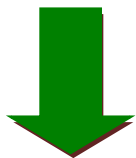


ОБЗОР ГЛОБАЛЬНЫХ РИСКОВ

АВГУСТ 2013

Импульс роста мировой экономики в ближайшей перспективе может переместиться от развивающихся стран к странам с развитой экономикой. Данное предположение можно сделать на основании ряда факторов, которые могут оказаться не в пользу развивающихся рынков: во-первых, в случае начала сворачивания в США стимулирующих мер произойдет существенная переоценка стоимости финансовых активов; во-вторых, может еще больше усилиться волатильность на валютных рынках; и, в-третьих, уже сейчас наблюдается ослабление роста ряда крупнейших развивающихся экономик из-за дисбалансов и рисков, накопившихся в течение длительного периода поддержания низкого уровня процентных ставок в развитых странах.

Кредитные риски



В августе по мере восстановления доверия среди участников финансового рынка еврозоны наблюдалась **стабильная динамика доходностей гособлигаций проблемных стран**, а доходности гособлигаций Германии демонстрировали рост. В ближайшее время ситуация в еврозоне будет развиваться в зависимости от того, как разрешится проблема долговой устойчивости Греции. В европейских политических кругах начались обсуждения возможной необходимости предоставления третьего пакета финансовой помощи Греции «тройкой» международных кредиторов.

Рыночные риски



В августе на фоне роста ожиданий, что ФРС США в скором времени начнет сворачивание программы покупки активов, наблюдался **повышенный уровень волатильности на финансовых рынках**. Многие развивающиеся страны продолжают переживать **обесценение национальных валют**, причем в ряде стран курсы валют снизились до минимальных значений, что вынуждает центральные банки проводить валютные интервенции. Бразилия стала первой страной, которая обнародовала программу прямой поддержки национальной валюты.

Риски ликвидности



Краткосрочные ставки на глобальных денежных рынках сохраняются на относительно стабильных уровнях. Вместе с тем, долгосрочные ставки демонстрируют достаточно существенный рост, свидетельствуя об усилении рыночных ожиданий скорого сворачивания монетарных стимулов в США. Если эти ожидания реализуются, то рост краткосрочных ставок (уже в более близкой перспективе) будет неизбежен.

Риски потоков капитала



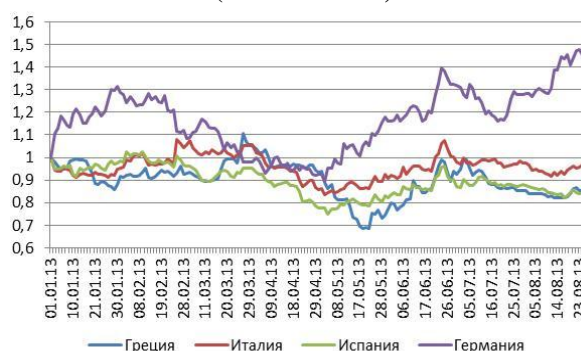
С учетом возможного ужесточения денежно-кредитной политики в США инвесторы пересматривают стратегии инвестирования, что приводит к **оттоку капитала из фондов развивающихся экономик**. В этих условиях можно ожидать дальнейшего ухудшения экономического положения в в этих странах, поскольку остановка притока капитала, прежде всего, создает проблемы покрытия дефицита текущего счета.

