

10 октября 2011

Аналитический обзор

Резюме по прогнозной динамике финансовых рынков и состоянию экономики

Греческий вопрос, по всей видимости, сходит со сцены с точки зрения влияния на финансовые рынки. Инвесторы довольно спокойно отнеслись к последней порции слухов, что дисконт (при обмене в рамках второй программы помощи Греции) по греческим бондам составит не 21%, а все 50%. Взлетевшие доходности по облигациям итальянских банков и корпораций беспокоят куда как больше. Причина роста доходности – агрессивные спекуляции, поддержанные действиями рейтинговых агентств, на тему того, что Италии потребуется финансовая помощь. Первопричины проблем Италии – в госсекторе. Если ситуация по госдолгам нормализуется (на что мы рассчитываем), то доходности в негосударственном секторе снизятся и рекапитализировать придется меньшее число банков.

ЕЦБ уже смог остановить рост доходности по госбондам Италии. Рейтинговые агентства вряд ли в обозримом будущем смогут преподнести негатив относительно Италии, а вот EFSF сможет подключиться к покупке бондов этой страны. Поэтому, если новости из Португалии и Словакии (см. стр.2.) не смогут преподнести действительно неприятных сюрпризов на этой неделе, ситуация на финансовых рынках продолжит улучшаться.

Укрепиться в позитивных ожиданиях по динамике фондовых и товарных рынков также помогают итоги заседания ЕЦБ (6 октября) и вышедшие за последнюю неделю макроданные из США (Продажи машин, данные с рынка труда)

В центре внимания: 11 октября голосование парламента Словакии по расширению полномочий EFSF. 14 октября выходят важные макроданные из США – публикуется динамика розничных продаж за сентябрь и предварительный релиз индекса потребительской уверенности от Мичиганского университета.

Календарь. Оценка возможного влияния событий на финансовые рынки



Обозначение на графике	Дата	Событие	Комментарий
8	13.11.2011	Встреча министров финансов Еврозоны. На повестке утверждение очередного транша для Греции в рамках первой программы помощи.	
7	13.10.2011	В ближайшие дни могут усилиться спекуляции по поводу Португалии.	В пятницу 7 октября один из представителей ЕС заявил, что по запросу правительства Португалии в страну направлена группа экспертов, чтобы помочь им распределить средства транша. В ближайшие дни будет обнародован бюджет на будущий год, и Банк Португалии опасается, что потребуются дополнительные меры, чтобы достичь целей по бюджетному дефициту.
6	11.10.2011	Словакия должна проголосовать за расширение EFSF до 11 октября.	Словакия – страна, которая может преподнести неприятный сюрприз. Ричард Сулик, руководитель одной из правящих партий Словакии, заявил, что его партия будет голосовать против расширения полномочий EFSF. Кроме этого оппозиция так же заявляет о своих условиях, на которых они согласятся голосовать.
5	10.10.2011	Мальта голосует за расширение EFSF 10 октября.	Все остальные страны кроме Мальты и Словакии уже проголосовали.
Уже прошедшие события			
4	07.10.2011	Fitch снизил рейтинги Италии до A+ с AA- и Испании до AA- с AA+. Прогноз негативный. Чуть ранее - 5 октября - Moody's вслед за S&P снизил рейтинг Италии до A2 с Aa2	
3	06.10.2011	Заседание ЕЦБ	Трише считает, что краткосрочные ставки являются низкими и стимулирующими, а перспективы экономики крайне неопределенные. Никаких опасений относительно инфляции и роста денежной массы ЕЦБ не высказал, указав рост инфляции с временными факторами. Ожидается замедление роста экономики во втором полугодии, инфляция выше целевых уровней, но должна снизиться, темпы роста денежной массы умеренные. ЕЦБ оставил ставку без изменений. В октябре и ноябре проведут 12 и 13 месячные аукционы. Недельные аукционы будут продолжаться по меньше мере до середины 2012 года. С января по июнь раз в месяц будут проводиться трехмесячные аукционы. С ноября ЕЦБ проведет новую программу выкупа обеспеченных облигаций (covered bonds) объемом 40 млрд. евро. Программы предоставления ликвидности не ограничены по объему.
2	30.09.2011	Представители Тройки вернулись в Афины, чтобы составить заключение о выполненных Грецией обязательствах.	

