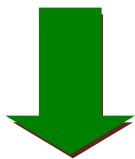


ОБЗОР ГЛОБАЛЬНЫХ РИСКОВ

ЯНВАРЬ 2013

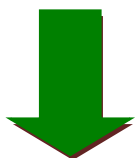
2013 год начался без резких колебаний на мировых рынках: европейский долговой кризис постепенно успокаивается; отсрочка бюджетного и долгового вопросов дают возможность властям США найти оптимальное решение без ущерба для экономического роста; усиление притока иностранного капитала должно помочь развивающимся странам преодолеть замедление роста экономик. Тем не менее, ряд факторов глобальной нестабильности сохраняется. Неизвестно, как скоро европейские страны смогут преодолеть рецессию, выполнят ли они обязательства по бюджетной консолидации, повторит ли Кипр путь Греции, как отреагируют ставки денежного рынка на возврат средств LTRO, смогут ли власти США достичь соглашения по бюджетным расходам и поднятию планки госдолга, насколько опасны дисбалансы, связанные с повышенной волатильностью трансграничных потоков капитала?

Кредитные риски



В январе 2013 года в проблемных странах еврозоны продолжилось сокращение стоимости суверенных заимствований, свидетельствуя о **снижении долговых рисков**. Хотя суверенный кризис постепенно успокаивается, появляются новые факторы возможной дестабилизации европейских экономик, в частности, нарастают опасения относительно долговой устойчивости Кипра. Кроме того, МВФ обеспокоен тем, что Греция может не выполнить обязательства по бюджетной консолидации.

Рыночные риски



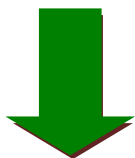
Рост мировых фондовых индексов продолжился. Можно говорить о том, что ситуация на рынках стабилизировалась, т.к. значения индексов достигли (в случае еврозоны) и превысили (в случае США) значений, наблюдаемых в середине 2011 года – до обострения европейского долгового кризиса и до снижения кредитного рейтинга США. На валютных рынках наблюдается ослабление американского доллара как следствие ранее одобренных мер по вливанию ликвидности со стороны ФРС США.

Риски ликвидности



Ведущие центральные банки **по-прежнему следуют мягкому курсу денежно-кредитной политики**, создавая благоприятные условия на денежных рынках. При этом в Европе повысились риски роста процентных ставок в связи с приближением сроков, когда европейские банки могут начать досрочное погашение кредитов, полученных в рамках LTRO. Одним из показателей возможного усиления процентных рисков является повышательная динамика ставок по краткосрочным процентным евро-свопам. Из числа принятых мер следует отметить действия Банка Японии – власти задались целью преодолеть дефляцию, для чего с 2014 года планируется проведение неограниченного срока стимулирования экономики в рамках программы выкупа активов.

Риски потоков капитала



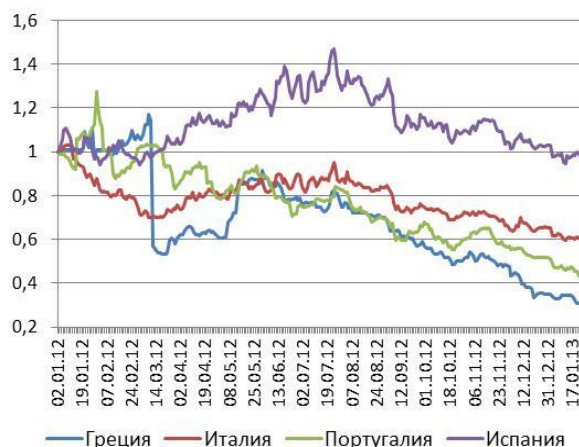
На фоне общего улучшения ситуации в еврозоне, мягкой денежно-кредитной политики в развитых странах, отсрочки долгового и бюджетного вопросов в США **аппетит к риску усиливается**. В январе объем вложений в фонды развивающихся стран был больше, чем месяцем ранее. Инвесторы, однако, могут недооценивать риски развивающихся рынков. Например, СФС стал обращать внимание на то, что переоценка стоимости рискованных активов может привести к образованию ценовых искажений.

