости системообразующих банковских холдинговых компаний страны в рамках программы всеобъемлющей проверки и анализа достаточности капитала (Comprehensive Capital Analysis and Review).

Рыночные риски

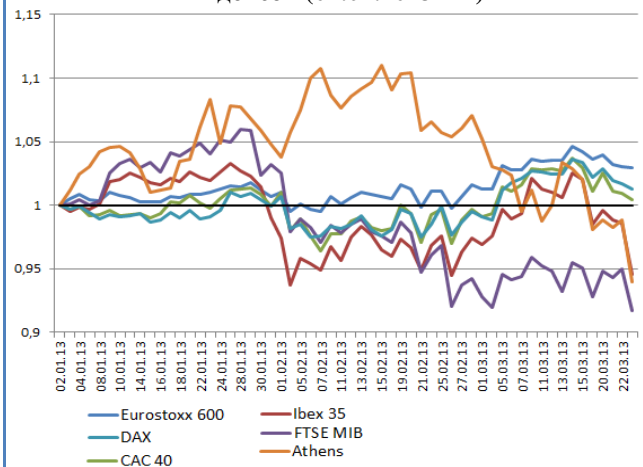
Смешанные тенденции на фондовых рынках

На основных фондовых площадках мира наблюдаются смешанные тенденции. Американский S&P 500 и японский Nikkei 225 в марте демонстрировали рост в условиях улучшающихся перспектив развития национальных экономик. В то же время европейские индексы не показали ярко выраженной динамики: сводный индекс Eurostoxx 600 практически не изменился, а во второй половине месяца в периферийных странах еврозоны на фоне усиления долговых рисков наблюдалось падение индексов (рис.4). Если влияние сложившейся на Кипре ситуации на периферийные страны усилится, то падение индексов будет еще более существенным. Негативный фон также создают слабые перспективы экономического подъема. Сводный показатель Economic Sentiment Indicator для стран еврозоны, отражающий уровень экономической активности (рассчитывается Еврокомиссией), в марте снизился до 90 б.п. после краткосрочного периода роста с сентября 2012 года (рис.5) по мере реализации мер, направленных на урегулирование долгового кризиса европейскими регулирующими органами. В условиях возобновившейся нестабильности рейтинговые агентства S&P и Fitch снизили прогнозы падения ВВП еврозоны на 2013 год до 0,5%. ЕЦБ также пересмотрел диапазон возможного значения данного показателя в 2013 году: регулятор ожидает снижения ВВП на 0,9-0,1% (в предыдущем прогнозе допускался рост на 0,3%).

Ослабление евро

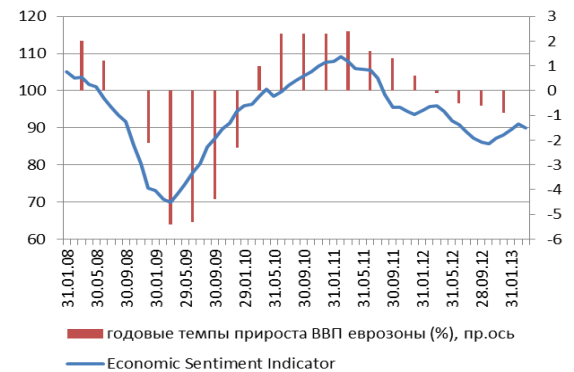
На валютном рынке в феврале-марте 2013 года наблюдается ослабление позиций евро относительно доллара США на фоне усиления политических рисков в Италии и кризиса в банковской системе Кипра. Участники рынка опционов ожидают дальнейшего снижения курса единой валюты, о чем свидетельствует рост отрицательной разницы трехмесячной подразумеваемой волатильности опционов «колл» и «пут» – до -1,54 б.п. в конце марта (рис.6). Ослабление евро, скорее всего, будет продолжаться до тех пор, пока не появится определенность в отношении кипрского кризиса и его возможных последствий для других стран периферии.

