

ОБЗОР ГЛОБАЛЬНЫХ РИСКОВ

ОКТАБРЬ 2012

В октябре европейские регуляторы достигли договоренности о создании единой системы банковского надзора с 1 января 2013 года, «тройка» международных кредиторов согласовала с Грецией меры бюджетной консолидации, необходимые для выделения очередного кредитного транша в размере 31,5 млрд. евро. При условии одобрения законопроекта греческим парламентом предоставление финансовой помощи ожидается в ноябре, без него высока вероятность того, что страна объявит дефолт до конца текущего года. Несмотря на усилия регуляторов по борьбе с долговым кризисом в еврозоне, риски его углубления снова возрастают: ухудшается ситуация в Испании и, что еще важнее, усиливается дезинтеграция национальных финансовых систем.

Кредитные риски



В октябре был принят ряд важных решений: достигнута договоренность о создании в Евросоюзе единой системы банковского надзора с 1 января 2013 года и согласован пакет мер бюджетной консолидации «тройкой» международных кредиторов и Грецией. Тем не менее, несмотря на сокращение стоимости заимствований, **уровень кредитных рисков в Европе остается повышенным** из-за усиления дезинтеграции в регионе и усложнения ситуации в Испании по причине роста дефицита бюджета и ухудшения показателей банковского сектора. В этих условиях в ближайшие месяцы повышается вероятность обращения властей Испании за внешней финансовой помощью, что может дестабилизировать долговые рынки.

Рыночные риски



Снижение доверия участников рынка к мерам регуляторов, направленным на преодоление европейского долгового кризиса и его последствий в других регионах, привело к тому, что в отчетный период **прекратился рост мировых фондовых индексов**. На фоне возрастающих рисков усиления долгового кризиса группой европейских стран было решено ввести налог на биржевые операции. Эта мера ставит под угрозу существование Евросоюза как единого интегрированного пространства.

Риски ликвидности



Центральные банки многих стран мира **поддерживают благоприятные условия на денежных рынках**, причем ухудшение макроэкономических показателей вынуждает их предпринимать более активные действия. Банк Японии второй месяц подряд расширяет программу выкупа активов, центральные банки Бразилии и Индии снизили базовые процентные ставки до рекордных минимумов.

Риски потоков капитала



Благодаря тому, что ведущие страны мира продолжают следовать мягкому курсу денежно-кредитной политики, среди инвесторов сохраняется **умеренный аппетит к риску**. При этом Институт международных финансов оценивает перспективы развивающихся стран по объемам притока капитала в ближайший год как благоприятные. В условиях глобальной нестабильности, однако, существует риск того, что движение капитала станет более волатильным, и развивающимся странам будет сложнее справиться с сопутствующими рисками.

Кредитные риски

Октябрьские меры регуляторов

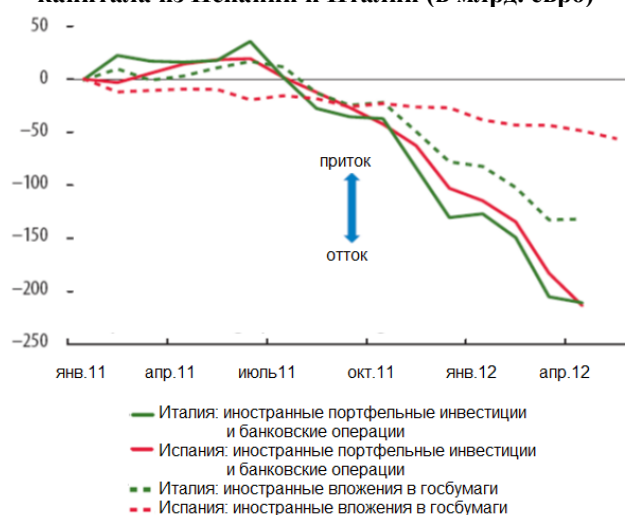
По итогам саммита Евросоюза 18-19 октября было решено утвердить необходимые законодательные рамки для создания единой системы банковского надзора (Single Supervisory Mechanism) до 1 января 2013 года. ЕЦБ будет играть центральную роль в этой системе, в связи с чем регулятору потребуется четко разграничить надзорные функции и денежно-кредитную политику. Создание банковского союза является важнейшим условием стабилизации ситуации в банковском секторе региона. Как только он начнет действовать, банки смогут напрямую получать средства для рекапитализации из европейского стабилизационного механизма ESM. Пока же программа покупки облигаций проблемных стран ЕЦБ будет иметь определяющее значение для снижения кредитных рисков в ближайшие месяцы. Среди других значимых событий октября – одобрение кредитных траншей Греции и Португалии «тройкой» международных кредиторов (табл.1). Финансовая помощь проблемным странам и настрой европейских регуляторов на усиление интеграции европейской банковской системы пока сдерживают долговой кризис от дальнейшего углубления, хотя риски дезинтеграции по-прежнему значительны. В рамках европейского пространства наблюдается все более явное стремление участников рынка сократить свою подверженность рискам проблемных стран. В частности, продолжается существенный отток частного капитала из активов этих стран, особенно из гособлигаций (рис.1). Негативный фон создают ожидания роста уровней госдолга и бюджетного дефицита. В октябрьской версии доклада Fiscal Monitor МВФ ухудшил свои оценки этих показателей (табл.2).

