

# ОБЗОР ГЛОБАЛЬНЫХ РИСКОВ

**АВГУСТ 2012**

Август прошел без резких колебаний на мировых финансовых рынках, хотя риски еврозоны сохраняются на высоком уровне. В частности, неразрешенной остается ситуация с выделением очередного транша финансовой помощи Греции, проблема суверенных долгов в периферийных странах и дефицита ликвидности на рынке МБК. В сентябре ожидается запуск европейского стабилизационного механизма, если такое решение будет одобрено Германией.

## Кредитные риски



В еврозоне **сохраняется высокий уровень кредитных рисков**. Переговоры Греции с «тройкой» международных кредиторов пока остаются незавершенными, что усиливает опасения участников рынка относительно углубления долгового кризиса. Принятие решений по Греции, а также по введению европейского стабилизационного механизма (European Stabilization Mechanism – ESM), отложено на сентябрь. Германия пока не одобряет осуществление выкупа краткосрочных госбумаг через ESM, так как на нее приходится наибольшая доля в ресурсах данного механизма.

## Рыночные риски



**Мировые рынки в августе демонстрировали рост**, причем сырьевые индексы на протяжении последних трех месяцев росли быстрее, чем фондовые. Рост спроса среди инвесторов на более рискованные активы (сырьевые товары) связан с тем, что они ожидают позитивного влияния как реализованных мер, так и мер, которые регуляторы предполагают реализовать в ближайшие месяцы. МВФ, однако, оценивает рыночные риски менее оптимистично.

## Риски ликвидности



ЕЦБ в августе воздержался от дальнейшего стимулирования европейской экономики<sup>1</sup>. Тем временем, **напряженность на рынке МБК нарастает**, о чем свидетельствует повышенный спрос на основные операции ЕЦБ по предоставлению кредитов на срок неделя. Особенно сильный рост спроса на кредитование со стороны регулятора наблюдается в Испании и Италии. Кроме того, ухудшились некоторые макроэкономические показатели в США и Китае, что повышает вероятность реализации новых стимулирующих мер в этих странах.

## Риски потоков капитала



В отношении вложений в фонды ценных бумаг среди инвесторов **сохраняется умеренный аппетит к риску** по сравнению с предшествующим месяцем. При этом определенный риск для развивающихся стран представляет сокращение трансграничного кредитования европейскими банками, хотя оно компенсируется увеличением объемов трансграничного кредитования банками других развитых стран – США, Японии и Великобритании.

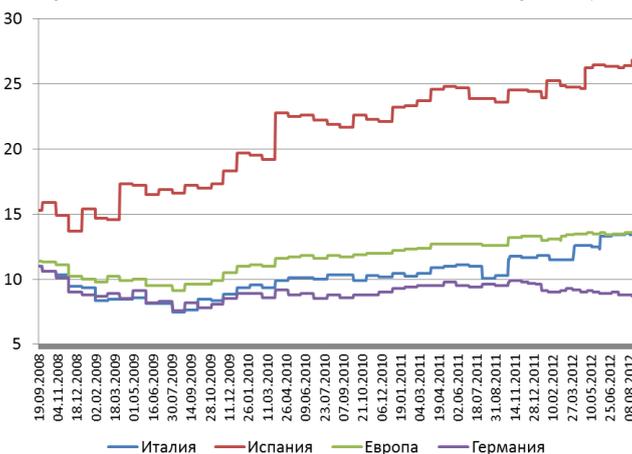
<sup>1</sup> 6 сентября ЕЦБ принял решение возобновить выкуп гособлигаций стран еврозоны (сроками обращения от одного до трех лет).

