

ОБЗОР ГЛОБАЛЬНЫХ РИСКОВ

МАЙ 2012

Политика ЕС по восстановлению доверия на финансовом рынке через меры бюджетной экономии натолкнулась на преграды из-за разногласий в политических кругах Греции. В случае прихода к власти противников бюджетных мер по итогам парламентских выборов 17 июня Греция может выйти из еврозоны, что повлечет за собой цепную реакцию негативных последствий не только в Европе, но и в мире. На фоне этих опасений в мае повысился уровень суверенных и банковских рисков, произошло существенное падение фондовых рынков, снизилась склонность инвесторов к риску.

Кредитные риски



Основной темой обсуждений в мае стала возможность выхода Греции из еврозоны из-за усилившейся политической нестабильности в стране, что вызывало **рост кредитных рисков** в регионе. Особенно сильное увеличение доходностей гособлигаций произошло в проблемных странах, расширились кредитные спрэды. В случае выхода Греции из еврозоны можно ожидать распространения значимых негативных последствий на территории всей Европы, и, как следствие, еще более существенного замедления экономического роста в мире.

Рыночные риски



Политические проблемы в Греции и рост суверенных рисков в еврозоне привели к **росту волатильности на мировых рынках**. Наблюдается снижение фондовых индексов, которое, прежде всего, в Европе сопровождается снижением деловой активности. Показатели сырьевых рынков также демонстрируют спад. В частности, цена нефти опустилась до минимума с начала 2012 года.

Риски ликвидности



В мае **возросли риски обострения кризиса ликвидности** в еврозоне ввиду следующих факторов. Помимо того, что сохраняется зависимость банков региона от ликвидности, предоставляемой ЕЦБ, происходит рост доли обремененных активов и нарастают опасения, связанные с рисками панического изъятия вкладов в проблемных странах. В этих условиях регулятор занял выжидательную позицию относительно дополнительных стимулирующих мер. По всей видимости, ожидается разрешение политической ситуации в Греции.

Риски потоков капитала



В результате **снижения риск-аппетита среди инвесторов** усилился отток вложений из акций и облигаций развивающихся стран. Отток капитала вызвал снижение курсов национальных валют, что явилось дополнительным фактором роста чувствительности макропоказателей развивающихся рынков к внешним шокам.

Кредитные риски

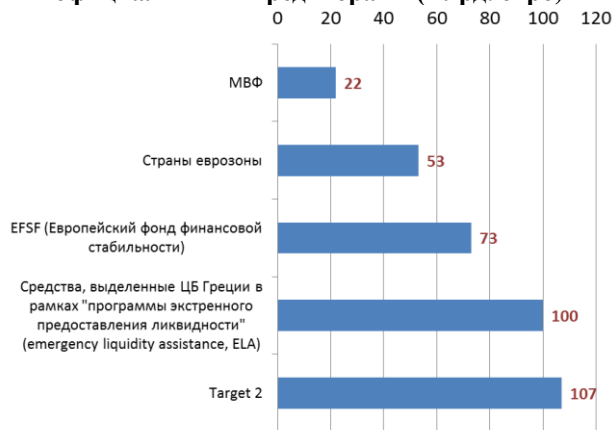
Последствия возможного выхода Греции из еврозоны

Возможность выхода Греции из еврозоны стала центральной темой дебатов о долговом кризисе в регионе в текущем месяце. Такая перспектива вполне реальна, учитывая происходящее усиление разногласий в политических кругах страны. В начале мая по итогам парламентских выборов победившие партии, которые выступают против мер бюджетной экономии, не смогли сформировать коалиционное правительство. 17 июня состоятся повторные выборы, которые и определяют исход событий. В случае прихода к власти противников мер бюджетной экономии, Греции, вероятнее всего, не удастся сохранить членство в валютном союзе, если, конечно, международные кредиторы не смягчат свои требования. Об усугублении ситуации свидетельствует снижение рейтинга Греции до «ССС» рейтинговым агентством Fitch. Кроме того, ЕЦБ приостановил предоставление кредитов ряду греческих банков, которые испытывают дефицит капитала. Выход Греции из еврозоны при любом раскладе негативным образом отразится на странах региона. Во-первых, Греция накопила огромные обязательства перед официальными кредиторами (рис.1). Во-вторых, отказ Греции от евро обесценит вложения, связанные с этой страной. Наконец, последует цепная реакция через кредитный канал на экономическую ситуацию в целом. За последние два месяца кредитные риски существенно возросли, о чем свидетельствует динамика европейских индексов банковских и суверенных CDS (рис.2). Лидеры европейских стран все активнее обсуждают возможность выпуска единых еврооблигаций в качестве одного из средств урегулирования долгового кризиса.