Таблица 1. Финансовая помощь международных кредиторов

	Греция	Португалия
Размер кредитного транша	31,5 млрд. евро (ожидается в ноябре при условии одобрения греческим парламентом мер бюджетной консолидации)	1,5 млрд. евро
Кредитор	«тройка»	МВФ
Целевые показатели	Сокращение госрасходов и повышение налогов в общей сложности на 13,5 млрд. евро (срок реализации реформ бюджетной консолидации перенесен с начала 2014 г. до начала 2016 г.). ¹	Сокращение дефицита бюджета до 4,5% ВВП в 2013 г. (согласно проекту бюджета на 2013 г., власти Португалии предполагают снизить госрасходы на 1 млрд. евро и повысить налоги на 4,3 млрд. евро).

Первичный профицит бюджета – баланс бюджета до вычета затрат правительства на обслуживание задолженности.

Рисунок 1. Динамика оттока иностранного капитала из Испании и Италии (в млрд. евро)



Источник: МВФ (Global Financial Stability Report, октябрь 2012 г.)

Таблица 2. Прогноз МВФ по госдолгу и дефициту бюджета (в % ВВП)

	Госдолг					Дефицит бюджета				
	Текущий прогноз (октябрь 2012 г.)			Изменение прогноза по сравнению с апрелем 2012 г.		Текущий прогноз (октябрь 2012 г.)			Изменение прогноза по сравнению с апрелем 2012 г.	
	2011	2012	2013	2012	2013	2011	2012	2013	2012	2013
Мир	79,9	81,3	81,5	1,3	1,8	-4,6	-4,2	-3,5	-0,3	-0,3
США	102,9	107,2	111,7	0,6	1,6	-10,1	-8,7	-7,3	-0,6	-1,0
Еврозона	88,0	93,	94,9	3,7	3,9	-4,1	-3,3	-2,6	-0,1	0,1
Франция	86,0	90	92,1	0,9	1,3	-5,2	-4,7	-3,5	-0,1	0,4
Греция	165,4	170,7	181,8	17,5	20,9	-9,1	-7,5	-4,7	-0,3	-0,1
Ирландия	106,5	117,7	119,3	4,6	1,6	-12,8	-8,3	-7,5	0,2	-0,2
Италия	120,1	126,3	127,8	3,0	4,0	-3,8	-2,7	-1,8	-0,3	-0,3
Португалия	107,8	119,1	123,7	6,7	8,4	-4,2	-5,0	-4,5	-0,5	-1,5
Испания	69,1	90,7	96,9	11,7	12,9	-8,9	-7,0	-5,7	-1,0	0,0
Япония	229,6	236,6	245	0,7	3,8	-9,8	-10,0	-9,1	0,0	-0,3
Великобритания	81,8	88,7	93,3	0,3	2,0	-8,5	-8,2	-7,3	-0,3	-0,7

Источник: МВФ (Fiscal Monitor, октябрь 2012 г.)

¹ 31 октября 2012 г. власти Греции обнародовали проект бюджета на 2013 г., в котором установлены следующие целевые ориентиры на отчетный период: дефицит бюджета – 5,2% ВВП, госдолг – 189,1% ВВП, сокращение ВВП – 4,5%.