Кредитные риски

Возможность возобновления суверенных рисков в еврозоне из-за Греции

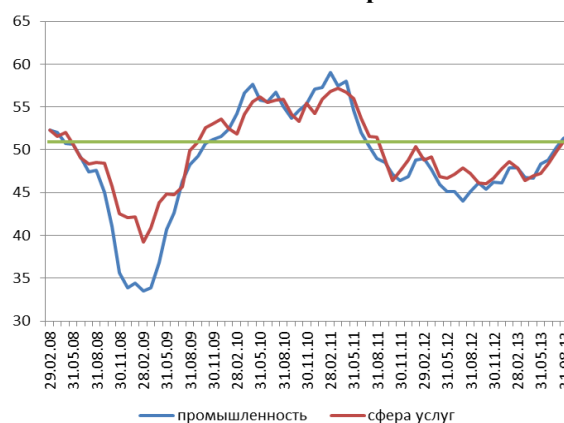
Июль-август 2013 года можно охарактеризовать как период относительного спокойствия на долговых рынках еврозоны: доходности десятилетних гособлигаций проблемных стран (Италии и Испании) снижаются, тогда как доходности аналогичных бумаг Германии демонстрируют повышательную динамику (рис. 1). Увеличение доходностей госбумаг Германии происходит на фоне роста доверия среди участников рынка, происходящего благодаря улучшению экономической ситуации в регионе, что, в частности, демонстрируют индексы деловой активности: в июле сводный PMI поднялся до 50,7 пункта с 48,7 пункта в предшествующем месяце (рис.2). В дальнейшем ситуация в еврозоне будет во многом зависеть от того, как разрешится ситуация с Грецией: в августе возобновились обсуждения проблемы долговой устойчивости страны. Министр финансов Германии В. Шойбле упомянул, что Греции может понадобиться очередной пакет финансовой помощи от «тройки» международных кредиторов (Еврокомиссия, ЕЦБ и МВФ) (табл.1). Греция, однако, не готова согласиться на новые требования по сокращению государственных расходов, что может вызвать новые политические разногласия и возобновление роста стоимости заимствований в проблемных странах еврозоны. В отношении повторного списания долга Германия выразила категорическое несогласие, поскольку оно с высокой вероятностью может спровоцировать цепную реакцию нестабильности. В сентябре 2013 года «тройка» международных кредиторов проведет оценку выполнения Грецией взятых на себя обязательств. Согласно заявлению еврокомиссара по экономическим и монетарным вопросам О. Рена, Европейская комиссия может рассмотреть возможность сокращения долговой нагрузки Греции за счет продления срока погашения кредитов, предоставленных странами еврозоны. Ситуация вокруг Греции свидетельствует о том, что долговые риски в проблемных странах еврозоны все еще чрезвычайно высоки.

Рисунок 1. Динамика доходностей десятилетних гособлигаций отдельных стран еврозоны (01.01.2013 = 1)



Источник: Reuters Datastream

Рисунок 2. Динамика индексов деловой активности PMI еврозоны



Источник: Bloomberg

Таблица 1. Финансовая помощь, предоставленная Греции «тройкой», и дополнительные потребности страны

Предоставленные средства	Два пакета финансовой помощи в размере 240 млрд. евро.
Потребности в дополнительном финансировании	По оценкам Минфина Греции, необходимый размер дополнительной помощи может составить 10 млрд. евро (оценка почти совпадает с оценкой потребностей страны в финансировании в 2014-2015 годах, представленной МВФ в июле – 11 млрд. евро).

Рыночные риски

Рост волатильности на фондовых и валютных рынках

Рост ожиданий, что ФРС США начнет сворачивание стимулирующих мер, стал ключевым фактором, определившим повышенный уровень волатильности на финансовых рынках в августе. Фондовые индексы преимущественно демонстрировали снижение, причем наиболее существенное падение индексов произошло на рынках акций стран с растущими рынками (рис.3). В странах с развивающимися рынками также с мая 2013 года продолжается обесценение национальных валют (рис.4). В Индии курс национальной валюты снизился до исторического минимума, а в Индонезии и Бразилии – до значений, наблюдавшихся в период кризиса 2008 года. В то же время ситуация в еврозоне постепенно стабилизируется. Данные Eurostat, обнародованные в августе, свидетельствуют о том, что экономика еврозоны вышла из рекордной по продолжительности рецессии (6 кварталов подряд). По итогам II квартала 2013 года прирост ВВП региона составил 0,3% по сравнению с предшествующим кварталом. Эти данные дают надежду на то, что еврозона, наконец, перейдет к экономическому росту, хотя препятствий еще достаточно много (прежде всего, из-за нерешенности бюджетно-долговых проблем), а экономика по-прежнему слаба (в годовом выражении ВВП еврозоны во II квартале сократился на 0,7%).