Снижение рейтингов испанских и итальянских банков

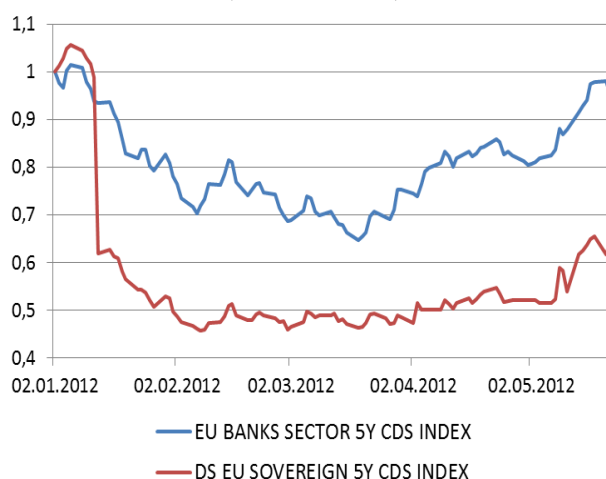
В мае на фоне усугубления долговых проблем в Европе рейтинговое агентство Moody's провело два массовых снижения рейтингов: понижены рейтинги 26 банков Италии и 16 банков Испании. Среди основных причин – ухудшение экономической ситуации ввиду роста стоимости заимствований в проблемных странах еврозоны (рис.3). В Испании обострилась проблема роста «плохих» ипотечных долгов, объем которых оценивается примерно на уровне 180 млрд. евро (рис.4). В этой связи ЦБ страны обязал банки консолидировать проблемные ипотечные активы в отдельных компаниях до конца 2012 года, а по «хорошим» активам – увеличить резервы на покрытие убытков на 35 млрд. евро. Кроме того, регулятору пришлось национализировать

Рисунок 1. Обязательства Греции перед официальными кредиторами (млрд. евро)



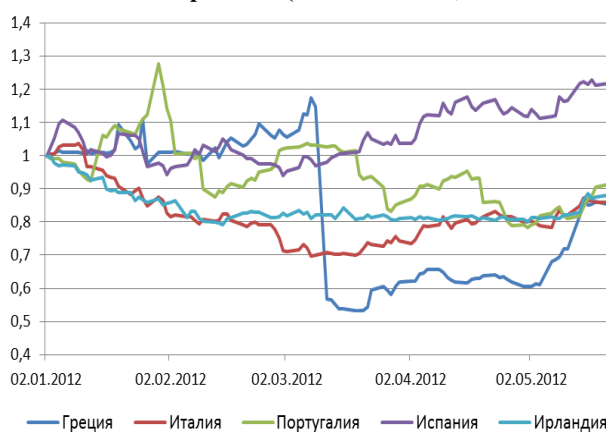
Источник: BNP Paribas

Рисунок 2. Динамика европейских индексов суверенных и банковских пятилетних CDS (02.01.2012 = 1)