Испания может не выполнить целевые ориентиры

Внимание участников рынка в настоящее время направлено на Испанию, которая до сих пор откладывает обращение за внешней финансовой помощью, хотя в стране только возрастают суверенные и кредитные риски. Правительство Испании может не добиться снижения бюджетного дефицита до запланированных 6,3% ВВП в 2012 году (табл.3). В октябре власти пересмотрели данный показатель в сторону ухудшения (7,3% ВВП). Кроме того, растет уровень проблемных активов в кредитных организациях: по данным Банка Испании на 18 октября, их доля в августе достигла рекордных 5,3% (рис.2). С учетом вышеперечисленных факторов рейтинговое агентство S&P в текущем месяце сначала понизило долгосрочный кредитный рейтинг Испании до уровня «BBB-» с негативным прогнозом (на одну ступень выше «мусорного»), а затем долгосрочные кредитные рейтинги 11 испанских банков. Агентство Moody's понизило долгосрочные кредитные рейтинги пяти регионов Испании из-за дефицита ликвидности. Если Испания все-таки обратится за внешней финансовой помощью, можно ожидать ухудшения ситуации на долговых рынках. В настоящее время стоимость заимствований в проблемных странах еврозоны стабилизировалась (рис.3). Доходности десятилетних гособлигаций Греции достигли минимальных значений марта текущего года, когда была проведена реструктуризация госдолга. Снижение доходностей госбумаг проблемных стран в последние месяцы происходит благодаря активным мерам ЕЦБ, предпринимаемым с лета 2012 года.

Рост спроса на итальянские госбумаги

На общем фоне снижения стоимости заимствований в еврозоне наблюдается рост спроса инвесторов на более рискованные активы, в частности итальянские гособлигации. Выбор итальянских госбумаг обусловлен тем, что Италия среди стран с высокодоходными госбумагами имеет один из самых незначительных дефицитов бюджета в Европе (менее 3% ВВП). Доходности аналогичных бумаг основных стран еврозоны находятся на исторических минимумах (рис.4). Наблюдается также заметное снижение котировок CDS, отражающих стоимость страховки итальянских пятилетних гособлигаций от дефолта (с максимальных в этом году 467 б.п. (конец июля) до 205 б.п. в конце октября).

Таблица 3. Целевые показатели по бюджету, согласно проекту бюджета на 2013 год от 29.09.12 (в % ВВП)

	2011	2012	2013	2014	2015
Центральное правительство	-5,2	-4,5	-3,8	-2,7	-2,1
Автономные регионы	-3,3	-1,5	-0,7	-0,1	0,2
Местные правительства	-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,0
Всего	-8,9	-6,3	-4,5	-2,8	-1,9

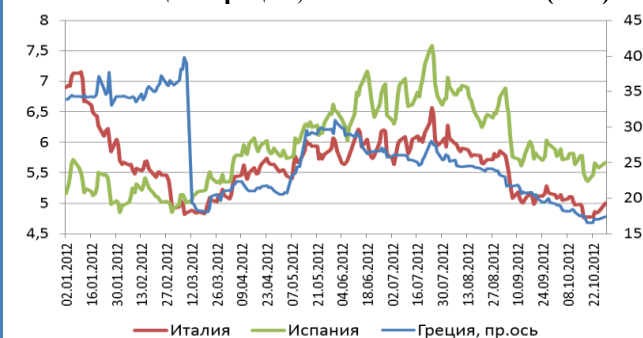
Источник: Министерство финансов и экономики Испании

Рисунок 2. Активы кредитных организаций Испании



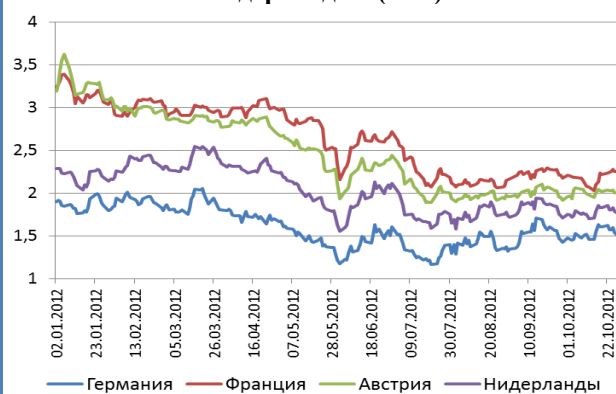
Источник: Банк Испании

Рисунок 3. Динамика доходностей десятилетних гособлигаций Греции, Италии и Испании (в %)



Источник: Datastream

Рисунок 4. Динамика доходностей десятилетних гособлигаций Германии, Франции, Австрии, Нидерландов (в %)