Активизация массовых валютных интервенций в странах с развивающимися рынками

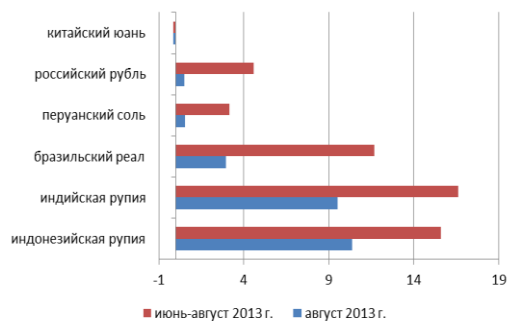
Некоторые страны с развивающимися рынками начали проводить валютные интервенции, чтобы поддержать курсы национальных валют. При этом Бразилия стала первой страной, которая обнародовала программу прямой поддержки национальной валюты (табл.2). Эффективность валютных интервенций, однако, вызывает большие сомнения, поскольку они могут лишь временно ограничить темпы девальвации и фундаментально не решают проблемы дефицита платежного баланса (рис.5) ввиду исторически сформировавшейся зависимости растущих рынков от иностранного капитала. При этом, безусловно, следует учитывать, что эффект интервенций в полной мере еще не реализовался. В случае еще более существенного ухудшения ситуации центральным банкам, возможно, придется потратить значительную часть международных резервов, для того чтобы ограничить темпы девальвации, и одновременно с этим провести многоэтапное повышение базовых процентных ставок для ограничения инфляционного давления. Странам можно рекомендовать организацию межрегиональных фондов, средства которых могут быть направлены, в том числе на смягчение последствий оттока капитала.

Рисунок 3. Изменения фондовых индексов (%)



Источник: Bloomberg

Рисунок 4. Обесценение национальных валют отдельных развивающихся стран (%)



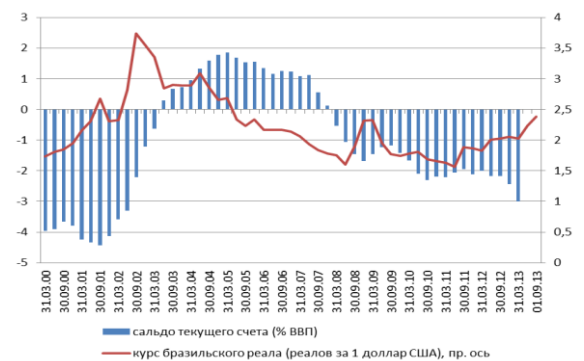
Источник: Bloomberg

Таблица 2. Программа валютных интервенций ЦБ Бразилии

Сроки	с 23 августа до 31 декабря 2013 года
Объем	60 млрд. долл. США (предоставление по 1 млрд. долларовых кредитов на аукционе каждую пятницу и предложение валютных свопов на 500 млн. долл. США с понедельника по четверг)

Источник: ЦБ Бразилии

Рисунок 5. Сальдо текущего счета и курс бразильского реала (бразильских реалов за 1 доллар США)



Источник: Bloomberg

Риски ликвидности

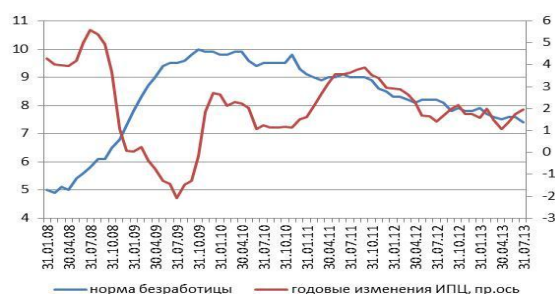
Рост ожиданий сворачивания стимулов в США

ФРС США приблизилась к реализации решения сократить программу количественного смягчения. Согласно опросу агентства Bloomberg, участники рынка (65% опрошенных) ожидают, что данное решение будет принято на ближайшем заседании Федерального комитета по открытым рынкам (FOMC) 17-18 сентября. Протокол заседания FOMC 30-31 июля, в котором отмечается постепенное улучшение экономической ситуации в США (норма безработицы в июле снизилась до 7,4% (рис.6), подтверждает такую возможность. Кроме того, наблюдаются улучшения в финансовом секторе страны (согласно данным ФРС США, американские банки смягчили условия кредитования бизнеса и домохозяйств во II квартале 2013 года на фоне высокой конкуренции, что является следствием улучшения ситуации в экономике). О росте рыночных ожиданий, что ФРС США в скором времени приступит к сокращению объема выкупа активов, свидетельствует продолжающееся расширение спреда между доходностями долгосрочных и краткосрочных гособлигаций США (данный индикатор является признаком разворота кривой доходности в направлении роста долгосрочных ставок (рис.7).