Источник: Datastream

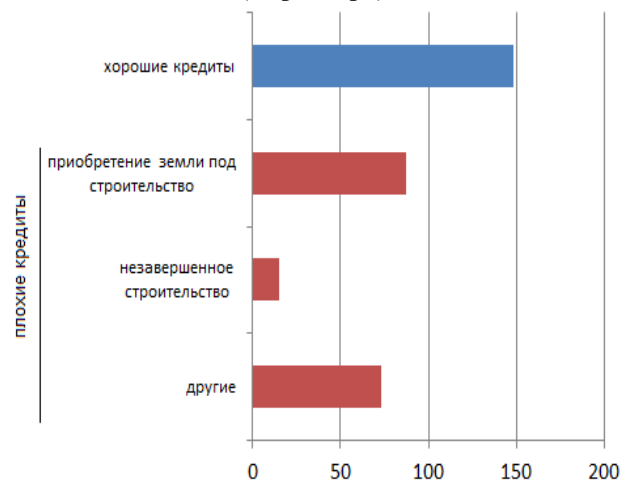
Рисунок 3. Динамика индексов доходностей десятилетних гособлигаций проблемных стран еврозоны (02.01.2012 = 1)



Источник: Datastream

четвертый по величине банк страны – Bankia, что свидетельствует о росте системных рисков в банковском секторе Испании, который испытывает серьезные финансовые трудности. Еврокомиссия сильно обеспокоена тем, что банкам проблемных стран не хватает финансирования, чтобы провести необходимую рекапитализацию. По оценкам JPMorgan, объем помощи Испании со стороны ЕС и МВФ с учетом совокупных потребностей страны в фондировании до конца 2014 года и 75 млрд. евро на рекапитализацию банков может составить около 350 млрд. евро. Власти Испании хотят, чтобы средства на рекапитализацию ее банков напрямую выделялись из Европейского фонда финансовой стабильности (European Financial Stability Facility – EFSF) и Европейского стабилизационного механизма (European Stabilizing Mechanism – ESM), а не через национальное правительство. Еврокомиссия высказалась в поддержку этой идеи, допуская возможность предоставления средств неблагополучным банкам еврозоны напрямую через ESM, который начнет действовать в июле 2012 года.

Рисунок 4. Объем ипотечных кредитов в Испании (млрд. евро)

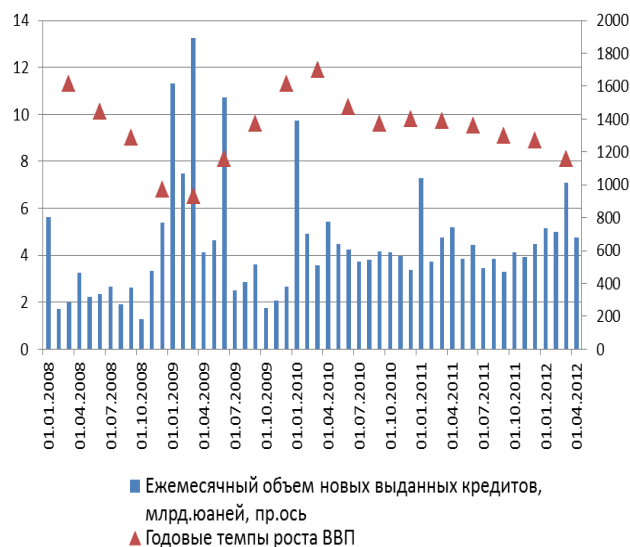


Источник: BNP Paribas

Замедление роста кредитования в Китае

Крупнейшие банки Китая в 2012 году могут не достигнуть запланированных объемов кредитования на фоне замедления экономического роста (рис.5). Власти ожидают, что выданные крупнейшими банками страны новые кредиты за этот год в целом составят около 7 трлн. юаней (1,1 трлн. долларов), а не целевые 8-8,5 трлн. юаней. Банки все больше рассчитывают на небольшие и средние по размеру компании, поскольку спрос со стороны крупнейших государственных заемщиков снизился. Уменьшение объемов кредитования является подтверждением резкого ослабления китайской экономики и может оказать дополнительное давление на правительство страны в плане необходимости снижения ставок и расширения стимулирующих мер. Согласно опросу агентства Bloomberg, темпы роста ВВП КНР в 2012 году могут стать самыми низкими за 13 лет, поскольку долговой кризис в Европе сдерживает увеличение экспорта.