## Кредитные риски

### Рост неопределенности из-за политических разногласий

На фоне разногласий среди европейских лидеров в отношении мер, призванных вывести еврозону из долгового кризиса, сохраняются опасения относительно усиления кредитных рисков. Греция остается в центре внимания политиков, пока не завершены переговоры правительства страны с «тройкой» международных кредиторов (Еврокомиссия, ЕЦБ, МВФ). В сентябре «тройка» должна принять решение по выделению Греции очередного транша в рамках второй программы финансовой помощи объемом 130 млрд. евро. Переговоры осложнены тем фактом, что в Греции не выполняются целевые показатели (прогноз правительства по сокращению роста ВВП на 2012 год – 7%, что гораздо хуже 4,7%, утвержденных в феврале в рамках программы реструктуризации долга Греции). Негативным фоном также выступили действия рейтингового агентства S&P, изменившего прогноз по кредитному рейтингу Греции CCC на «негативный» и понизившего рейтинги 15 итальянских банков. Кроме того, регионы Испании (Валенсия и Каталония), испытывающие сложности из-за значительных долгов, обратились за помощью к центральному правительству<sup>2</sup>. Индекс неблагополучия<sup>3</sup>, включающий показатели безработицы и инфляции, в Испании растет самыми быстрыми темпами по сравнению с другими странами еврозоны (рис.1). В этих условиях в августе обсуждались возможности выкупа краткосрочных гособлигаций проблемных стран, на фоне чего произошло резкое сокращение доходностей двухлетних гособлигаций Италии и Испании (рис.2). Выкуп госбумаг ЕЦБ предполагает осуществлять самостоятельно, либо через ESM, который будет запущен в сентябре в случае согласия Германии<sup>4</sup>. Германия является основным противником подобных методов преодоления кризиса, поскольку на нее приходится наибольшая доля в финансировании программ оказания помощи проблемным странам еврозоны (рис.3). Следует отметить, что в случае увеличения выпуска краткосрочных госбумаг проблемными странами для них повышаются риски рефинансирования в краткосрочном периоде.

**Рисунок 1. Динамика индекса неблагополучия (б.п.)**



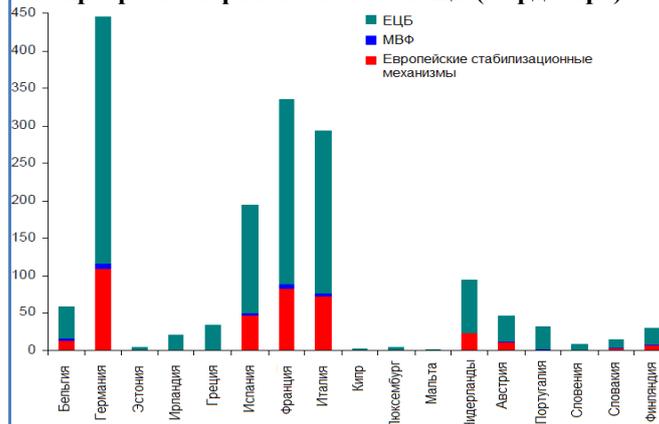
Источник: Bloomberg

**Рисунок 2. Динамика доходностей двухлетних гособлигаций Италии и Испании (%)**



Источник: Reuters

**Рисунок 3. Участие европейских стран в программах финансовой помощи (млрд. евро)**



Источник: BNP

<sup>2</sup> В июле правительством Испании был создан специальный фонд объемом 18 млрд. евро с целью оказания помощи 17 провинциям страны для выполнения долговых обязательств и финансирования бюджета во второй половине 2012 года.

<sup>3</sup> Индекс неблагополучия (Misery Index) складывается из процентного изменения потребительских цен за 12 месяцев и уровня безработицы.

<sup>4</sup> Решение о выкупе краткосрочных госбумаг стран еврозоны принято ЕЦБ 6 сентября и будет реализовываться за счет ресурсов ЕЦБ, пока без привлечения ресурсов ESM.

