

ОБЗОР ГЛОБАЛЬНЫХ РИСКОВ

АПРЕЛЬ 2013

Ухудшение перспектив роста крупнейших экономик повысило риски дестабилизации глобальной финансовой системы. Благоприятные условия на финансовых рынках не ведут к позитивным сдвигам в реальном секторе, что вынуждает ведущие центральные банки продолжать смягчение денежно-кредитной политики. В еврозоне решение бюджетных проблем остается первостепенной и самой трудной задачей. Кипрский кризис стал напоминанием того, что проблемные страны все еще представляют собой потенциальный источник системной нестабильности.

Кредитные риски



Кипрский кризис, несмотря на ограниченный масштаб распространения рисков, стал свидетельством того, что **проблемные страны еврозоны могут дестабилизировать экономику в регионе**. В апреле Eurostat опубликовал оценки бюджетно-долговой устойчивости, которые в очередной раз выявили наличие трудностей, препятствующих достижению соответствующих нормативов (особенно тяжелая ситуация отмечается в Испании). При этом **в Испании и Словении усиливаются дисбалансы в экономике** – для финансовой стабильности этих стран наибольшую угрозу представляет высокий уровень задолженности частного сектора.

Рыночные риски



На глобальных финансовых рынках в целом сохраняются **позитивные тенденции** на фоне реализации стимулирующих мер в развитых странах. Вместе с тем, слабая макроэкономическая статистика говорит о нерешенности многих проблем в реальном секторе. В апреле на фоне ухудшения перспектив роста ВВП произошло снижение цен на нефть и золото.

Риски ликвидности



На протяжении последних месяцев из-за ухудшающихся макроэкономических перспектив и слабых показателей деловой активности существенно возросла необходимость снижения ставки ЕЦБ по основным операциям рефинансирования. Регулятор понизил ставку до рекордного минимума 2 мая, что должно способствовать **дальнейшему улучшению условий фондирования в еврозоне**. Реализацию мер с целью стимулирования экономики продолжили **Банк Японии** (введение программы количественного и качественного смягчения, направленной на преодоление дефляции) и **Банк Англии** (продление программы стимулирования кредитования малого и среднего бизнеса).

Риски потоков капитала



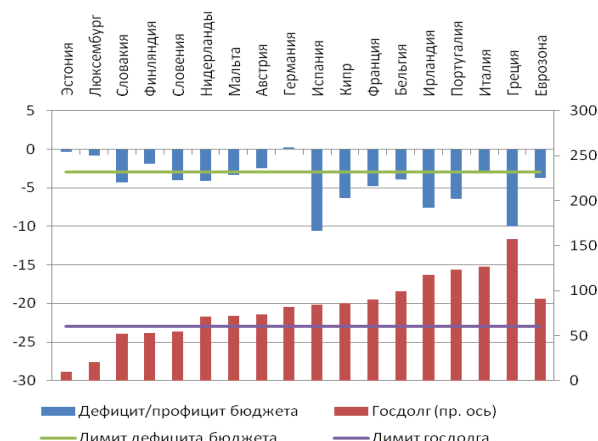
На фоне возросшей нестабильности в еврозоне и росте макроэкономических рисков **сохранялся повышенный уровень волатильности потоков капитала**. Тем не менее, проведение сверхмягкой денежно-кредитной политики в развитых странах создает благоприятные условия для усиления притока капитала на развивающиеся рынки в краткосрочной перспективе.