Рисунок 5. Динамика объемов кредитования и темпов роста ВВП в Китае



Источник: Bloomberg, Reuters

Рыночные риски

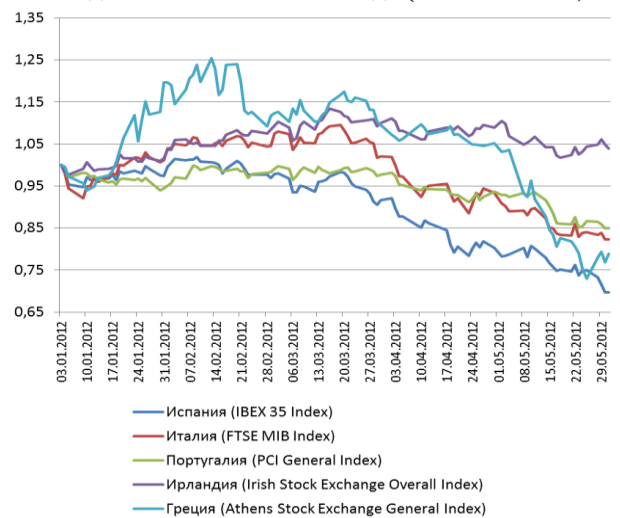
Риски дальнейшего падения европейских фондовых индексов и снижения деловой активности

На фоне возобновления долговых проблем происходит существенное падение европейских фондовых рынков и снижение деловой активности в перерабатывающей промышленности и сфере услуг еврозоны. Основным европейским индексом Eurostoxx 600 упал за месяц на 12%, а наибольшее падение индексов наблюдается в проблемных странах еврозоны (рис.6). При этом среднее значение индекса менеджеров по закупкам (PMI)¹ для 17 стран еврозоны снизилось до 45,1 б.п. с 45,9 б.п. в апреле. Таким образом, все ярче проявляются различия между европейским производственным сектором, где наблюдается устойчивое снижение деловой активности, и промышленностью США и Китая, где фиксируется рост, хотя и заметно более медленный в США в последние месяцы (рис.7). Долговой кризис в европейской экономике заставил государства региона принять жесткие меры бюджетной экономии. Ожидалось, что они позволят государствам сократить долги. Однако опыт Греции, а также Ирландии, Португалии, Испании и Италии демонстрирует, что жесткое сокращение госрасходов толкает экономику в рецессию, результатом которой является не снижение, а увеличение долгов. В этой связи можно ожидать дальнейшего углубления долгового кризиса, которое может спровоцировать еще более глубокое падение европейских фондовых индексов и дальнейшее снижение деловой активности в ближайшем будущем.

Ухудшение конъюнктуры на мировых товарных рынках

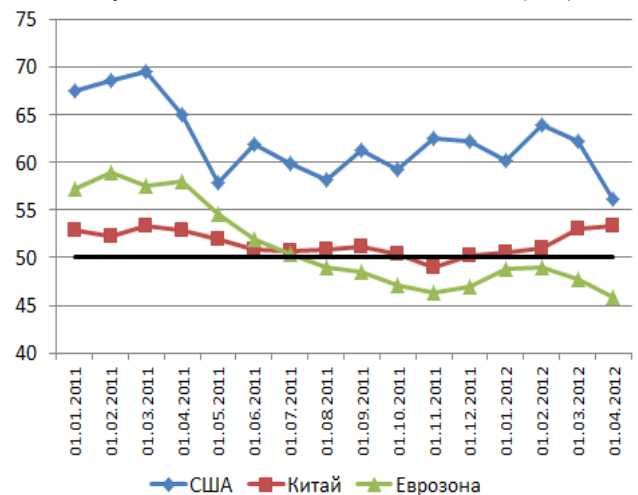
Политические проблемы в Греции, поставившие под сомнение членство страны в еврозоне, а также продолжающееся ухудшение долговой ситуации в проблемных странах повысили уровень рыночных рисков в мире. Стремительно ухудшается ситуация на товарных рынках: в частности, сырьевой индекс S&P упал в мае на 9%, а цена на нефть по итогам мая опустились до минимума с начала 2012 года. (рис.8). Причиной тому послужили слабые статданные из Азии, которые указывают на замедление темпов роста мировой экономики и потенциальное снижение спроса на сырье.