## Рыночные риски

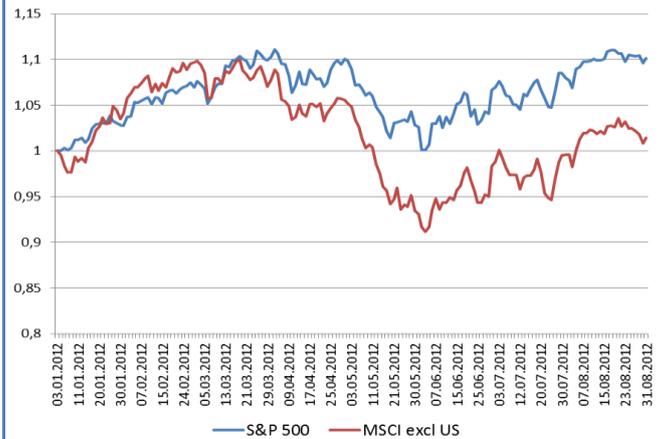
### Мировые рынки демонстрируют рост

На протяжении последних трех месяцев на фоне стимулирующих мер поддержки со стороны регуляторов ведущих стран мировые фондовые индексы демонстрировали рост. Среди стран с начала года с явным опережением растет стоимость акций американских компаний (рис.4). За этот период индекс S&P 500 вырос на 9,2%, тогда как MSCI World, не включающий акции эмитентов США, поднялся лишь на 1,4%. При этом после июньских парламентских выборов в Греции динамика индекса сырьевых товаров начала существенно опережать мировые фондовые индексы (рис.5). S&P GSCI Total Return Index, который включает 24 сырьевых товара, за рассматриваемый промежуток времени увеличился на 14,2%, тогда как MSCI World Index возрос лишь на 5,3%. Рост привлекательности сырьевых товаров, являющихся рисковыми активами, говорит об оптимистичных ожиданиях инвесторов относительно дальнейших перспектив глобального экономического роста и их надеждах на то, что еврозона, наконец, справится с долговым кризисом. В случае положительного результата принятия ожидаемых в сентябре решений (решение «тройки» по предоставлению финансовых средств Греции, выкуп краткосрочных суверенных облигаций ЕЦБ, решение Конституционного суда Германии об участии страны в европейских стабилизационных фондах) вероятнее всего будет наблюдаться дальнейший подъем на мировых фондовых рынках, а также рост спроса на сырьевые товары и удорожание нефти.

### Оценка рисков Международным валютным фондом

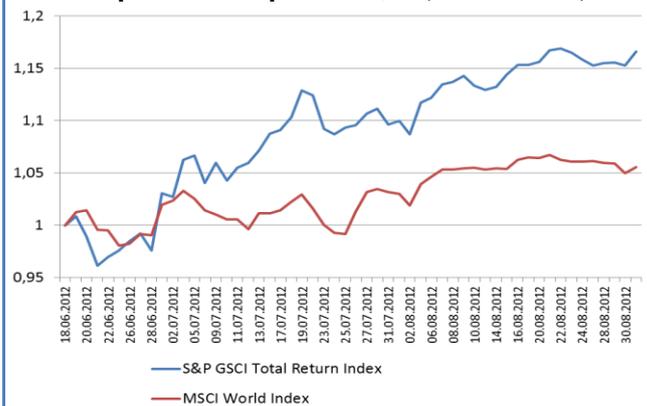
Несмотря на позитивные тенденции на мировых фондовых рынках и рост спроса на сырьевые товары, эксперты МВФ осторожно оценивают риски в краткосрочном периоде. МВФ прогнозирует, что в октябре уровень рисков в целом останется прежним в сравнении ситуацией, которая наблюдалась в апреле текущего года, за исключением аппетита к риску среди инвесторов (рис.6). Реакция рынка, по мнению МВФ, на меры стимулирования должна быть более сдержанной, чем полгода назад, когда на фоне аукционов ЕЦБ по предоставлению долгосрочного рефинансирования банкам и реструктуризации долговых обязательств Греции произошло заметное улучшение ситуации на рынках и существенно повысилось доверие инвесторов.