Кредитные риски

Факторы нестабильности европейской экономики

Реализация антикризисных мер помогла экономике Кипра избежать наиболее неблагоприятного сценария развития событий – дефолта проблемных банков, последующего суверенного дефолта и вынужденного выхода страны из состава еврозоны. В течение апреля происходило постепенное смягчение ограничений на движение капитала, введенных Минфином Кипра. Несмотря на ограниченный масштаб распространения рисков Кипра, уровень нестабильности в еврозоне остается высоким, что, в первую очередь, связано с нерешенностью бюджетных проблем. Согласно опубликованной в апреле статистике Eurostat, по итогам 2012 года госдолг еврозоны достиг рекордных 90,6% ВВП (против 87,3% ВВП в 2011 году), а дефицит бюджета упал до 3,7% (с 4,2% в 2011 году). При этом большинство стран еврозоны по-прежнему далеки от выполнения требований к величине госдолга и дефицита бюджета (60% ВВП и 3% ВВП соответственно), а некоторые из них продолжают переносить сроки выполнения ориентиров, установленных законодательством ЕС. Правительство Испании, где зафиксирован худший уровень бюджетного дефицита 10,6% ВВП, отложило выполнение ориентиров по дефициту бюджета на два года – до 2016 года, когда планируется сократить показатель до 2,7% ВВП (план на 2013 год – 6,3% ВВП вместо одобренных ЕС 4,5% ВВП). О росте рисков проблемных стран еврозоны свидетельствуют апрельские результаты макроэкономического мониторинга (Macroeconomic Imbalance Procedure), проводимого Европейской комиссией. По итогам исследования, Испания и Словения были причислены к странам с «чрезмерными макроэкономическими дисбалансами». Высокое бремя долга частного сектора представляет наибольшую угрозу для финансовой стабильности этих стран (табл.1). Регуляторы должны подготовить детализированные программы реформ, содержащие комплексные меры реагирования против выявленных дисбалансов, после чего Европейская Комиссия до 29 мая выпустит руководство с рекомендациями. Иначе, согласно установленной процедуре, к странам могут быть применены штрафные санкции (в размере 0,1% ВВП). Кроме того, на фоне усиления долговых рисков в еврозоне рейтинговое агентство Fitch лишило Великобританию наивысшего кредитного рейтинга, понизив его с AAA до AA+.

Рисунок 1. Дефицит бюджета и госдолг стран еврозоны на конец 2012 года (% ВВП)



Источник: Eurostat

Таблица 1. Макроэкономические дисбалансы в Испании и Словении

Риски Испании

- Высокие значения бюджетного дефицита из-за значительного снижения доходных статей бюджета, роста социальных расходов и увеличения расходов на рекапитализацию банковского сектора.
- Высокий уровень внутреннего и внешнего долга частного сектора.
- Ожидания дальнейшего роста проблемных ссуд.
- Острая потребность в сокращении левериджа у частного сектора.
- Высокий уровень безработицы (прогноз на 2013 г. – 27%), который наряду с сокращением располагаемых доходов населения оказывает негативное влияние на способность погашения обязательств физическими лицами.
- Риски ослабления платежного баланса (сокращение дефицита текущего счета (с 10% ВВП в 2007 г. до 1% ВВП в 2012 г.) происходит за счет существенного сокращения импорта, а по счету операций с капиталом в 2012 г. зафиксирован значительный отток капитала).

Риски Словении

- Большая долговая нагрузка корпоративного сектора.
- Ухудшение качества кредитных портфелей крупнейших банков (ожидается дальнейший рост проблемных ссуд).
- Нехватка в финансировании у государства, осложняющая оказание государственной поддержки банковскому сектору (прогнозируется, что госдолг Словении в 2014 г. превысит 60% ВВП).
- Сильная зависимость корпоративного сектора от банковского фондирования, что с учетом высокой доли участия госсектора ограничивает возможности оптимального распределения ресурсов в экономике.
- Сокращение темпов роста кредитования.
- Негативное влияние текущей политики поддержания минимального уровня зарплат на приток иностранных инвестиций в страну.
- Слабые показатели экспорта по сравнению с другими странами с аналогичным уровнем экономического развития.
- Риски сокращения левериджа в условиях рецессии (-3% в 2012 г.).