Кредитные риски

Факторы потенциального роста суверенных рисков в еврозоне

Несмотря на продолжающееся снижение стоимости суверенных заимствований в проблемных странах еврозоны (рис.1), ряд факторов свидетельствует о сохранении повышенного уровня долговых рисков. Основные опасения связаны с тем, что меры жесткой бюджетной экономии будут неизбежно тормозить экономический рост. В этой связи МВФ изменил прогноз роста ВВП еврозоны в худшую сторону: в 2013 году ожидается рецессия (табл.1). Ухудшают свои прогнозы и национальные центральные банки: Банк Италии в январе в разы снизил оценку сокращения ВВП на 2013 год – с 0,2 до 1%. В отношении Греции МВФ в очередной раз подчеркнул возможность реализации рисков невыполнения заявленных реформ. МВФ полагает, что стране могут потребоваться дополнительные средства в дополнение к его решению выделить кредитный транш на 3,2 млрд. евро и уже одобренной помощи со стороны Еврогруппы. Кроме того, среди участников рынка нарастают опасения относительно долговой устойчивости Кипра. Согласно январским данным Минфина страны, соотношение госдолга к ВВП при реализации негативного сценария может достичь 140% ВВП в 2014 году (71,6% ВВП по итогам 2011 года). Значительно ухудшается качество балансов кипрских банков: доля проблемных ссуд в сентябре 2012 года составила 26% против 19% в марте. В этих условиях ведущие рейтинговые агентства в январе понизили суверенный кредитный рейтинг Кипра: Moody's – с В3 до Сaa3, Fitch – с ВВ- до В (в обоих случаях с негативным прогнозом). По оценкам рейтинговых агентств, для поддержания финансовой системы государству требуется огромная сумма – около 10 млрд. евро, что составляет примерно 50% ВВП. Хотя экономика Кипра не столь велика в сравнении с греческой экономикой, ее долговые риски могут с не меньшей силой распространиться на другие страны еврозоны. Факторами неопределенности относительно дальнейшего развития событий являются: нерешенность вопроса о предоставлении помощи Кипру Еврогруппой¹, возможные политические разногласия по поводу мер бюджетной консолидации по итогам выборов главы государства в феврале; необходимость реструктуризации госдолга (рис.2).

Рисунок 1. Доходности десятилетних гособлигаций Греции, Италии, Португалии и Испании (02.01.2012 = 1)



Источник: Reuters Datastream

Таблица 1. Прогноз МВФ по темпам роста ВВП (%)

	Текущий прогноз (январь 2013 г.)				Изменение прогноза по сравнению с окт. 2012 г.	
	2011	2012	2013	2014	2013	2014
Мир	3,9	3,2	3,5	4,1	-0,1	-0,1
США	1,8	2,3	2,0	3,0	-0,1	0,1
Еврозона	1,4	-0,4	-0,2	1,0	-0,3	-0,1
Германия	3,1	0,9	0,6	1,4	-0,3	0,1
Франция	1,7	0,2	0,3	0,9	-0,1	-0,2
Италия	0,4	-2,1	-1,0	0,5	-0,3	0,0
Испания	0,4	-1,4	-1,5	0,8	-0,1	-0,2
Япония	-0,6	2,0	1,2	0,7	0,0	-0,4
Великобритания	0,9	-0,2	1,0	1,9	-0,1	-0,3
Развив. страны	6,3	5,1	5,5	5,9	-0,1	0,0

Источник: МВФ (WEO Update, январь 2013 г.)

Рисунок 2. Структура вложений в гособлигации Кипра (%)



Источник: Минфин Кипра

¹На саммите Еврогруппы 21-22 января лидеры стран отложили решение о предоставлении Кипру 17,5 млрд. евро (условием предоставления помощи является списание Россией части кипрских кредитов в объеме 2,5 млрд. евро).