**Рисунок 4. Динамика индекса S&P 500 и MSCI World Excluding United States (03.01.2012=1)**



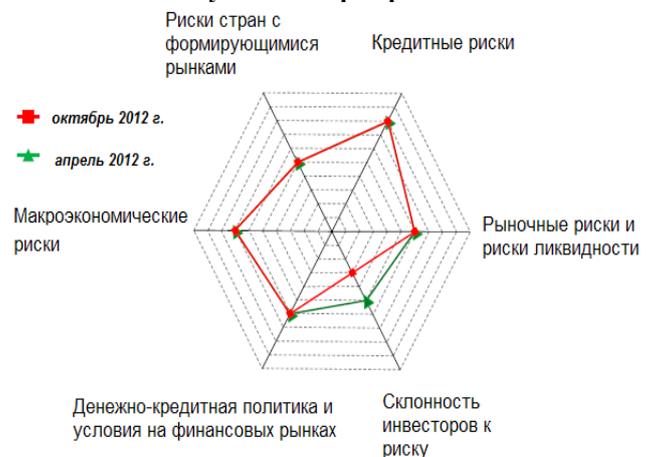
Источник: Bloomberg

**Рисунок 5. Динамика глобальных индексов сырьевых товаров и акций (18.06.2012=1)**



Источник: Bloomberg

**Рисунок 6. Карта рисков**



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

Источник: МВФ

## Риски ликвидности

### Ведущие центральные банки в августе воздержались от дальнейшего стимулирования экономики

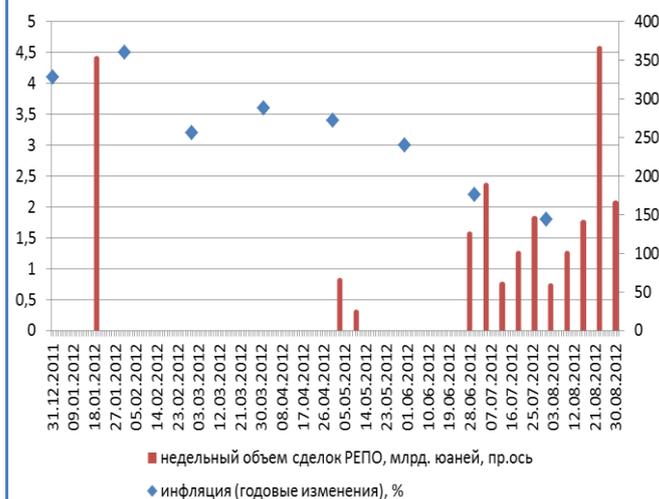
Ввиду того, что согласование очередного кредитного транша Греции по итогам миссии «тройки» перенесено на сентябрь, ведущие центральные банки решили повременить с реализацией дополнительных стимулирующих мер. Тем временем, среди инвесторов усилились пессимистичные настроения. Несмотря на огромные вливания ликвидности посредством двух аукционов долгосрочного рефинансирования, в течение последних двух месяцев сохраняется повышенный спрос на основные операции ЕЦБ по предоставлению кредитов на срок неделя (рис. 7.), что отражает напряженную ситуацию на европейском рынке МБК. Согласно августовским данным опроса Fitch, большинство инвесторов ожидают, что ЕЦБ проведет очередной аукцион долгосрочного рефинансирования в течение ближайших двух лет. Ухудшение ряда макроэкономических показателей повышает вероятность дополнительных стимулов в США и Китае. ФРС США пока откладывает принятие новых стимулирующих мер, чтобы оценить, каким образом отразилось на рынках продление срока действия операции «Твист». В Китае нельзя исключать нового снижения базовой процентной ставки и нормы резервирования. Пока на фоне замедления инфляции Народный банк Китая проводит довольно масштабные операции по предоставлению ликвидности через операции РЕПО (рис.8).

**Рисунок 7. Основные операции ЕЦБ на открытом рынке (млрд. евро)**



Источник: ЕЦБ

**Рисунок 8. Динамика инфляции и объема сделок РЕПО в Китае**

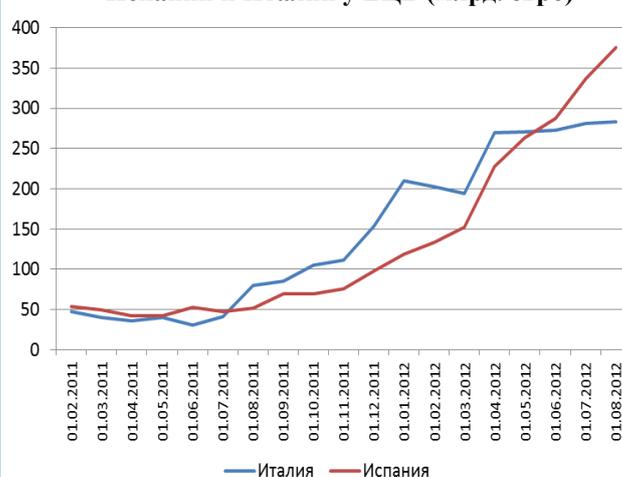


Источник: Bloomberg, Reuters

### Рост заимствований у ЕЦБ со стороны Испании и Италии

В условиях ограниченного доступа к рыночному фондированию наблюдается рост спроса на кредиты ЕЦБ со стороны проблемных стран еврозоны до рекордных уровней. Испанские банки в июле увеличили чистые заимствования у ЕЦБ до 375,55 млрд. евро против 337 млрд. евро в июне; объем чистых заимствований со стороны итальянских банков составил 283,2 млрд. евро в июле против 281,4 млрд. евро в июне (рис.9). Проблемы с ликвидностью в этих странах усугубляются существенным ростом доли проблемных кредитов на балансах банков. Доля «плохих» ссуд в общем объеме кредитных портфелей испанских и итальянских банков достигла в среднем 9% и 5% соответственно.