Развернутый комментарий. Что произошло и наша версия дальнейшего развития событий

Новая проблема, актуализировавшаяся на прошлой неделе - необходимость рекапитализации банков и влияние кризиса на них. Рекапитализация нужна срочная, желательно скоординированная. Германия и Франция уже заявили о том, что будут действовать совместно при рекапитализации. Плюс к этому они подготовили программу предложений по борьбе с кризисом, о которой сделают заявление на саммите G20 в начале ноября. Первый банк, пострадавший от кризиса, уже национализировали: часть Dexia выкуплена Бельгией за 4 млрд. евро наличными и 90 млрд. гарантий от Франции, Бельгии и Люксембурга в течение 10 лет. Всего же на рекапитализации потребуется от 100 млрд. евро (оценки Ирландии) до 200 млрд. евро (оценки МВФ).

Возможный дефолт Греции и рост доходности по госдолгам, облигациям банков и компаний стран PIIGS (Португалии, Италии, Ирландии, Греции и Испании) в августе-сентябре смог раскрутить спираль кризиса долгов Еврозоны до нового уровня проблем – возникла необходимость рекапитализировать банки. Предполагается, что в рекапитализации нуждаются в первую очередь европейские банки. Причем это касается в первую очередь банков из наиболее надежных стран Еврозоны - таких как Германия и Франция.

Отметим, что если не скупать госдолги Италии и не ограничить по ним дальнейший рост доходности, ведущие страны Еврозоны будут вынуждены потратить на рекапитализацию собственных банков гораздо большие суммы, нежели это предполагается сейчас. Мы считаем, что Германия и Франция вполне осознают уровень возможных проблем, поэтому именно эти страны в первую очередь продвигают идеи по разработке механизмов, купирующих проблемы Еврозоны. В частности на этой неделе, скорее всего, будут утверждены расширенные полномочия EFSF, который в частности сможет проводить интервенции на вторичном рынке европейских гособлигаций и давать кредиты на рекапитализацию банков.

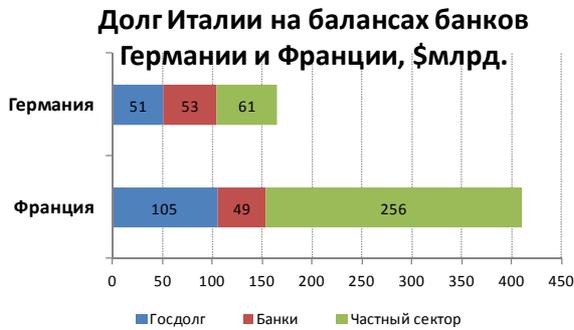
Наиболее проблемное голосование за расширение полномочий EFSF оставлено напоследок – 11 октября парламент Словакии голосует по данному вопросу. Тут стоит отметить, что Словакия находится под давлением как ключевых стран Еврозоны, так и, например, США. Вряд ли политикам этой небольшой страны захочется сконцентрировать на себе негативную реакцию. Имеющие место сомнения в том, что оппозиция проголосует «за» по EFSF, скорее всего, обозначают присутствие политического торга. Скорее всего, если не с первого раза (завтра), то в обозримом будущем Словакия согласится на расширение полномочий EFSF.

На наш взгляд, за последние два месяца клуб PIIGS сделал хорошую заявку на скорый выход из состава своих членов S-Испании и I-Ирландию. В непочетном клубе PIG остались - Италия, Португалия и Греция. Испанцы вместе с ирландцами смогли уверить рынки в том, что справляются со своими проблемами – доходности по госбондам снизились.