Рисунок 6. Изменение европейских фондовых индексов с начала 2012 года (03.01.2012 = 1)



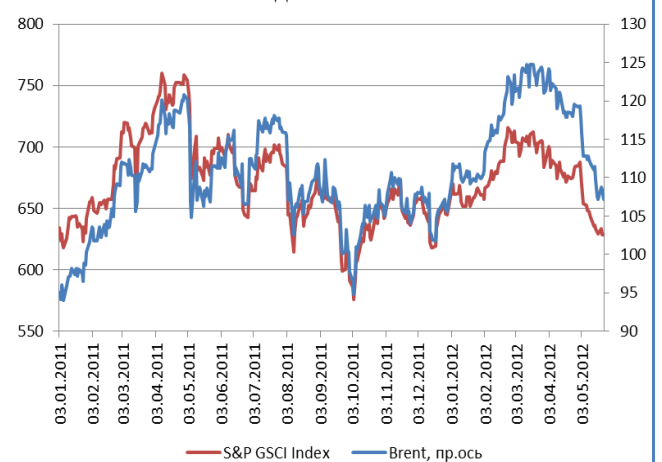
Источник: Bloomberg

Рисунок 7. Динамика индексов PMI (б.п.)



Источник: Bloomberg

Рисунок 8. Динамика цен на нефть и сырьевого индекса S&P



Источник: Bloomberg

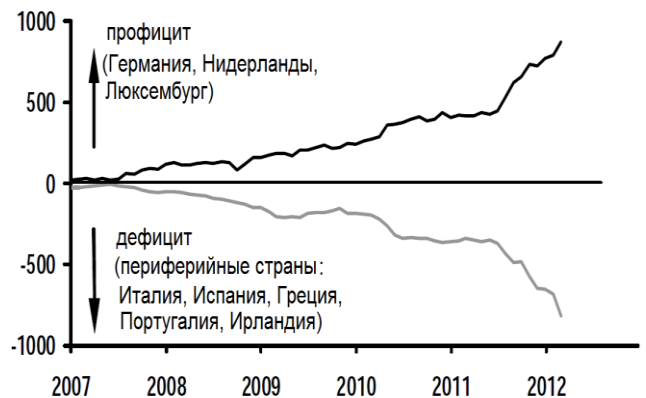
¹ Значение индикатора PMI ниже 50 пунктов говорит о сокращении активности, выше этого уровня – о ее росте.

Риски ликвидности

Денежно-кредитная политика

На фоне возобновления кризисных явлений в Европе усилились дискуссии относительно введения дополнительных мер монетарного стимулирования ЕЦБ. Пока регулятор придерживается выжидательной позиции из-за неопределенности, связанной с политической ситуацией в Греции. В настоящее время обсуждается возможность исключения Греции из международных операций, осуществляемых в рамках межбанковской платежной системы TARGET2 внутри ЕС, что необходимо для ограничения последствий выхода Греции из еврозоны для региона (рис.9). Что касается других стран, продолжается смягчение ДКП: в Австралии снижена базовая ставка, в Китае – резервные требования к банкам. ФРС США не исключает возможности продления операции «Твист».

Рисунок 9. Дисбалансы в единой платежной и расчетной системе ЕС TARGET2 (млрд. евро)