Источник: Европейская Комиссия

Рыночные риски

Ослабление глобального роста, несмотря на улучшение условий на финансовых рынках

В апреле 2013 года МВФ в очередном докладе о финансовой стабильности (Global Financial Stability Report) представил карту глобальных рисков, из которой видно, что условия на финансовом рынке улучшились по сравнению с октябрем 2012 года (рис.2). Улучшения на финансовом рынке в последние полгода, проявляющиеся в облегчении доступа к фондированию, росте индексов фондовых рынков, снижении кредитных спредов и активизации притока капитала в рискованные активы, являются во многом следствием реализации стимулирующих мер ведущими центральными банками (ФРС США и Банком Японии). Вместе с тем, в апреле наблюдается снижение индексов деловой активности в крупнейших экономиках после некоторого роста в начале 2013 года (рис.3), что свидетельствует об усилении рисков сокращения внутреннего и внешнего спроса. PMI в промышленности упал до 48,1 пунктов в Германии, 50,7 пунктов в США и 50,6 пунктов в Китае. Таким образом, отсутствие позитивных сдвигов в реальном секторе экономик многих стран, а также повышение нестабильности в еврозоне создают менее благоприятные перспективы для экономического роста в краткосрочном периоде. В этих условиях МВФ ухудшил прогнозы по глобальным темпам роста ВВП в 2013 году (с 3,5% до 3,3%). По еврозоне оценка падения ВВП ухудшена с 0,1% до 0,3%.

Снижение цен на мировых товарных рынках

Усиление опасений по поводу глобального экономического роста на фоне разочаровывающих данных из Китая (по итогам I квартала 2013 года годовой прирост ВВП страны в размере 7,7% оказался хуже ожиданий участников рынка) привело к падению цен на мировых товарных рынках. В апреле цена нефти Brent опустилась ниже 100 долл. США за баррель, а котировки золота упали ниже 1400 долл. США за тройскую унцию (рис.4). Снижение цен на нефть является индикатором слабости экономического роста и создает больше оснований для дальнейшего стимулирования экономик ведущими центральными банками (прежде всего, ФРС США, несмотря на укрепление мнений среди членов Федерального комитета по операциям на открытом рынке (FOMC) о необходимости сворачивания программы количественного смягчения).

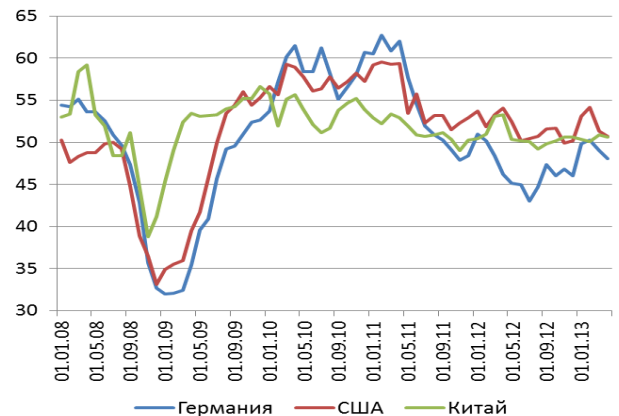
Рисунок 2. Карта рисков МВФ



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

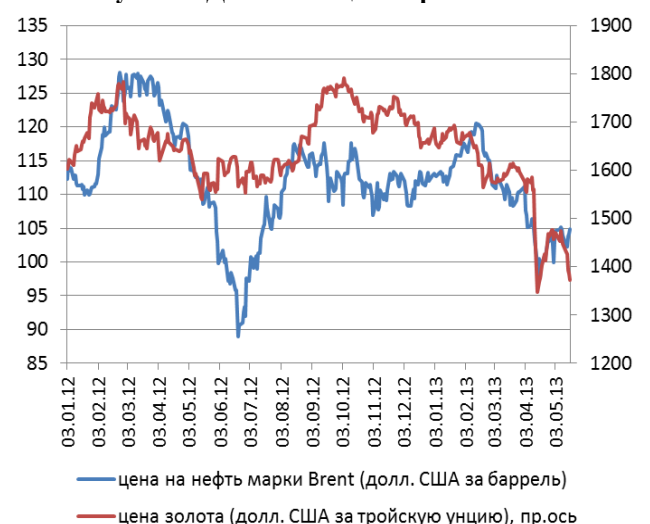
Источник: МВФ

Рисунок 3. Динамика индексов деловой активности в промышленности PMI (п.)