Рисунок 4. Динамика европейских фондовых индексов (02.01.2013 = 1)



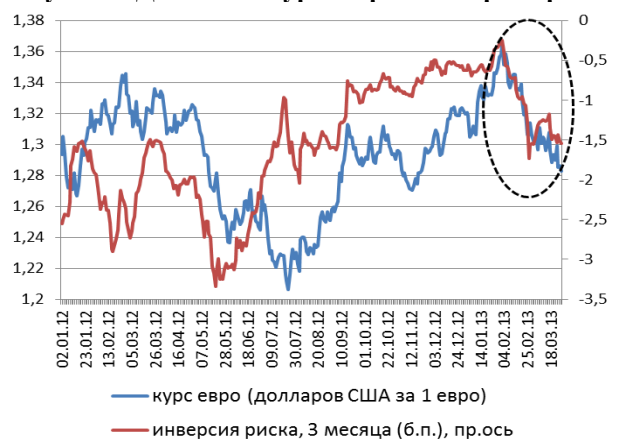
Источник: Bloomberg

Рисунок 5. Динамика темпов прироста ВВП еврозоны и индекса Economic Sentiment Indicator



Источник: Bloomberg

Рисунок 6. Динамика курса евро и инверсия риска



Источник: Bloomberg

Риски ликвидности

Сохранение стимулирующего курса денежно-кредитной политики

Ведущие центральные банки (ФРС США, Банк Англии и Банк Японии) в марте подтвердили стимулирующий курс денежно-кредитной политики. Из новых вариантов реализуемых мер интересно заявление нового главы Банка Японии Х.Куроода о том, что одним из вариантов смягчения денежно-кредитной политики может стать переход на выкуп средне- и долгосрочных гособлигаций (от пяти лет) с нынешних бумаг с не более чем трехлетним сроком обращения. Надежды на то, что Х.Куроода будет реализовать более активные меры поддержки экономики, уже привели к ослаблению иены до минимума с лета 2009 года, что необходимо для повышения конкурентоспособности японского экспорта (рис.7). Из числа развивающихся стран Резервный банк Индии уже дважды в 2013 году снизил ключевую процентную ставку (до 7,5%), стремясь оживить инвестиции и подстегнуть рост экономики (рис.8). По оценкам статистического управления Индии, рост ВВП в финансовом году, завершающемся в марте 2013 года, составит 5% (показатель близкий к минимальным значениям в период мирового финансового кризиса в 2008-2009 годах).

Риски образования дефицита ликвидности на Кипре

На европейском денежном рынке также сохраняются благоприятные условия кредитования на фоне мягкой политики ЕЦБ, однако кризис в банковской системе Кипра создает локальные риски образования повышенного спроса на ликвидность со стороны кипрских банков. Вне зависимости от дальнейшего развития событий, по мере снятия ограничений на движение капитала, скорее всего, произойдет отток средств со счетов банков, в том числе сокращение объема средств нерезидентов. По данным ЦБ Кипра, общий объем средств на депозитах кипрских банков в феврале 2013 года составил 67,5 млрд. евро (рис.9). Из этой суммы на нерезидентов приходится 20,9 млрд. евро (почти 20% общего объема активов банковского сектора), из которых 3,9 млрд. евро – вложения стран еврозоны. Проблема дефицита ликвидности может усугубиться, если отток капитала превзойдет возможности кипрских банков по привлечению средств у ЕЦБ. На февраль 2013 года объем вложений в ценные бумаги, не задействованные в операциях рефинансирования с ЕЦБ, составил 4 млрд. евро – данная сумма может оказаться недостаточной, чтобы обеспечить бесперебойное выполнение банками своих обязательств.

Рисунок 7. Динамика курса иены к доллару США и годовых темпов роста экспорта Японии



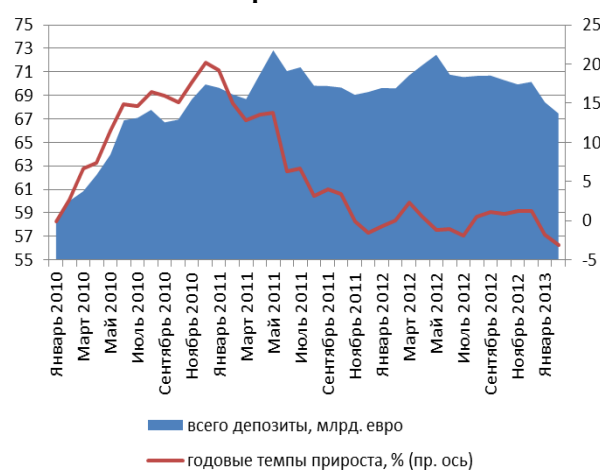
Источник: Bloomberg

Рисунок 8. Динамика темпов прироста ВВП Индии и ключевой ставки Резервного банка Индии