Рыночные риски

Краткосрочные риски повышения волатильности на фондовых рынках

Ситуация на мировых фондовых рынках в целом стабилизировалась, если сравнивать ее с серединой 2011 года, когда начался этап обострения долгового кризиса в проблемных странах еврозоны, а снижение наивысшего кредитного рейтинга США стало триггером сильнейшего падения фондовых индексов (рис.3). В январе американский индекс S&P 500 вырос до максимальной отметки за последние пять лет, приблизившись к историческому максимуму, зафиксированному в октябре 2007 года. Европейский Eurostoxx 600 достиг значений, наблюдаемых до обострения долгового кризиса. Индекс акций развивающихся стран MSCI Emerging Markets пока немного ниже из-за замедления роста экономик. Несмотря на позитивную динамику фондовых индексов риски повышения волатильности сохраняются ввиду продолжающейся рецессии в еврозоне и нерешенности бюджетных и долговых проблем в США. Промышленный индекс PMI еврозоны намного ниже, чем в середине 2011 года, хотя в январе наблюдалось некоторое улучшение – показатель вырос до 47,5 б.п. против 46,1 б.п. в декабре 2012 года, причем если в Германии он вырос, то во Франции снизился (рис.4). В США вслед за отсрочкой решения по «фискальному обрыву» (до 1 марта 2013 года) в январе был принят закон “No Budget, No Pay Act of 2013”, позволяющий временно (до 19 мая 2013 года) приостановить действие верхнего предела госдолга. Если до этих сроков не будет достигнута договоренность относительно бюджетных расходов и повышения верхней планки госдолга, возможно очередное снижение рейтинга США.

Перспективы евро

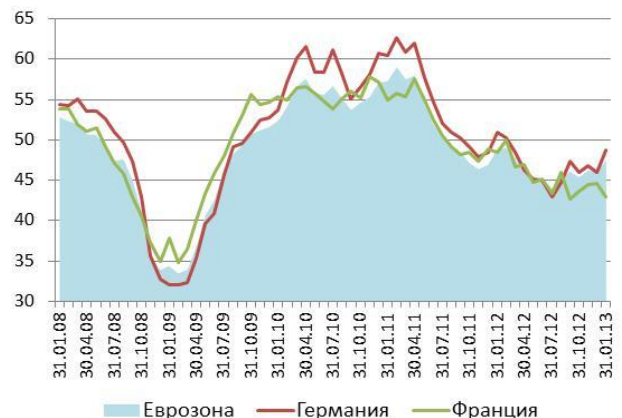
На валютном рынке с лета 2012 года наблюдается укрепление позиций евро относительно доллара США. При этом участники рынка опционов ожидают дальнейшего роста курса единой валюты, о чем свидетельствует сокращение разницы трехмесячной подразумеваемой волатильности опционов «колл» и «пут» – до -0,33 б.п. в конце января 2013 года (рис.5). Динамика курса евро, однако, может измениться, поскольку его рост не свидетельствует о росте доверия среди участников рынка, а является следствием поэтапного объявления мер по вливанию ликвидности со стороны ФРС США.

Рисунок 3. Динамика фондовых индексов (03.01.2011 = 1)



Источник: Bloomberg

Рисунок 4. Динамика промышленного индекса менеджеров по закупкам (PMI), б.п.