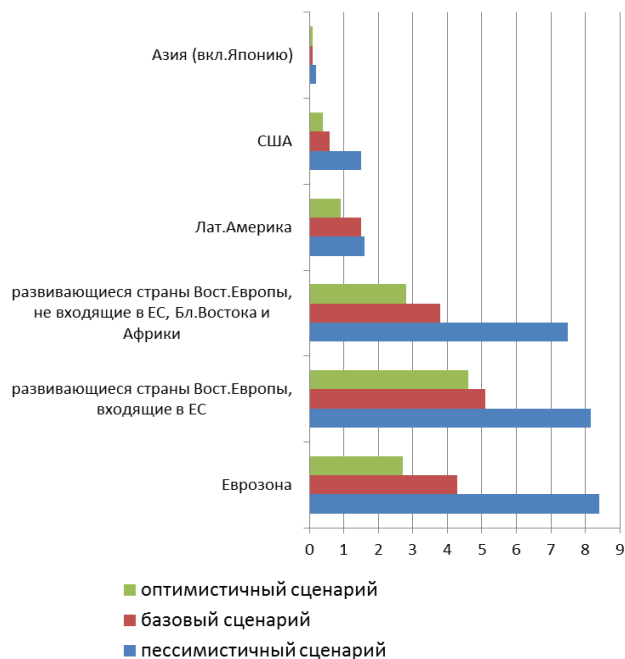
Источник: Datastream

Риски дальнейшего сокращения балансов европейскими банками

В условиях происходящей дезинтеграции среди европейских национальных финансовых систем возрастают риски дальнейшего сокращения балансов европейскими банками. Банки могут продолжить сокращение балансов, несмотря на то, что показатели достаточности капитала уже доведены до необходимого уровня. Согласно обновленным в октябре оценкам Европейского банковского управления (European Banking Authority – ЕВА), европейские банки к концу июня 2012 года произвели рекапитализацию на сумму, превышающую объем нехватки капитала (рис.6). По оценкам МВФ, до конца 2013 года сокращение балансов увеличится с текущих 0,6 трлн. долларов США до 2,8 трлн. долларов США по базовому сценарию и до 4,5 трлн. долларов США – по пессимистичному. В результате продолжится спад трансграничного кредитования (рис.5), причем в рамках европейского пространства опять же пострадают банковские системы проблемных стран. Объем кредитования периферии может сократиться на 9% по базовому сценарию и на 18% – по пессимистичному. Усиление дезинтеграции в Европе отражает низкий уровень доверия участников рынка друг к другу.

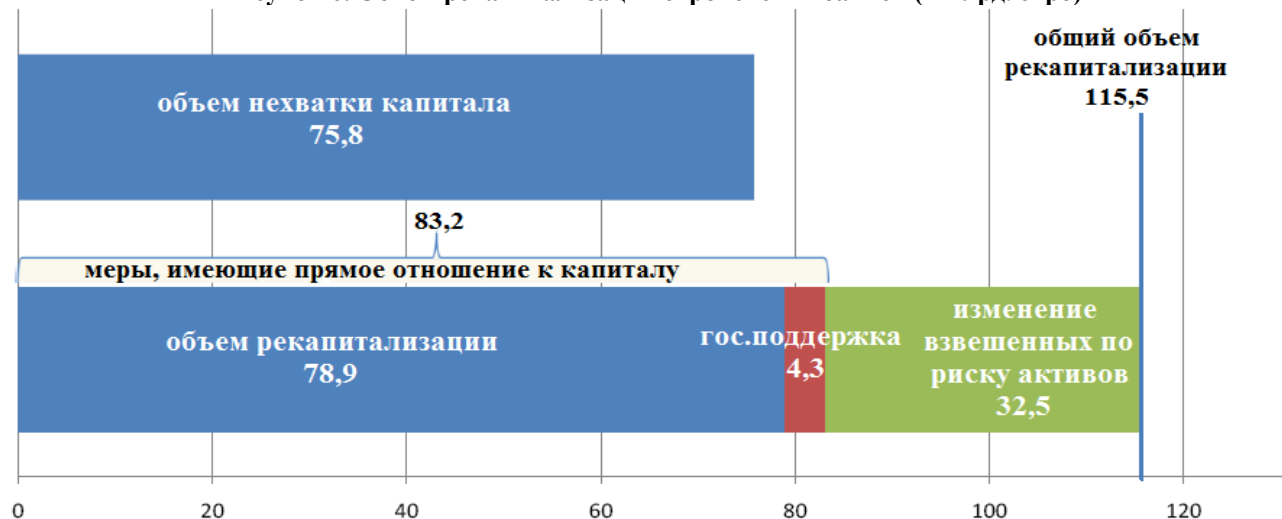
Рисунок 5. Оценка сокращения объемов трансграничного кредитования европейскими банками (в %)

конец III квартала 2011 г. – конец IV квартала 2013 г.



Источник: МВФ (Global Financial Stability Report, октябрь 2012 г.)