Источник: Bloomberg

Рисунок 9. Динамика объема средств физических лиц и нефинансовых организаций на депозитах кипрских банков



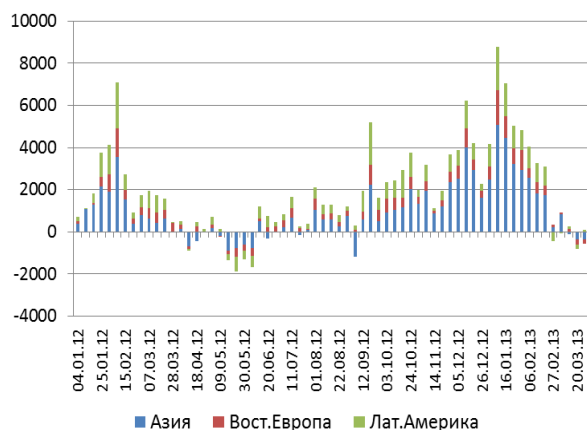
Источник: ЦБ Кипра

Риски потоков капитала

Сокращение вложений в фонды ценных бумаг развивающихся стран

На фоне возобновившейся нестабильности в еврозоне из-за нерешенности проблем на Кипре наблюдалось снижение склонности инвесторов к риску. В результате сократился объем вложений в фонды ценных бумаг развивающихся рынков. Чистый отток средств из акций и облигаций развивающихся стран за период с 27 февраля по 27 марта составил 0,35 млрд. долл. США (рис.10), причем наибольший отток капитала произошел из стран Восточной Европы. С учетом того, что кризис в банковской системе Кипра пока носит локальный характер, не оказывая влияния на крупнейшие экономики мира (США, Китай), в краткосрочной перспективе можно ожидать возобновления притока капитала в рискованные активы. Более существенное снижение риск-аппетита может произойти только в случае дальнейшей эскалации кипрского финансового кризиса, распространения его негативных последствий на другие страны еврозоны и, как следствие, снижения доверия среди участников рынка к мерам европейских регуляторов.

Рисунок 10. Динамика вложений в фонды развивающихся стран (еженедельные значения, млн. долларов США)

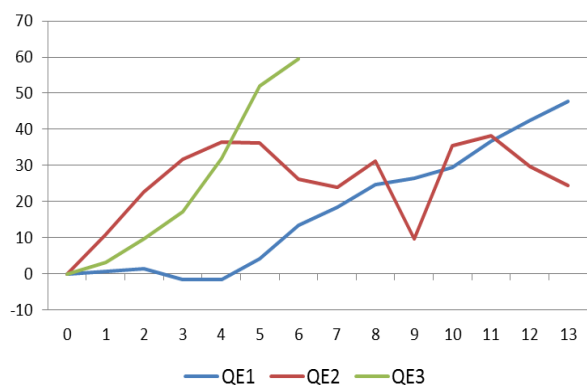


Источник: EPFR

Влияние количественного смягчения в США на движение капитала

Одним из основных факторов роста склонности инвесторов к риску являются масштабные стимулирующие меры денежно-кредитной политики, реализуемые в развитых странах, прежде всего, в США. При этом следует отметить, что влияние последних мер количественного смягчения (quantitative easing) со стороны ФРС США более существенно в сравнении с предшествующими раундами. Как показывают статистические данные, кумулятивный приток вложений в акции и облигации стран Азии (как наиболее привлекательные активы) по прошествии шести месяцев после объявления третьего раунда количественного смягчения (QE3) превысил соответствующий показатель, достигнутый в предыдущие два этапа количественного смягчения (QE1 и QE2) (рис.11). В среднесрочной перспективе ФРС США будет продолжать проведение мягкой денежно-кредитной политики, поэтому кумулятивный приток капитала в рискованные активы может оказаться еще больше. Хотя увеличение притока капитала способствует развитию экономик развивающихся стран, нельзя забывать о сопутствующих рисках, связанных, прежде всего, с укреплением национальных валют и снижением конкурентоспособности экспортеров на внешних рынках.