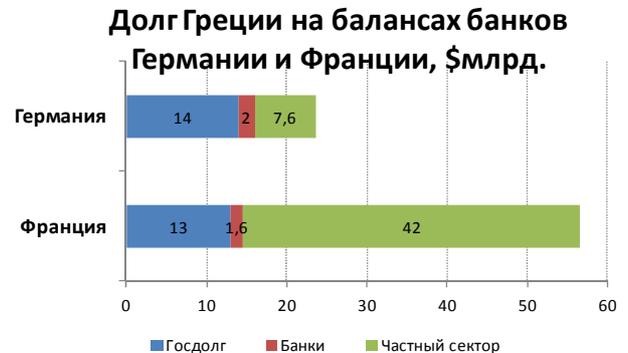
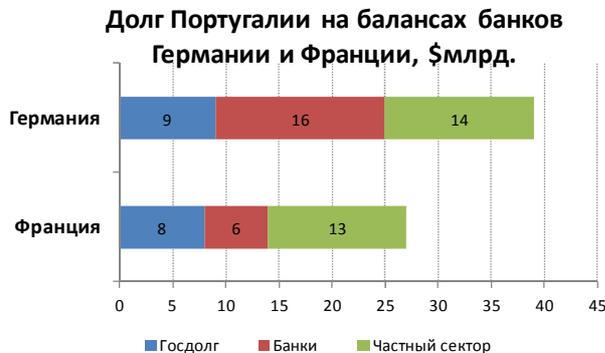
Относительно Италии мы используем следующий индикатор для мониторинга развития ситуации – следим за доходностью 10-летних бондов. ЕЦБ держит бонды. Движение доходности выше уровня 5.70% - опасно. Но мы верим, что после того как рейтинговые агентства (как будто сговорившись) снизили Италии рейтинги негативной информации здесь ждать не стоит.

Определенную обеспокоенность вновь стала вызывать Португалия. В пятницу (7 октября) стало известно, что ЕС направил своих представителей в Португалию, чтобы «перепрограммировать» средства, выделенные этой стране согласно плану помощи. На днях должен выйти проект бюджета на следующий год и вероятно (по словам ЦБ страны) с назначенными «Тройкой» целями Португалия не вполне справляется и потребуются принимать новые меры. Так как в отличие от Греции в Португалии имеется широкая политическая поддержка программе оздоровления бюджета, скорее всего, все, что нужно будет сделано в более краткие сроки без дополнительного драматизма.

Мы попробовали оценить размер убытков банков Германии и Франции вследствие роста доходностей по облигациям таких стран как Испания, Италия, Португалия, Греция. Судя по отчету от Банка Международного Расчетов, на конец марта 2011 года на балансах банков Германии и Франции находилось \$164 и \$410 млрд. долгов Италии и, соответственно, \$178 и \$146 млрд. долгов Испании. Эти цифры включают не только государственные долги, но и долги банковского сектора и небанковского частного сектора.



Аналогично долги Португалии и Греции с разбивкой по типу эмитентов:



Таким образом, суммарно банки Германии имеют на своих балансах порядка \$404 млрд. долгов Италии, Испании, Португалии и Греции. Банки Франции, соответственно, - \$639 млрд. Мы сознательно не включаем сюда Ирландию, т.к. доходности по их 10-летним госдолгам продолжали снижаться: с почти 14% в июле до 7.5% сейчас.

Попробуем оценить вероятные убытки банков Германии и Франции от изменения доходностей по государственным облигациям Испании, Португалии и Италии. На основе данных Bloomberg мы рассчитали дюрацию по каждой стране.