Рисунок 6. Объем рекапитализации европейских банков (в млрд. евро)



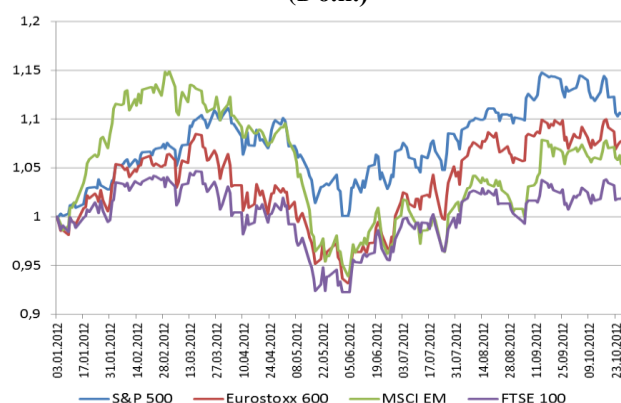
Источник: ЕВА

Рыночные риски

На мировых фондовых рынках происходит коррекция

Мировые фондовые индексы росли с начала лета 2012 года на фоне активных действий центральных банков, направленных на преодоление долгового кризиса и стимулирование экономического роста. В октябре рост индексов прекратился (рис.7) по мере того, как стало слабеть доверие участников рынка к эффективности этих мер. В ближайшие месяцы можно ожидать еще более существенной коррекции индексов фондового рынка. Среди основных факторов, которые могут негативно повлиять на динамику фондовых рынков в IV квартале 2012 года, – обращение Испании за финансовой помощью, переговоры о реструктуризации долгов Греции, неблагоприятный сезон отчетности и нерешенность бюджетных и долговых проблем в США. Несмотря на наличие вышеперечисленных рисков, следует отметить, что в Китае начали проявляться признаки некоторого оживления, что, в частности, демонстрирует динамика экспорта (рис.8). Рост экспорта из Китая в сентябре увеличился до 9,9% в годовом выражении с 2,7% в августе. Возможно, более благоприятная макростатистика по китайской экономике в IV квартале по сравнению с текущими ожиданиями несколько сгладит негативный эффект упомянутых факторов.

Рисунок 7. Динамика мировых фондовых индексов (в б.п.)



Источник: Bloomberg

Рисунок 8. Динамика роста китайского экспорта (в %) и индекса PMI (в б.п.)



Источник: Bloomberg

Европа на пути к введению налога на биржевые операции

На встрече министров финансов еврозоны 8-9 октября 2012 года 11 европейских стран договорились о введении налога на все биржевые операции с 2014 года (табл.4)². Решение о введении биржевого налога является франко-германской инициативой. Сам факт его одобрения большинством стран еврозоны – знаменательное событие. Нельзя исключать того, что в конечном итоге его поддержат все страны еврозоны (пока Великобритания, Швеция и Нидерланды выступают категорически против этого решения). Введение налога лишь группой стран может сильно дестабилизировать финансовую систему ЕС, поскольку нарушится конкурентная среда и, как следствие, еще больше усилится дезинтеграция в регионе.

Таблица 4. Странники введения налога на биржевые операции

Страны	
Австрия	Италия
Бельгия	Португалия
Германия	Словакия
Франция	Словения
Греция	Эстония
Испания	
Размер налога	
На торговлю акциями	0,1% с общей суммы сделки
На сделки с высокоспекулятивными деривативами	0,01% с оборота

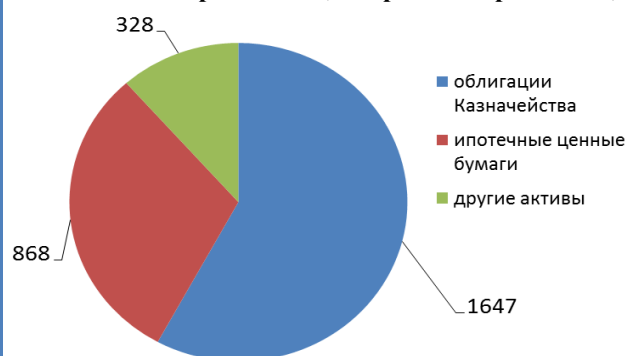
² Решение считается принятым, поскольку был достигнут необходимый кворум (согласие не менее 9 стран еврозоны в соответствии с Лиссабонским договором).