**Рисунок 9. Объем чистых заимствований банками Испании и Италии у ЕЦБ (млрд. евро)**



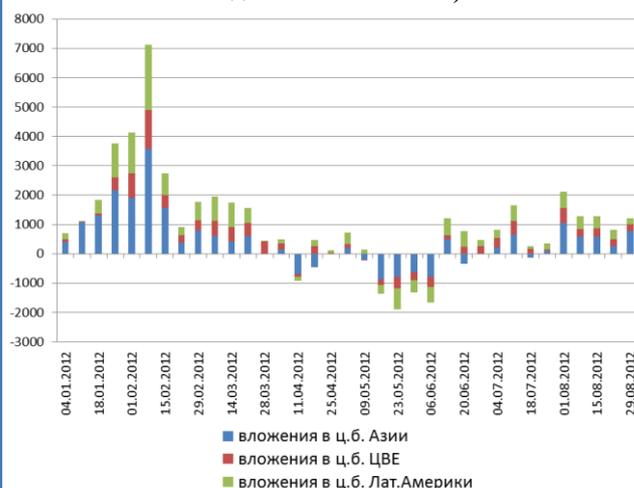
Источник: Bloomberg

## Риски потоков капитала

### Риски оттока капитала с развивающихся рынков

На фоне неразрешенности долгового кризиса в еврозоне среди инвесторов сохраняется умеренный аппетит к риску. В августе объем вложений в фонды акций и облигаций развивающихся рынков остался примерно на том же уровне – 4,6 млрд. долларов США против 5 млрд. долларов США в июле (рис.10). Наибольший приток капитала пришелся на страны Азии. Тем не менее, риски оттока капитала могут усилиться, если крупнейшие страны (Китай, Индия, Бразилия) не справятся с замедлением экономического роста. В этих странах существенно упали темпы роста экспорта товаров и услуг, отражая ухудшение макроэкономической ситуации и являясь дополнительным фактором снижения их инвестиционной привлекательности.

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

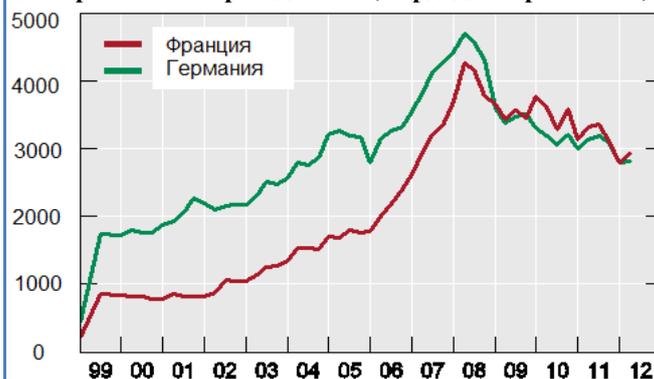


Источник: EPFR

### Тенденции на рынках трансграничного кредитования

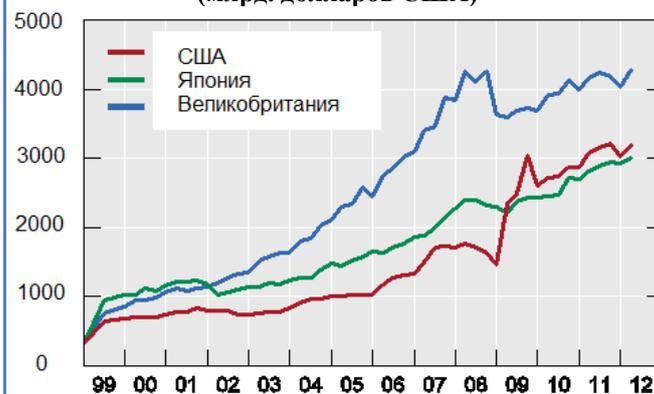
В условиях недостатка ликвидности на рынках капитала, а также на фоне сохраняющихся опасений относительно возможности распада еврозоны, европейские банки сокращают объемы трансграничного кредитования. Наиболее явно данный тренд проявляется во Франции и Германии (рис.11). В рамках еврозоны банки, прежде всего, сокращают свою подверженность рискам проблемных стран. За пределами региона сокращение объемов кредитования происходит ввиду того, что европейские банки с конца прошлого года вынуждены распродавать свои дочерние подразделения в развивающихся странах, чтобы повысить уровень достаточности капитала. Одновременно с этим, банки США, Японии и Великобритании наращивают объемы трансграничного кредитования (рис.12), что компенсирует риски развивающихся стран. Представители СФС акцентируют внимание на рисках концентрации европейского рынка кредитования. Для стран с низким уровнем сбережений существует риск кредитного сжатия из-за ограниченных возможностей привлечения капитала у международных банков. Для стран с избыточным уровнем сбережений отсутствие возможности внешней диверсификации может привести к перегреву экономики.