Переход Банка Англии к политике forward guidance

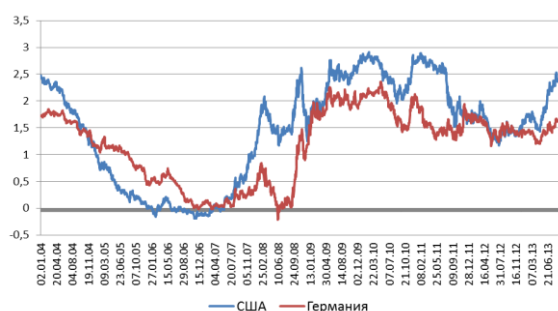
Риски повышения уровня процентных ставок вызывают некоторую обеспокоенность у Банка Англии. Регулятор заявил, что готов к смягчению денежно-кредитной политики в случае, если повышающийся уровень рыночных ставок ухудшит темпы восстановления экономики страны. При этом Банк Англии в августе объявил о привязке будущих изменений ключевой ставки к уровню безработицы и инфляции (рис.8) (политика forward guidance). Регулятор не будет повышать учетную ставку с текущего уровня 0,5%, пока основной показатель безработицы не снизится до 7% (по прогнозу регулятора, до III квартала 2016 года). Банк Англии готов также проводить дополнительные покупки активов в рамках количественного смягчения, если безработица будет оставаться выше 7%. Данный принцип перестанет действовать, если в какой-то момент прогноз Комитета по монетарной политике по инфляции на 18-24 месяца вперед достигнет или превысит 2,5%. Хотя заявление Банка Англии направлено на повышение предсказуемости и, соответственно, эффективности денежно-кредитной политики, указание длительности периода сохранения низких ставок свидетельствует о том, что регулятор ожидает невысоких темпов восстановления экономики в течение ближайших лет (рис.9), что может быть негативно воспринято инвесторами.

Рисунок 6. Норма безработицы и годовые изменения ИПЦ в США (%)



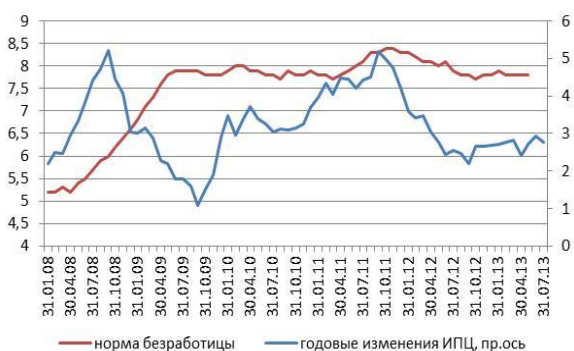
Источник: Reuters

Рисунок 7. Спред между доходностями десяти- и двухлетних гособлигаций США и Германии (п.п.)



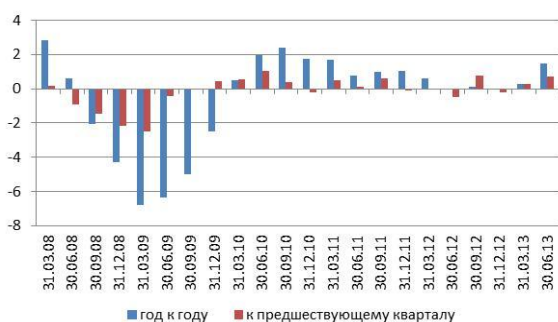
Источник: Bloomberg

Рисунок 8. Норма безработицы и годовые изменения ИПЦ в Великобритании (%)



Источник: Reuters

Рисунок 9. Динамика темпов прироста ВВП Великобритании (%)