Риски ликвидности

Перспективы дальнейшего стимулирования в США

Ухудшение экономической ситуации в мире увеличивает вероятность введения дополнительных мер стимулирования крупнейшими центральными банками, в частности ФРС США. Согласно опросу агентства Bloomberg, крупнейшие трейдеры американского долгового рынка³ ожидают, что ФРС США на фоне нестабильной динамики рынка труда расширит список активов, выкупаемых в рамках количественного смягчения. Предполагается, что в дополнение к объявленному ранее выкупу ипотечных облигаций на 40 млрд. долларов в месяц ФРС США возобновит покупку гособлигаций. Это означает, что активы регулятора, уже более чем наполовину состоящие из облигаций Казначейства (рис.9), существенно вырастут, что окажет дополнительное давление на инфляцию.

Рисунок 9. Активы ФРС США на 24 октября 2012 г. (в млрд. долларов США)



Источник: ФРС США

Меры Банка Японии

Банк Японии второй месяц подряд расширяет программу выкупа активов на фоне слабеющего роста экономики. Общий объем программы увеличен на 11 трлн. йен до 91 трлн. йен, причем 10 трлн. йен планируется направить на выкуп краткосрочных и долгосрочных гособлигаций, остальное – на выкуп коммерческих бумаг, корпоративных облигаций, бумаг биржевых индексных фондов и фондов недвижимости. Японский годовой экспорт в сентябре упал на максимальные более чем за год 10,3% (рис.9). В условиях продолжающегося спада в экономике можно ожидать дальнейшего смягчения политики в краткосрочной перспективе.

Рисунок 10. Годовые темпы роста экспорта Японии и объемы выкупа госбумаг Банком Японии

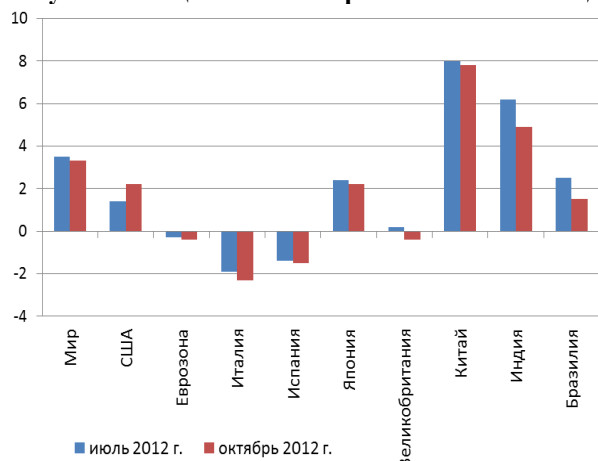


Источник: Bloomberg, Банк Японии

Развивающиеся страны усиливают меры стимулирования своих экономик

Замедление экономического роста вынуждает центральные банки развивающихся стран продолжать смягчение условий на национальных денежных рынках. Центральные банки Бразилии и Индии снизили базовые процентные ставки до рекордных минимумов: первый – до 7,25%, второй – до 4,25%. Банк Кореи снизил процентную ставку по недельным операциям РЕПО до 2,75%. Активные действия регуляторов являются отражением роста опасений, связанных с возможностью еще более существенного снижения экономической активности в странах. На фоне этих рисков МВФ в октябре ухудшил свои прогнозы по темпам роста ВВП в целом по миру (рис.11).

Рисунок 11. Оценка темпов роста ВВП в 2012 году



Источник: МВФ (World Economic Outlook, октябрь 2012 г.)

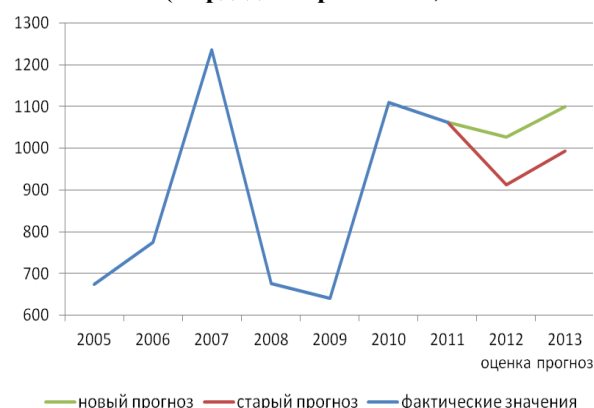
³ В опросе приняли участие 21 первичных дилера, имеющие право прямых покупок гособлигаций у ФРС США.