Оценка прибыли/убытка банков Франции и Германии от владений госдолгами проблемных стран									
Страна эмитент	Дюрация голдолга, число лет	Доходность 10-летних гособлигаций		Изменение доходности с 6 июля до 6 октября	Изменение цены облигаций	Госдолг (проблемных стран) на балансах, \$млрд		Оценка прибыли/убытка от госдолга проблемных стран, \$млрд.	
		6 июля 2011	6 окт 2011			Германия	Франция	Германия	Франция
Испания	7,5	5,3%	5,0%	-0,3%	-2%	29	33	0,6	0,7
Португалия	8,2	9,6%	10,9%	1,3%	11%	9	8	-1,0	-0,9
Италия	6,6	4,8%	5,4%	0,7%	4%	51	105	-2,3	-4,6
Италия + Португалия								-3,2	-5,5

Поскольку доходность облигаций Испании за последние три месяца даже немного снизилась, переоценка получается положительная в отличие от других рассматриваемых стран. Ирландию мы не включаем сюда по этой же причине: доходность десятилетних облигаций упала с почти 14% ниже 8%. А с Грецией все настолько плохо, что мы заложили сценарий 50% списания ее госдолга (вариант, который активно стал обсуждаться после недавнего обнародования Грецией своего бюджета на 2011 год).

Далее попробуем оценить убытки банков Германии и Франции от владения долгами банковского и небанковского частного сектора. Для этого мы используем нашу экспертную оценку дюрации этих секторов – 7.4 года и оценку изменения доходности 3%. Отметим, что наши оценки скорее пессимистичные. Соответственно, для Греции дюрация оценочно – 3.8 года, доходности выросли на 7 %.

Оценка прибыли/убытка банков Франции и Германии от владений долгами банковского и небанковского частного сектора проблемных стран

Страна эмитент	Дюрация	Изменение доходности с 6 июля до 6 октября	Изменение цены	Долг банков и частного сектора на балансах		Оценка убытка от облигаций банков и частного сектора	
				Германия	Франция	Германия	Франция
Испания	7,4	3%	22%	148,0	113,0	-32,9	-25,1
Португалия	7,4	3%	22%	30,0	19,0	-6,7	-4,2
Италия	7,4	3%	22%	114,0	305,0	-25,3	-67,7
Греция	3,8	7%	27%	9,6	43,6	-2,6	-11,6
Всего:						-67,4	-108,6

Для общей оценки возможных убытков банков просуммируем переоценку по госдолгам, банковскому и небанковскому частному сектору. Так же добавим сюда 50% списание греческого суверенного долга.

Возможные убытки банков Германии и Франции

Страна	Госдолг (Италия, Португалия), \$млрд.	Банковский и небанковский частный сектор (Италия, Испания, Португалия, Греция), \$млрд.	Государственный и частный долг Греции (50% списания), \$млрд.	Всего, \$млрд.
Германия	-3,2	-67,4	-11,8	-82,4
Франция	-5,5	-108,6	-28,3	-142,4

По нашим оценкам (довольно грубым) банки Германии и Франции вместе с последней волной роста доходности, захватившей Италию в июле-сентябре 2011г. потеряли на переоценке порядка \$225 млрд. Однако рекапитализировать, по всей видимости, придется не только банки Франции и Германии, но и не учтенные здесь банки Италии и Испании.

Если предполагать, что потери остальных европейских банков сопоставимы с долей ВВП их стран относительно ВВП Еврозоны (около 50% приходится на Францию и Германию), то **общие потери всех европейских банков могут составить около \$450 млрд. или 330 млрд. евро.** По всей видимости, наша оценка излишне пессимистична и является ограничением размера убытков европейских банков сверху. Т.к. кроме того, что у нас используется, скорее всего, завышенная дюрация по обязательствам негосударственного сектора, мы не учитываем прибыли банков от доходов по выросшим в цене обязательствам стран с хорошим кредитным качеством таких как Германия, Франция и Нидерланды. Значительная часть задолженности негосударственного сектора перед банками также могла не переоцениться драматично, т.к. речь идет о кредитах, а не об обращающихся на биржах долговых инструментах. **Оценка необходимой рекапитализации банков от МВФ – около 200 млрд. евро, что выглядит реалистично.**