Источник: Bloomberg

Рисунок 4. Динамика цен нефти и золота



Источник: Bloomberg

Риски ликвидности

Эффективность политики ЕЦБ

На фоне ухудшающихся макроэкономических перспектив и слабых показателей деловой активности в промышленности и сфере услуг, вышедших в апреле, ЕЦБ был вынужден снизить ставку по основным операциям рефинансирования до рекордного минимума 0,5%. Комплекс мер денежно-кредитной политики, призванных оживить экономику еврозоны, был объявлен регулятором 2 мая (табл.2). Участники рынка позитивно отреагировали на решение о снижении ставки. Благодаря мерам ЕЦБ в европейской банковской системе поддерживается значительный объем ликвидности. Согласно результатам опроса ЕЦБ¹, банки еврозоны по итогам I квартала 2013 года констатируют улучшение доступа к фондированию (рис.5) и ослабление негативного влияния долгового кризиса на условия фондирования и требования к заемщикам, хотя из-за возобновившейся в последние месяцы нестабильности в проблемных странах подверженность банков суверенным рискам возросла (рис.6). Несмотря на это, гарантии, что меры ЕЦБ произведут должный эффект на реальный сектор экономики еврозоны, нет. Кроме того, ЕЦБ практически исчерпал возможности использования традиционных инструментов денежно-кредитной политики. В случае дальнейшего ухудшения макроэкономической конъюнктуры увеличивается вероятность введения отрицательной депозитной ставки или использования нестандартных мер.

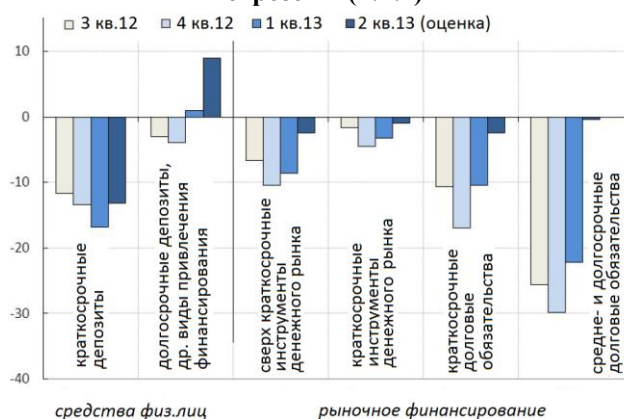
Таблица 2. Итоги заседания ЕЦБ 2 мая

Предпринятые меры

- снижена ставка по основным операциям рефинансирования (interest rate on main refinancing operations) (с 0,75 до 0,5%);
- снижена ставка по инструментам постоянного действия (interest rate on marginal lending facility) (с 1,5 до 1%);
- принято решение продолжать основные (на недельный срок) и трехмесячные операции рефинансирования банков по фиксированной ставке в полном объеме, по крайней мере, до конца II квартала 2014 г.

Источник: ЕЦБ

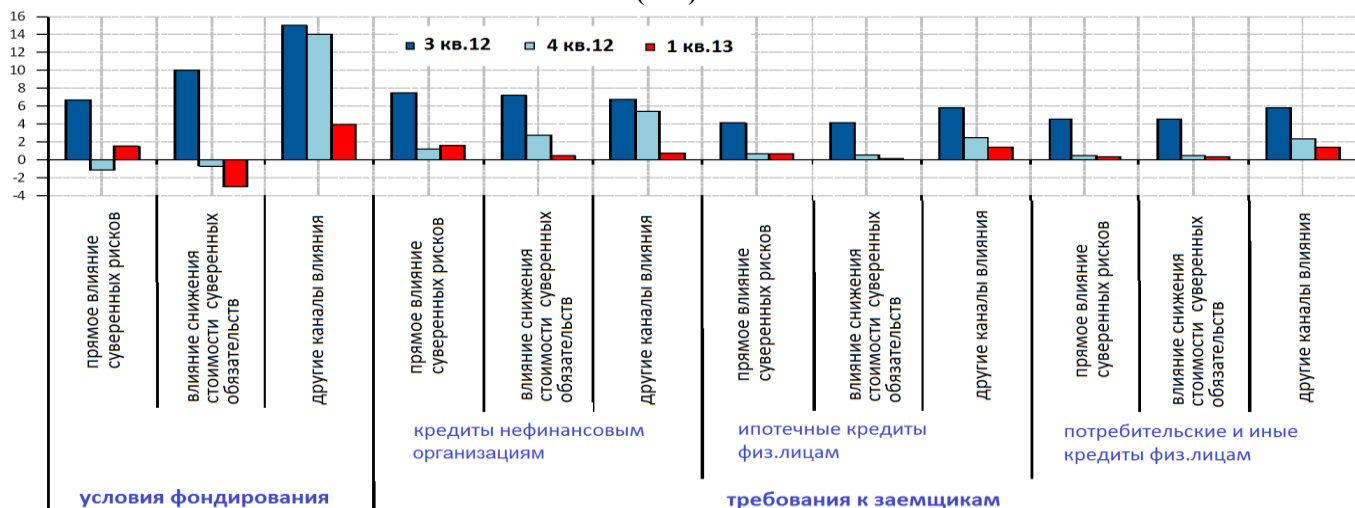
Рисунок 5. Оценка условий фондирования банками еврозоны (п.п.*)