Рисунок 11. Кумулятивный приток капитала в акции и облигации стран Азии, начиная с даты объявления каждого раунда QE (млрд. долл. США)



	Дата объявления	Начало	Завершение
QE1	25.11.2008	16.12.2008	31.03.2010
QE2	27.08.2010	03.11.2010	июнь 2011
QE3	31.08.2012	13.09.2012	

Источник: EPFR

Риски России

Влияние кипрского кризиса на российскую финансовую систему

Ситуация в банковском секторе Кипра, по оценкам ДФС, не приведет к системным проблемам в российском финансовом секторе. Исключением могут стать отдельные компании, которые тесно связаны с бизнесом на Кипре. Риски данных организаций можно разделить на три основных канала: размещение средств в кипрской юрисдикции российскими банками, юридическими и физическими лицами; вынужденное изменение конфигурации бизнеса кипрскими оффшорными компаниями; финансовое положение кипрских дочерних банков в России. Реакция финансовых рынков на кипрский кризис в краткосрочном периоде характеризуется некоторым ослаблением рубля, снижением фондовых индексов и ростом доходностей ОФЗ. В более длительной перспективе, однако, влияние рисков на мировых финансовых рынках на российский финансовый рынок должно быть умеренным. Как показывает исторический эпизод эскалации долгового кризиса в Греции в 2010 году, наиболее чувствительным в России финансовым сегментом может стать российский рынок гособлигаций (рис.12), тогда как реакция российского фондового рынка и мирового рынка нефти будет, скорее всего, сдержанной и не повлечет за собой масштабную переоценку российских активов (рис.13).

Рост доли нерезидентов на рынке ОФЗ

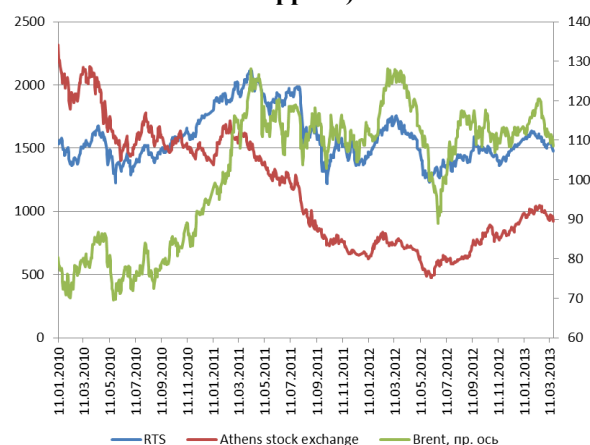
Влияние внешнеэкономической конъюнктуры на российский рынок гособлигаций повышается в условиях активизации покупок ОФЗ со стороны нерезидентов, которая наблюдалась с осени прошлого года. Расширение круга инвесторов в условиях начала открытия счетов иностранного номинального держателя в НКО ЗАО НРД будет способствовать снижению доходности и повышению ликвидности рынка ОФЗ. В то же время интенсификация этого процесса может в некоторой степени ограничить рост портфелей ОФЗ российских банков, и как следствие, сдерживать повышение доступного обеспечения для рефинансирования со стороны Банка России (рис.14).

Рисунок 12. Доходности десятилетних госбумаг Греции и России (%)



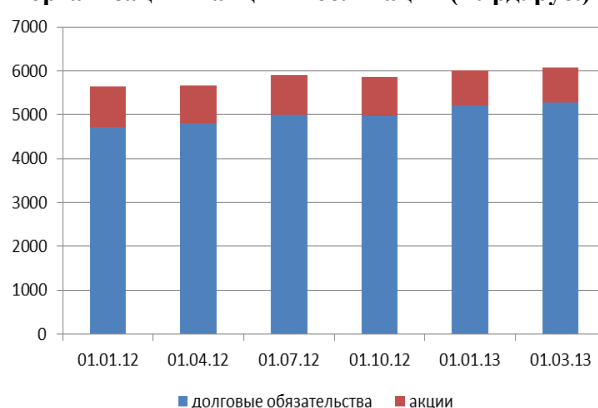
Источник: Reuters Datastream, Банк России

Рисунок 13. Российский и греческий фондовые индексы, цена на нефть (долларов США за баррель)



Источник: Bloomberg

Рисунок 14. Вложения российских кредитных организаций в акции и облигации (млрд. руб.)



Источник: Банк России