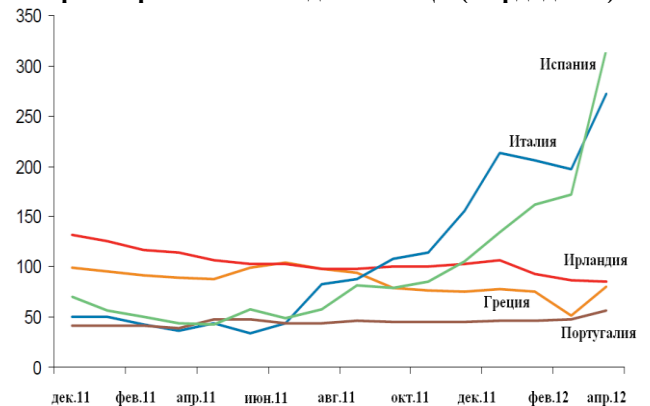


Источник: J.P.Morgan

Риски дефицита ликвидности

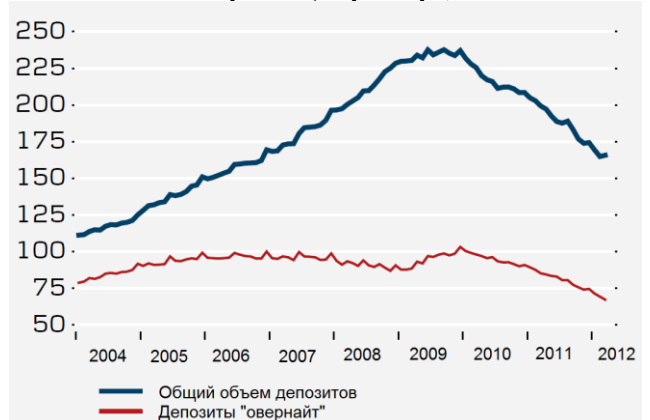
Европейские банки остаются уязвимыми к росту напряженности на рынке МБК. Об их проблемах с фондированием свидетельствуют два фактора, влияние которых в мае усилилось. Во-первых, у банков, несмотря на предоставление долгосрочного рефинансирования, по-прежнему, ограничен доступ к рыночному фондированию, о чем свидетельствует рост зависимости от ликвидности, предоставляемой регулятором (рис.10). При этом вызывает беспокойство проводимая банками политика управления ликвидностью. В частности, происходит рост доли активов, обремененных залогом в связи с выпуском обеспеченных облигаций и привлечением средств от ЦБ. Проблема усугубляется из-за того, что к категории активов, обремененных залогом, помимо активов, выступающих в виде залога по кредиту, относятся и менее прозрачные активы – обеспечение по операциям РЕПО, залоговым свопам и деривативам. Во-вторых, нарастают опасения относительно возможности панического изъятия вкладов. В Греции в апреле-мае вкладчики активнее стали переводить свои сбережения за рубеж (рис.11). Вкладчики хотят избежать необходимости конвертации своих сбережений в обесценивающуюся драхму в случае отказа Греции от евро. По цепной реакции может усилиться отток вкладов в других проблемных странах еврозоны, что с учетом высокой доли депозитов «до востребования» в структуре депозитов банков этих стран выведет кризис ликвидности на новый уровень.

Рисунок 10. Использование банками проблемных стран еврозоны ликвидности ЕЦБ (млрд. долл.)



Источник: BNP Paribas

Рисунок 11. Динамика объемов депозитов в Греции (млрд. евро)



Источник: Danske

Риски потоков капитала

Усиление оттока вложений из фондов развивающихся рынков

Рост рисков в еврозоне привел к заметному снижению риск-аппетита среди инвесторов в текущем месяце. Динамика индекса волатильности VIX, который является одним из основных индикаторов риск-аппетита, демонстрирует восходящую динамику на протяжении последних двух месяцев. В результате усиления факторов нестабильности на мировых рынках последовало сокращение вложений инвесторов в развивающиеся рынки (рис.12). Суммарный отток из фондов ценных бумаг развивающихся стран за период с 25 апреля по 30 мая составил 2,7 млрд. долларов. Отток вложений произошел за счет вывода средств из акций в размере 4 млрд. долларов, вложения в облигации возросли на 1,3 млрд. долларов. В случае ухудшения ситуации в Европе, можно ожидать более существенного оттока капитала из фондов развивающихся стран.

Рисунок 12. Динамика индекса волатильности VIX и вложений в фонды развивающихся стран