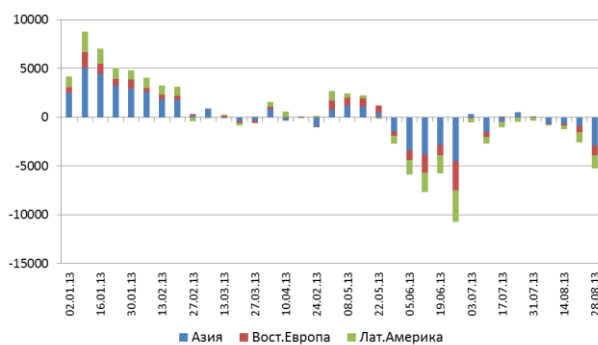
Источник: Reuters

Риски потоков капитала

Продолжение оттока капитала из фондов стран с развивающимися рынками

В августе инвесторы продолжили выводить средства из активов стран с развивающимися рынками: чистый отток капитала из фондов акций и облигаций за период с 31 июля по 28 августа составил 9,9 млрд. долл. США, из которых более половины пришлось на страны Азии (рис.10). Отток капитала с растущих рынков происходит на фоне возрастающих ожиданий, что ФРС США в скором времени начнет сворачивание монетарных стимулов. Если эти ожидания реализуются, снижение объемов ликвидности в мире может существенно осложнить экономическое положение многих развивающихся стран.

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

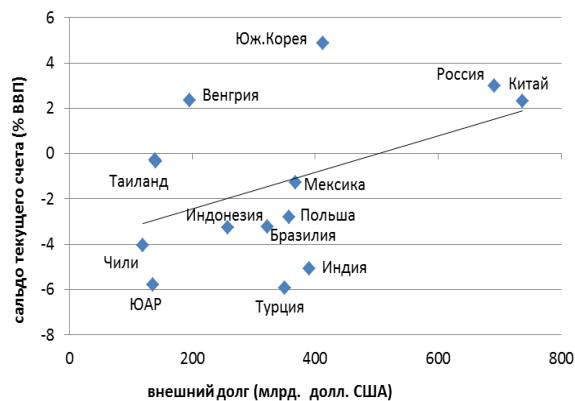


Источник: EPFR

Финансовые уязвимости отдельных стран в случае роста процентных ставок

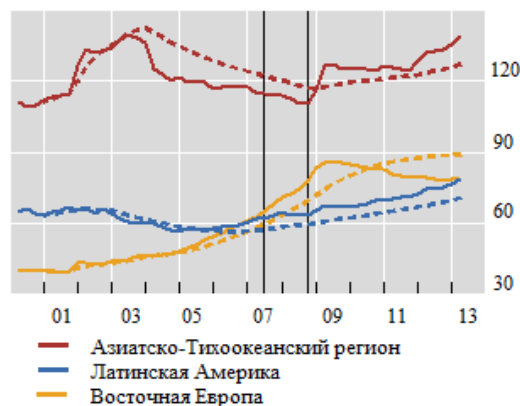
Рост процентных ставок на фоне улучшения экономических перспектив в развитых странах может создать такие условия, при которых инвесторам будет выгоднее пересмотреть свои стратегии инвестирования, причем не в пользу развивающихся рынков. Сейчас инвесторов больше всего беспокоит усиление макроэкономических дисбалансов во многих развивающихся странах. Остановка притока капитала приведет к тому, что страны не смогут покрывать и без того значительные потребности во внешнем финансировании (внешний долг и дефицит текущего счета (рис.11). Помимо этого, повышаются риски схлопывания финансовых пузырей, особенно в тех странах, которые переживают высокие темпы прироста кредитования (Гонконг, Бразилия, Китай, Турция) (рис.12). Азиатские страны, в которых корпоративные и другие заемщики в последние годы увеличивали выпуск бумаг в иностранной валюте, могут пострадать в случае усиления валютных рисков. Если в срочной структуре выпущенных государственных и корпоративных долговых бумаг преобладают краткосрочные обязательства (как в Турции), наиболее значимыми для страны могут стать проблемы рефинансирования краткосрочной задолженности. При любом сценарии сворачивание стимулирующих мер в США может привести к пересмотру рыночных ожиданий в отношении стран с растущими рынками. В таком случае импульс роста мировой экономики переместится к странам с развитой экономикой, в результате чего могут измениться структура и направление мировых потоков капитала.