*Разница между суммой долей банков, отметивших существенное или некоторое ухудшение условий фондирования, и суммой долей банков, отметивших некоторое или существенное улучшение условий фондирования.

Источник: ЕЦБ

Рисунок 6. Влияние долгового кризиса на условия фондирования банков еврозоны и требования к заемщикам (п.п.)**



**Разница между суммой долей банков, отметивших существенное или некоторое влияние долгового кризиса на ухудшение условий фондирования и ужесточение требований к заемщикам, и суммой долей банков, отметивших некоторое или существенное сокращение негативного влияния долгового кризиса на условия фондирования и смягчение требований к заемщикам.

Источник: ЕЦБ

¹ В опросе ЕЦБ, который проводился с 20 марта по 4 апреля, приняли участие 135 банков еврозоны.

Борьба с дефляцией в Японии

Банк Японии по итогам апрельского заседания объявил о введении программы количественного и качественного смягчения, основной целью которой является достижение ориентира по инфляции в 2% через два года. Для реализации поставленной задачи Банк Японии перешел на регулирование объемов денежной базы, отказавшись от базовой процентной ставки overnight как основного инструмента денежно-кредитной политики, а также объявил об увеличении срочности и объемов приобретаемых госбумаг в рамках программы выкупа активов (табл.3). Столь агрессивные меры регулятора призваны решить фундаментальную проблему дефляции, которая уже длительное время тормозит развитие экономики страны (рис.7). Директор-распорядитель МВФ К. Лагард высказалась в поддержку политики Банка Японии, отметив, что в будущем она благотворно повлияет на рост мировой экономики. Вместе с тем, на заседании Группы 20 лидеры стран отметили важность не допустить конкурентной девальвации, поскольку меры Банка Японии привели к существенному падению курса йены относительно доллара США. Чрезмерная волатильность обменных курсов может иметь неблагоприятные последствия для финансовой стабильности. Важно также отметить, что Банку Японии следует осуществлять мониторинг ситуации на внутренних рынках, поскольку в отдаленной перспективе рост инфляции может вызвать ожидания роста краткосрочных ставок и, как следствие, рост долгосрочных ставок, что негативно отразится на обслуживании госдолга Японии, который превышает 220% ВВП.

Стимулирование вливаний в реальный сектор экономики Великобритании

Банк Англии продлил программу предоставления дешевых кредитов (funding for lending scheme, FLS)² на год до января 2015 года. Программа FLS направлена на усиление поддержки малого и среднего бизнеса, который составляет основу британской экономики. Ожидается, что в дальнейшем, способствуя снижению стоимости заимствований для нефинансовых организаций, она будет стимулировать рост ВВП Великобритании, который по итогам I квартала 2013 года составил 0,3% в квартальном и 0,6% в годовом выражении (рис.8). Согласно данным Банка Англии, в период с момента запуска FLS 13 июля 2012 года по конец 2012 года в рамках программы были выданы кредиты на 13,8 млрд. фунтов стерлингов.