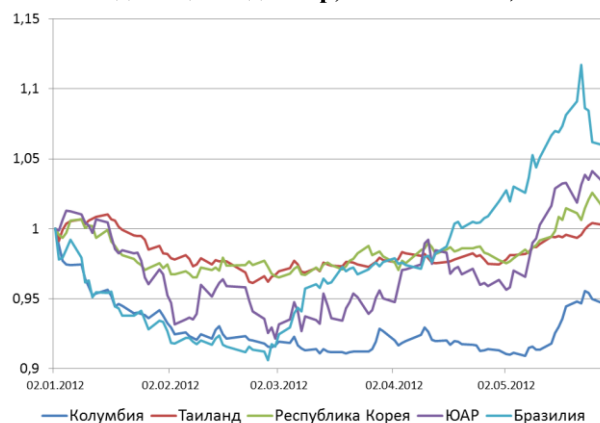


Источник: Bloomberg, EPFR

Влияние оттока капитала на национальные валюты развивающихся стран

В условиях оттока капитала наблюдается снижение курсов национальных валют развивающихся стран относительно доллара США (рис.13). До сих пор приток капитала, особенно краткосрочного, толкал валюты к чрезмерному укреплению, в настоящее время действие данного фактора ослабло. Смена тренда – свидетельство роста чувствительности макропоказателей развивающихся рынков к внешним шокам. По мере возобновления риск-аппетита прежние тенденции укрепления курсов, по всей видимости, вернуться, и регуляторам придется продолжать реализацию мер, ограничивающих приток краткосрочного капитала.

Рисунок 13. Динамика индексов валютных курсов развивающихся стран (количество национальных единиц за 1 доллар, 02.01.2012 = 1)

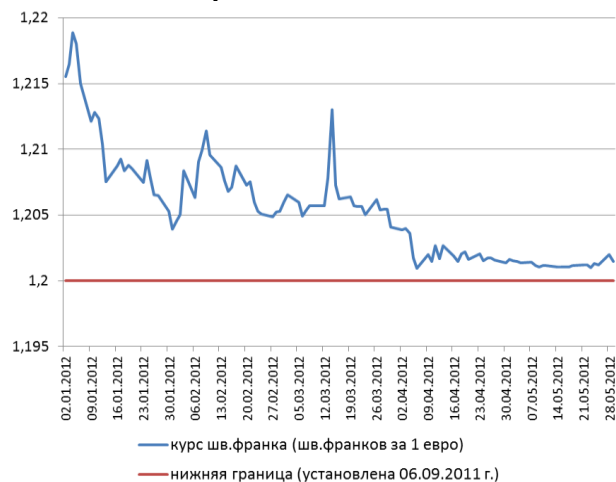


Источник: Bloomberg

Возможность введения ограничений на приток капитала в Швейцарии

ЦБ Швейцарии рассматривает возможность введения ограничений на приток капитала в качестве одной из мер борьбы с укреплением франка. После обострения кризиса в еврозоне летом прошлого года инвесторы стали активно вкладываться в швейцарскую валюту, и ЦБ был вынужден установить предельный уровень укрепления франка к евро на уровне 1,20 франка, чтобы защитить экономику страны. В мае курс франка совсем приблизился к установленному значению (рис.14), что в настоящее время вызывает серьезные опасения у регулятора.

Рисунок 14. Динамика курса швейцарского франка к евро с начала 2012 года



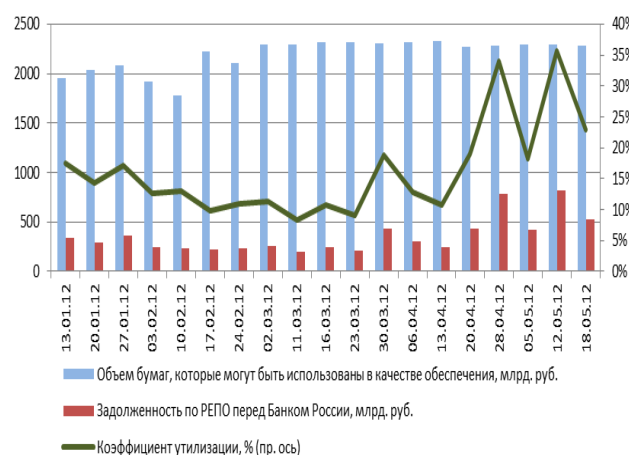
Источник: Bloomberg

Риски России

Проблема роста обремененных активов

Проблема роста доли обремененных залогом активов, с которой столкнулась Европа, также актуальна для России, причем она особенно обострилась в последние месяцы. По операциям РЕПО 30 крупнейших банков с Банком России наблюдается рост коэффициента утилизации, рассчитанного как доля обремененных залогом активов в общем объеме активов, которые потенциально могут быть использованы в качестве обеспечения (рис.15). Значение данного коэффициента превышает 20% - показатель, который сопоставим с долей активов, обремененных залогом в связи с выпуском обеспеченных облигаций европейскими банками. Рост коэффициента утилизации в будущем будет означать повышение уровня риска и потребует от крупнейших российских банков более взвешенной политики управления ликвидностью.