Рисунок 11. Внешний долг и сальдо текущего счета платежного баланса



Источник: Bloomberg

Рисунок 12. Доля кредитов, выданных небанковским организациям, относительно ВВП (%)



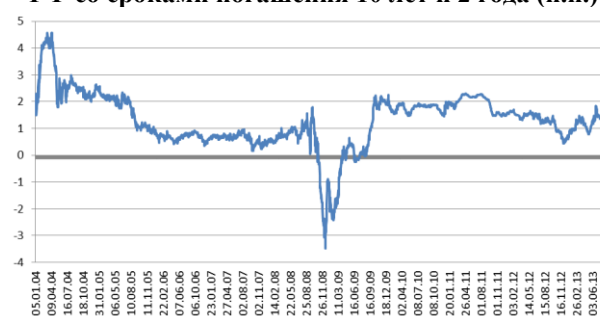
Источник: СФС

Риски России

Ситуация на российском финансовом рынке в условиях ожидаемого роста ставок

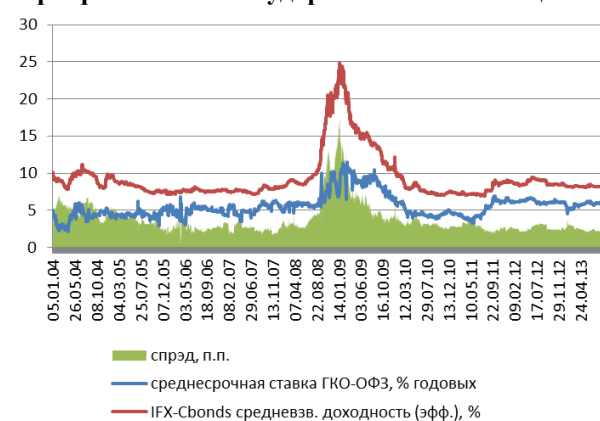
Ситуация на российском финансовом рынке выглядит достаточно устойчивой, несмотря на возрастающие ожидания, что ФРС США в скором времени начнет сворачивание программы покупки активов (QE3). В первую очередь, следует отметить, что значения спреда между долгосрочными и краткосрочными доходностями российских гособлигаций, несмотря на некоторый рост в последние месяцы, находятся немногим выше докризисного уровня (рис.13). Это означает, что участники российского финансового рынка пока не ожидают значительного роста краткосрочных ставок (в отличие от тенденций, которые наблюдаются на глобальных рынках). В корпоративном сегменте уровень ставок также поддерживается на стабильном уровне, как на протяжении всего посткризисного периода, так и в последние месяцы. Так, спред доходностей корпоративных облигаций к стоимости суверенных заимствований слабо среагировал на заявления представителей ФРС США о возможном сворачивании программы монетарных стимулов в июне (рис.14), поэтому его рост в случае выхода из мягкой денежно-кредитной политики в США будет, скорее всего, ограниченным. Что касается риска обесценения национальной валюты (наиболее актуального для стран с формирующимися рынками), то в России он представляется незначительным. В отличие от многих других стран Россия, с одной стороны, имеет положительное сальдо текущего счета (рис.15), а с другой – не испытывала столь значительный чистый приток капитала в посткризисный период. Поэтому можно заключить, что курс рубля в настоящее время с фундаментальной точки зрения оценен на справедливом уровне и обладает достаточной степенью устойчивости.

Рисунок 13. Спред между доходностями ГКО-ОФЗ РФ со сроками погашения 10 лет и 2 года (п.п.)



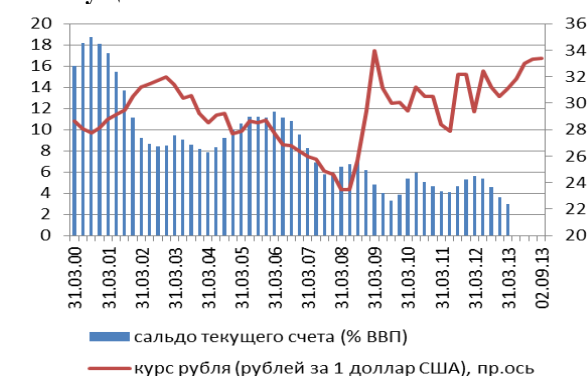
Источник: Банк России

Рисунок 14. Спред между доходностями корпоративных и государственных облигаций РФ



Источник: Cbonds.ru, Банк России

Рисунок 15. Курс рубля к доллару США и сальдо текущего счета платежного баланса России



Источник: Bloomberg