Отметим, что даже возможные потери в 200 млрд. евро (не говоря уж о 330 млрд.) являются достаточным стимулом для Франции и Германии, чтобы активно поддерживать новые меры борьбы с проблемой европейских госдолгов.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ОАО «Банк «Санкт-Петербург»

191167, Санкт-Петербург, Невский пр., 178 лит. А
<http://www.bspb.ru/>

Круглосуточная справочная служба: 8 (800) 555-50-50, 8(812) 329-50-50

Аналитическая служба

Санкт-Петербург, ул. Исполкомская д. 15, лит. А, б/ц "Олимп"

Суриков Андрей, начальник Аналитической службы

email: Andrei.p.Surikov@bspb.ru
phone: +7 (812) 325-36-13

Лапшина Ольга, начальник отдела анализа долгового рынка

email: Olga.a.Lapshina@bspb.ru
phone: +7 (812) 325-36-80

Гордеев Алексей, ведущий аналитик

email: Aleksei.a.Gordeev@bspb.ru
phone: +7 (812) 325-36-13

Данный аналитический и информационный материал подготовлен работниками ОАО «Банк «Санкт - Петербург».

Просим Вас обратить внимание на следующие существенные факты и обстоятельства относительно того, что настоящий материал:

- 1. Не является рекламой;*
- 2. Не носит характер любой оферты (предложения);*
- 3. Не имеет в качестве основной цели продвижение любых ценных бумаг и/или финансовых инструментов, и/или финансовых услуг;*
- 4. Не содержит какого-либо обещания выплат и/или доходов;*
- 5. Не включает любых гарантий, обещаний или прогнозов роста;*
- 6. Не направлен на побуждение приобретать ценные бумаги, финансовые инструменты и/или финансовые услуги;*
- 7. Должен рассматриваться исключительно в качестве информации или частного мнения и не может являться основанием для предъявления требований к ОАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, а также к третьим лицам.*

Представленный материал, как полностью, так и частично, носит исключительно информационный характер.

Вся информация и сведения, содержащиеся в материале, получены из открытых публичных источников, которые ОАО «Банк «Санкт-Петербург» рассматривает в качестве достоверных, актуальных и точных, не составляющих коммерческую или иную охраняемую тайну. Несмотря ни на что, проверка информации не проводилась и ОАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, не делают никаких заявлений и не дают никаких гарантий ни в прямой, ни в косвенной форме относительно достоверности, актуальности или точности информации и материала. ОАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, не несет ответственность за действия (бездействия) третьих лиц и за любые убытки, а также за любой ущерб, возникший в связи с любым использованием материала, информации и/или сведений, размещенных в нем, а также за неточность или отсутствие какой-либо информации или сведений.

Любая информация, содержащаяся в представленных материалах, может быть изменена и/или дополнена ОАО «Банк «Санкт-Петербург» в любое время без предварительного уведомления, однако, ОАО «Банк «Санкт - Петербург» не имеет каких-либо обязательств по внесению в материал исправлений или изменений и не несет какой-либо связанной с этим ответственности.

ОАО «Банк «Санкт-Петербург» не дает заверений, что материал предназначен для всех его получателей, при этом, операции с ценными бумагами, связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Информация в материале подвержена влиянию факторов различных рисков, неопределенности, иных факторов, которые находятся вне пределов контроля и возможности точного прогнозирования, вследствие чего заявленные данные, результаты и информация могут не соответствовать заявленному.

Материал не заменяет консультации и не должен использоваться вместо неё.

Распространение, воспроизведение и копирование, внесение изменений в материал, не допускается без получения предварительного письменного разрешения ОАО «Банк «Санкт-Петербург». ОАО «Банк «Санкт-Петербург» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с несоблюдением приведенных ограничений.

© 2011 ОАО «Банк «Санкт-Петербург».