Риски потоков капитала

Увеличение притока капитала на развивающиеся рынки и сопутствующие риски

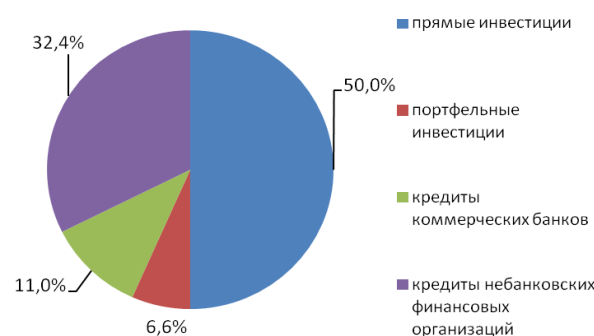
На фоне мягкой денежно-кредитной политики, проводимой ФРС США и ЕЦБ, в последние месяцы наблюдается рост склонности инвесторов к риску и происходит увеличение притока иностранного капитала в развивающиеся страны. По оценкам Института международных финансов (International Institute of Finance), обновленным в октябре, совокупный объем чистого притока частных инвестиций в эти страны в 2012 году составит 1,03 трлн. долларов США, что на 114 млрд. долларов США выше ранее прогнозирувавшегося уровня. При этом ровно половина инвестиций приходится на развивающиеся страны Азии. В 2013 году ожидается, что показатель приблизится к значениям посткризисного 2010 года, достигнув 1,1 трлн. долларов США (рис.12). Структурно прямые инвестиции доминируют в общем объеме вложений, на кредиты банков приходится 32,4%, величина портфельных инвестиций относительно невелика (рис.13). В условиях глобальной нестабильности количественное смягчение со стороны развитых стран, стимулирующее приток капитала на развивающиеся рынки, может стать фактором формирования волатильных потоков капитала, которые в целом негативно отражаются на курсах национальных валют стран-реципиентов капитала, а в отдельных случаях могут привести к перегреву экономики, появлению «пузырей» на рынках активов и дисбалансам на финансовых рынках.

Рисунок 12. Чистый приток частного капитала (млрд. долларов США)



Источник: ИФ

Рисунок 13. Структура притока частного капитала (млрд. долларов США), по оценкам на 2012 год

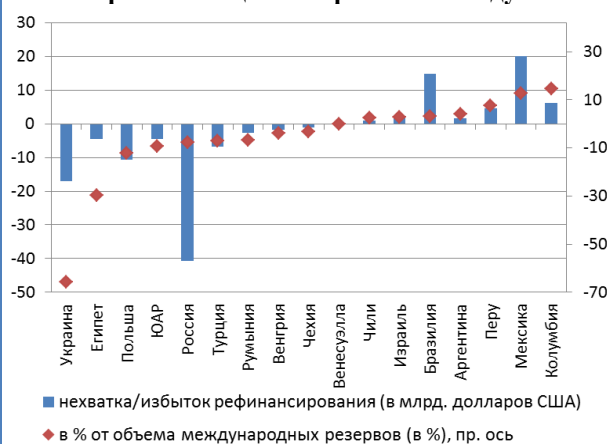


Источник: ИФ

Риски увеличения потребностей в рефинансировании внешних обязательств

В условиях нестабильного движения капитала на глобальных рынках у развивающихся стран, имеющих дефицит текущего счета и большой внешний долг, могут увеличиться потребности в рефинансировании внешних обязательств. По оценкам Deutsche Bank, нехватку средств для рефинансирования внешних обязательств⁴ испытывают в основном страны Восточной Европы (рис.14). В Латинской Америке приток капитала и проценты по выданным кредитам компенсируют оттоки, обусловленные обслуживанием внешних обязательств. Внезапный отток капитала в случае снижения риск-аппетита у инвесторов, однако, может стать фактором образования нехватки ресурсов, необходимых для рефинансирования внешних обязательств, и у стран Латинской Америки.

Рисунок 14. Оценка потребностей в рефинансировании внешних обязательств ряда развивающихся стран в 2013 году



Источник: Deutsche Bank

⁴ Потребности в рефинансировании внешних обязательств рассчитываются как разница статей притока капитала (приток иностранных инвестиций, проценты по выданным кредитам) и оттока капитала (дефицит текущего счета, выплаты по внешнему долгу).