**Рисунок 11. Динамика требований банков Франции и Германии к нерезидентам (млрд. долларов США)**



Источник: СФС

**Рисунок 12. Динамика требований банков США, Японии и Великобритании к нерезидентам (млрд. долларов США)**



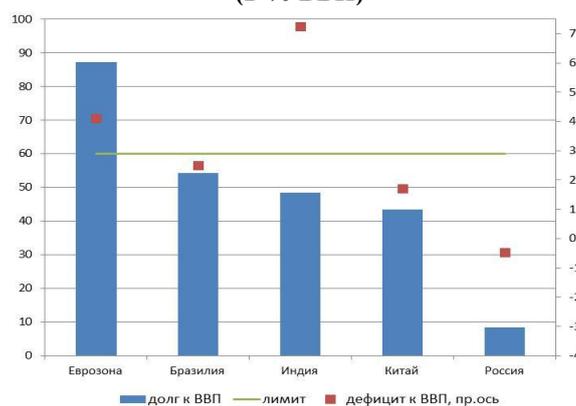
Источник: СФС

## Риски России

### Устойчивость российской экономики к рискам еврозоны в сравнении с другими странами БРИК

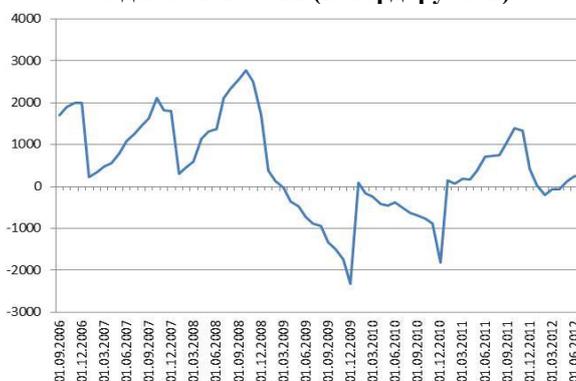
На фоне углубления долгового кризиса в еврозоне с начала второго квартала 2012 года в развивающихся странах усилилось замедление экономического роста и наблюдается нехватка ликвидности на рынках межбанковского кредитования. Тем не менее, у регуляторов имеются необходимые ресурсы для того, чтобы противостоять дальнейшему распространению рисков еврозоны, в первую очередь, благодаря накопленным международным резервам. Кроме того, госдолг крупнейших развивающихся стран находится ниже 60% ВВП (критерий конвергенции Евросоюза), что позволяет им в случае необходимости реализовать набор мер фискальной политики. С точки зрения потенциала фискальных инструментов в России запас прочности намного выше, чем в других странах БРИК (рис.13). Так, уровень госдолга составляет 8,3% ВВП, что примерно на 40 п.п. ниже среднего значения по Бразилии, Индии и Китаю. Кроме того, бюджет в России с 2011 года исполняется с профицитом (рис.14), тогда как в других странах БРИК наблюдается дефицит, причем в Индии он превысил 7% ВВП.

**Рисунок 13. Госдолг и дефицит бюджета (в % ВВП)**



Источник: Bloomberg

**Рисунок 14. Динамика профицита/дефицита бюджета в России (в млрд. рублей)**



Источник: Bloomberg

### Риски дезинтеграции между российской и мировой финансовыми системами в условиях долгового кризиса

В результате долгового кризиса в Европе усилился процесс концентрации капитала в рамках национальных финансовых систем. В этих условиях возникает вопрос о влиянии данных тенденций на российский банковский сектор. В российском банковском секторе во втором квартале 2012 года в отличие от предыдущих кварталов наблюдался чистый приток частного капитала, вызванный, прежде всего, повышением объема средств, привлеченных от иностранного небанковского сектора (рис.15). Эта тенденция, а также продолжающийся рост чистых требований российского банковского сектора к банкам-нерезидентам и стабильный уровень вложений российских банков в ценные бумаги нерезидентов свидетельствуют об отсутствии признаков дезинтеграции.

**Рисунок 15. Динамика чистых требований российских банков к нерезидентам, млрд. руб.**



Источник: отчетность банков