Рисунок 15. Динамика коэффициента утилизации по обремененным залогом активам на рынке РЕПО

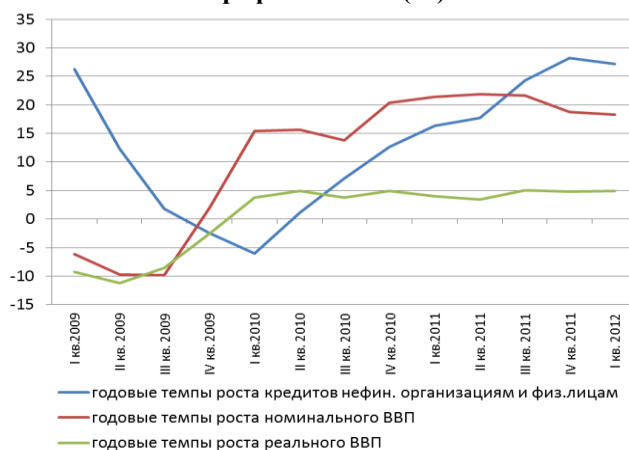


Источник: отчетность банков

Риски опережающего роста кредитного портфеля

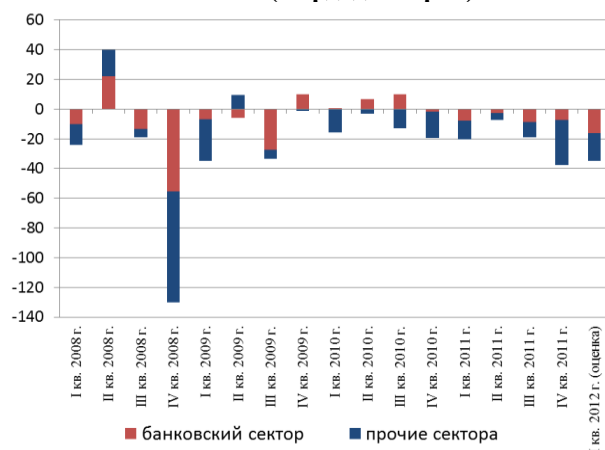
Постоянный комитет СФС по оценке уязвимых мест в финансовой системе в своих последних материалах акцентирует внимание на проблеме опережающего роста кредитования по сравнению с динамикой ВВП в развивающихся странах. Данная проблема представляется одним из значимых источников усиления рисков в настоящее время. Для России также характерен динамичный подъем кредитной активности. При этом кредитование физических лиц растет более высокими темпами по сравнению с нефинансовыми организациями – 42,5% против 24,2% в годовом исчислении на 1 мая 2012 года. По мнению ДФС, высокие темпы роста кредитного портфеля российских банков пока не представляют угрозы для стабильности банковского сектора: они достигли докризисных значений конца 2008 года. Тем не менее, следует отметить, что рост кредитного портфеля с середины 2011 года опережает рост номинального ВВП (рис.16). По мнению ДФС, одной из основных причин опережающего роста кредитов является продолжающийся чистый отток капитала (рис.17), который не позволяет экономике в полной мере использовать имеющиеся источники экономического роста. Более того, по мере ухудшения конъюнктуры на мировых рынках оценка динамики движения частного капитала пересматривается в худшую сторону: преодолеть чистый отток капитала по итогам 2012 года, скорее всего, не удастся.

Рисунок 16. Годовые темпы роста кредитного портфеля и ВВП (%)



Источник: Банк России, Bloomberg

Рисунок 17. Динамика чистого оттока частного капитала (млрд. долларов)



Источник: Банк России