Таблица 3. Программа количественного и качественного смягчения Банка Японии

Изменение целей денежно-кредитной политики

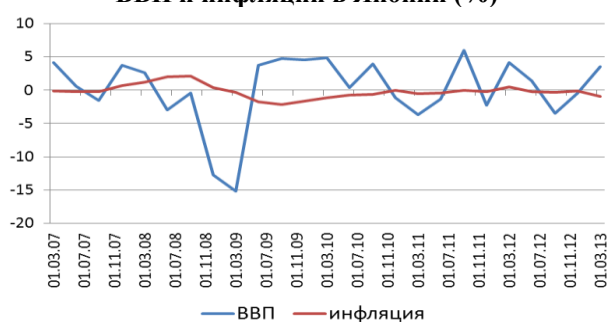
- Установлен временной горизонт в 2 года для достижения целевого уровня инфляции в 2%.
- Достижение цели будет происходить с помощью регулирования объемов денежной базы (отказ от базовой процентной ставки overnight как основного инструмента денежно-кредитной политики).
- Предполагается обеспечить увеличение денежной базы примерно на 60-70 трлн. йен в год: на конец 2012 года денежная база составляла 138 трлн. йен, к концу 2013 года ожидается ее рост до 200 трлн. йен, 2014 года – до 270 трлн. йен.

Программа выкупа активов

- Программа выкупа гособлигаций Японии расширена до 7 трлн. йен в месяц.
- Объем гособлигаций на балансе Банка Японии будет увеличиваться на 50 трлн. йен в год (с 89 трлн. йен на конец 2012 года до 140 трлн. йен на конец 2013 года и 190 млрд. йен в 2014 году).
- Банк Японии будет приобретать гособлигации со всеми сроками погашения, включая бумаги на срок 40 лет, а средняя срочность до погашения гособлигаций на балансе будет увеличена с 3 до 7 лет.

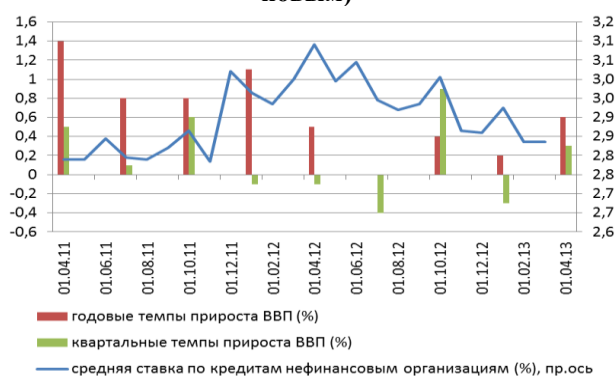
Источник: Банк Японии

Рисунок 7. Годовые темпы прироста реального ВВП и инфляции в Японии (%)



Источник: Bloomberg

Рисунок 8. Темпы прироста ВВП Великобритании и средняя эффективная ставка по кредитам нефинансовым организациям (в том числе новым)



Источник: Банк Англии, Бюро национальной статистики Великобритании

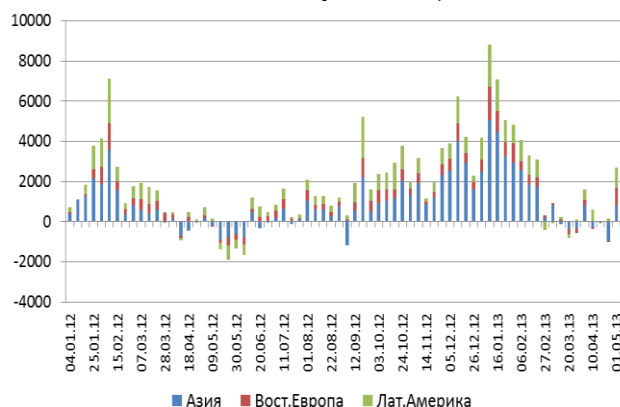
²² В рамках программы FLS кредитные организации могут обменивать имеющееся у них обеспечение, принимаемое в рамках дисконтного окна, на казначейские векселя (UK Treasury bills) сроком 4 года и использовать их для привлечения финансирования у Банка Англии или на рынке.

Риски потоков капитала

Рост волатильности потоков капитала

В последние месяцы на фоне усиления макроэкономических рисков и возобновления нестабильности в еврозоне риск-аппетит среди инвесторов несколько ослаб по сравнению с концом 2012 и началом 2013 года. В апреле чистый приток вложений в фонды ценных бумаг развивающихся стран составил 2 млрд. долл. США (рис.9). Несмотря на рост волатильности потоков капитала, проведение мягкой денежно-кредитной политики в развитых странах продолжает способствовать сохранению благоприятных условий для роста притока капитала в развивающиеся страны. В ближайшее время можно ожидать возобновления роста склонности инвесторов к вложениям в рискованные активы.