Риски России

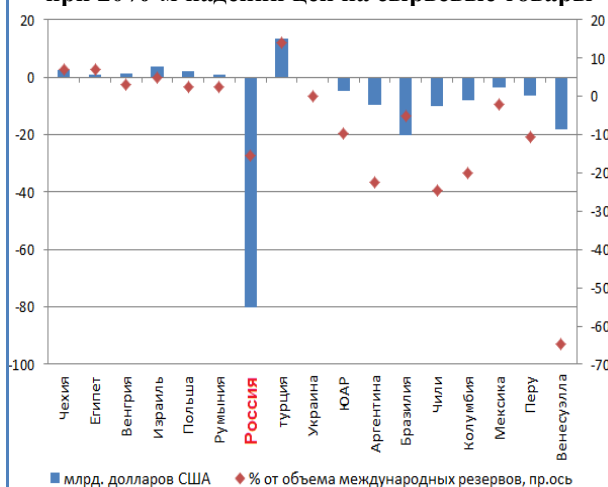
Оценка потребностей в покрытии возможных оттоков при реализации внешних рисков

Сохранение рисков ослабления платежного баланса на общем фоне существующей глобальной нестабильности может негативно повлиять на российскую экономику. Согласно данным октябрьского обзора Deutsche Bank, Россия имеет хорошие позиции по уровню достаточности международных резервов для покрытия потенциальных оттоков, которые могут возникнуть по статьям платежного баланса, по сравнению с другими развивающимися странами (страны Латинской Америки, Центральной и Восточной Европы, Ближнего Востока и Африки). В первом кризисном сценарии рассматривается 20%-е падение цен на сырьевые товары и его влияние на текущий счет платежного баланса. Во втором – оцениваются оттоки по счету операций с капиталом в условиях снижения риск-аппетита у инвесторов при 20%-м снижении доли рефинансируемых долговых обязательств и при 20%-м снижении притока прямых иностранных инвестиций. В силу специфики структуры российской экономики падение цен на энергоресурсы, вероятно, повлечет за собой довольно значительные оттоки и сокращение баланса текущего счета в абсолютных значениях (около 80 млрд. долларов США), однако относительно объема международных резервов они составят лишь 15% (средний уровень по всей выборке, рис.15). Сокращение иностранных инвестиций окажет менее существенное воздействие на экономику (сокращение баланса в размере 5% международных резервов) – Россия окажется в тройке наиболее устойчивых стран (рис.16). Международные резервы России более чем достаточны для компенсации возрастающего оттока капитала в стрессовых условиях и сохранения устойчивости экономики.

Оценка потребностей в финансировании внутренних госрасходов

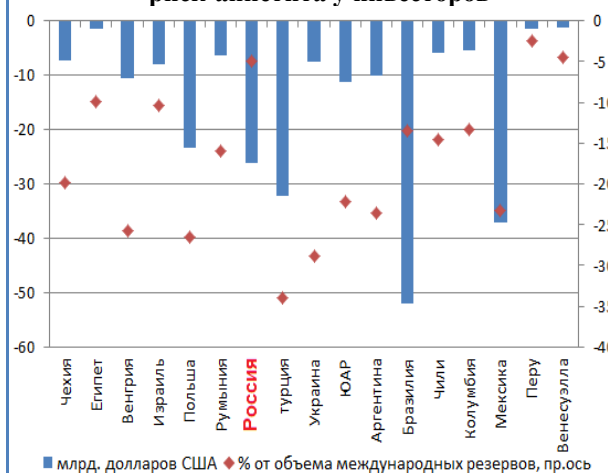
Об устойчивости российской экономики также свидетельствует наличие невысоких потребностей государства в финансировании расходов на погашение внутренних долговых обязательств и покрытие дефицита бюджета. С учетом ожидаемого в России небольшого профицита бюджета потребности государства в финансировании, по оценкам МВФ, будут находиться на минимальном уровне по сравнению с другими развивающимися странами (0,7% ВВП в 2012 году и 0,9% в 2013 году). Указанные значения заметно ниже аналогичных показателей в странах БРИК (рис.17).

Рисунок 15. Сокращение баланса текущего счета при 20%-м падении цен на сырьевые товары



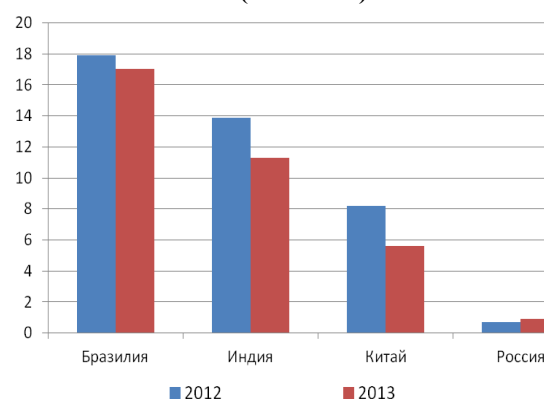
Источник: Deutsche Bank

Рисунок 16. Сокращение баланса счета операций с капиталом в условиях снижения риск-аппетита у инвесторов



Источник: Deutsche Bank

Рисунок 17. Потребности в финансировании (в % ВВП)



Источник: МВФ