Рисунок 9. Динамика вложений в фонды развивающихся стран (еженедельные значения, млн. долларов США)



Источник: EPFR

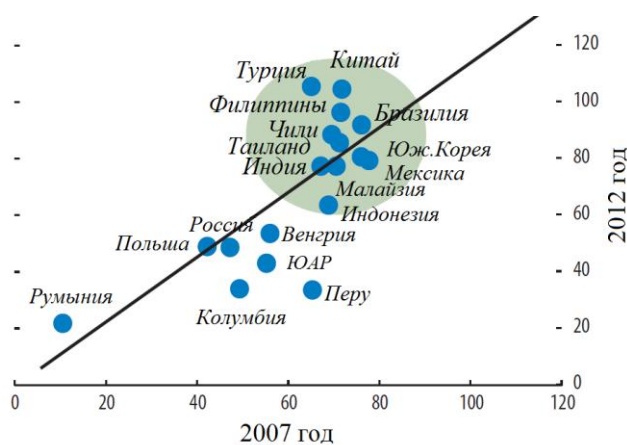
Риски роста процентных ставок

В последние месяцы одной из обсуждаемых тем на международном уровне (в рамках МВФ, СФС и БМР) стала проблема роста процентных ставок в случае сворачивания стимулирующих мер денежно-кредитной политики в развитых странах. В целом рост процентных ставок может привести к значительным негативным последствиям для финансового сектора (табл.4), однако вероятность резких дисбалансов на рынках не очень существенна, поскольку процесс повышения ставок, скорее всего, будет плавным и ожидаемым. Для развивающихся стран негативное влияние изменения базовых ставок и ожиданий участников рынка может быть связано с возможным ростом волатильности международных потоков капитала из-за усиления оттока средств иностранных инвесторов. В результате в развивающихся странах произойдет снижение стоимости активов и обесценение национальных валют. Уязвимым сегментом может также стать рынок частного долга, поскольку в последние годы существенно повысился уровень долговой нагрузки частного сектора (рис.10). Очевидно, что в случае повышения уровня процентных ставок существенно возрастут издержки финансирования долговых обязательств частного сектора. В этой связи регулирующим органам развивающихся стран следует осуществлять тщательный мониторинг рисков, в том числе проводить стресс-тесты для оценки устойчивости участников рынков.

Таблица 4. Каналы распространения негативных последствий для финансового сектора

Рыночный риск	Может реализоваться через внебалансовые инструменты и обесценение портфеля долговых и долевых ценных бумаг
Кредитный риск	В случае удорожания стоимости заимствований могут последовать дефолты и рост доли проблемных ссуд, поскольку в настоящее время многие банки развитых стран рефинансируют кредиты заемщикам, находящимся в тяжелом финансовом положении (forbearance)
Процентный риск	Возникает при снижении чистых процентных доходов (участники рынка активно используют краткосрочные заимствования для финансирования долгосрочных инвестиций)

Рисунок 10. Соотношение задолженности к собственному капиталу в корпоративном секторе развивающихся стран (%)



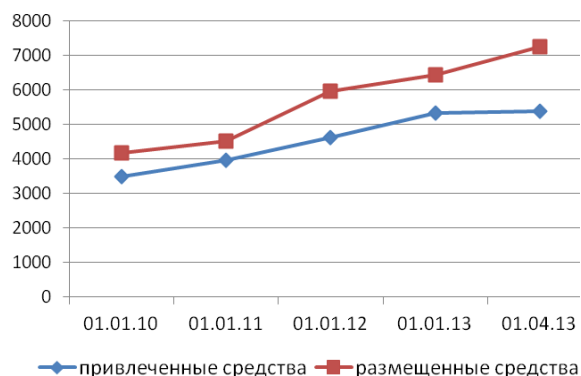
Источник: МВФ

Риски России

Последствия роста процентных ставок в ключевых валютах для российского банковского сектора ограничены

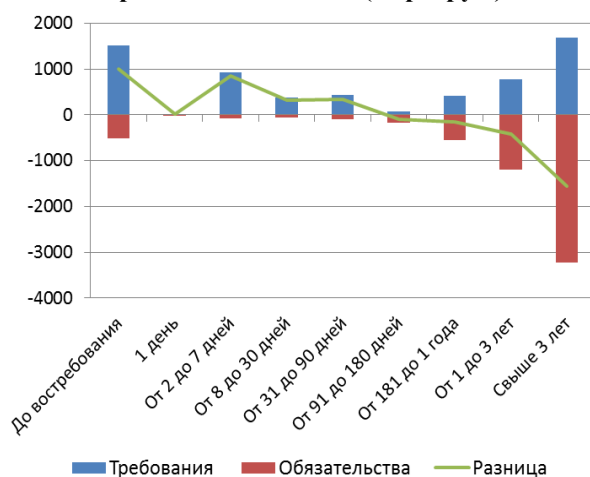
Ввиду того, что тема повышения базовых процентных ставок в развитых странах и сопутствующих рисков в настоящее время широко обсуждается на международном уровне, в данном разделе рассматриваются возможные негативные последствия для российского банковского сектора. Во-первых, следует отметить, что проблема роста процентных ставок в ключевых валютах не является актуальной в условиях сохраняющегося слабого роста мировой экономики. Во-вторых, влияние рисков повышения ставок центральными банками развитых стран на устойчивость российского финансового сектора ограничено. Результат прямого краткосрочного воздействия более высоких базовых процентных ставок в ключевых валютах на иностранные активы и пассивы российских банков (рис.11) будет во многом определяться характером сдвига кривой доходности. Поскольку средняя срочность внешних обязательств российских банков превышает среднюю срочность их внешних требований (рис.12), процентные доходы российских банков по иностранным операциям при повышении базовых ставок ведущими центральными банками будут расти быстрее, чем их процентные расходы. Косвенное краткосрочное воздействие более высоких базовых ставок в ключевых валютах на российский банковский сектор в виде обесценения долговых и долевого ценных бумаг в портфелях банков также ограничено небольшими объемами вложений российских банков в ценные бумаги (14% совокупных активов банковского сектора, рис.13). Вместе с тем, в среднесрочном и долгосрочном периоде повышение базовых процентных ставок приведет к фундаментальной переоценке стоимости денег и, возможно, премий за риск, что может оказать повышательное воздействие на ставки по кредитам российским заемщикам, ухудшить их финансовое положение и привести к некоторому увеличению уровня кредитного риска. В то же время благодаря гибкому курсообразованию рубля, использованию процентных ставок как операционных ориентиров денежно-кредитной политики, а также исходя из эффективности инструментария рефинансирования, используемого при повышенном спросе на ликвидность, Банк России имеет возможность справляться с процентными шоками.

Рисунок 11. Средства, привлеченные и размещенные кредитными организациями у нерезидентов (млрд. руб.)



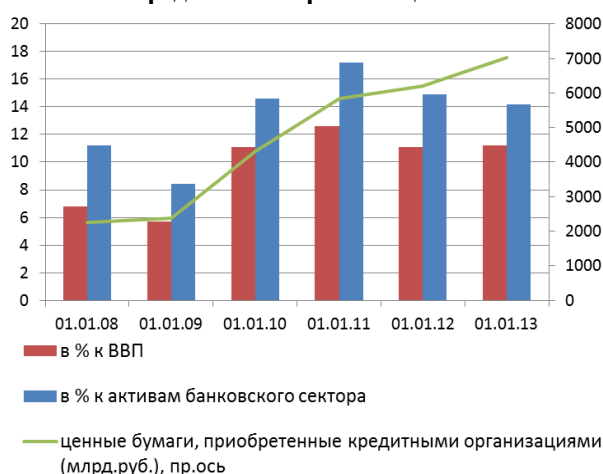
Источник: Банк России

Рисунок 12. Объем внешних требований и обязательств кредитных организаций в разбивке по срокам на 01.04.2013 (млрд. руб.)



Источник: отчетность банков

Рисунок 13. Ценные бумаги, приобретенные кредитными организациями



Источник: Банк России