Источник: Bloomberg

Рисунок 5. Динамика курса евро и инверсия риска



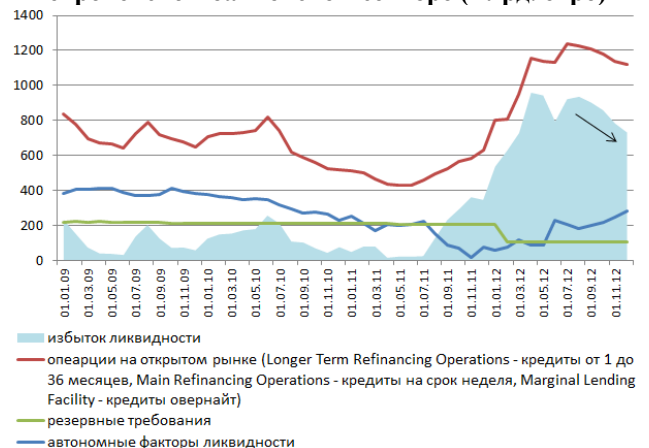
Источник: Bloomberg

Риски ликвидности

Риски роста ставок на европейском денежном рынке

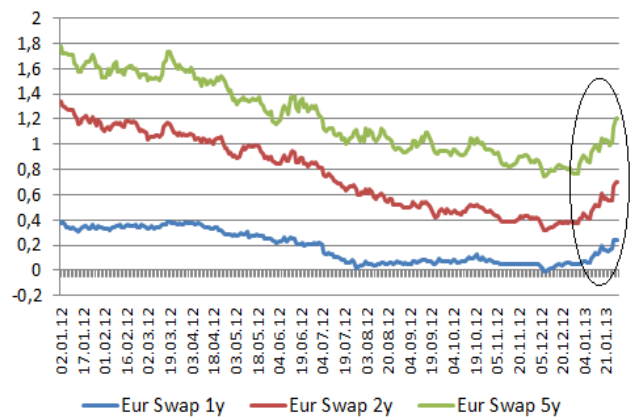
В результате мер ЕЦБ по вливанию ликвидности, а именно двух масштабных аукционов долгосрочного рефинансирования, проведенных в декабре 2011 года и в феврале 2012 года, в европейском банковском секторе образовался существенный избыток ликвидности, который позволил предотвратить кризис и продолжает поддерживать денежный рынок в настоящее время. В январе, однако, беспокойство участников рынка усилилось по мере приближения возможности осуществления досрочных выплат банками по долгосрочным кредитам. Начиная с 30 января и 27 февраля 2013 года, европейские банки могут начать досрочное погашение части средств из более чем 1 трлн. евро, полученных в рамках LTRO. С одной стороны, это является позитивным сигналом улучшения ситуации с банковской ликвидностью, но с другой, создает риски роста ставок денежного рынка, если объем возвращаемых средств окажется слишком большим. В условиях снижающегося объема кредитования банковского сектора со стороны ЕЦБ (рис.6) негативный эффект может быть еще существеннее. О росте процентных рисков свидетельствует повышательная динамика ставок по краткосрочным процентным евро-свопам (рис.7). Если рост процентных ставок денежного рынка произойдет, ЕЦБ придется в очередной раз прибегнуть к снижению базовой ставки.

Рисунок 6. Изменение объема ликвидности в европейском банковском секторе (млрд. евро)



Источник: Bloomberg

Рисунок 7. Динамика ставок по процентным евро-свопам² (%)

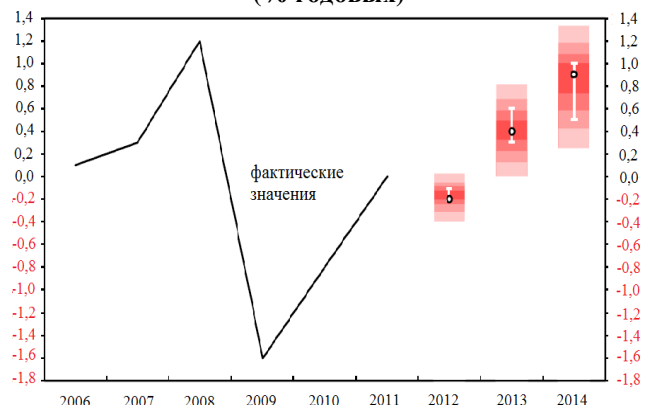


Источник: Bloomberg

Эффективность политики Банка Японии

Банк Японии для повышения эффективности денежно-кредитной политики в январе установил новый целевой уровень инфляции (price stability target), повысив его с 1 до 2%. В рамках достижения целевого ориентира регулятор ориентируется на долгосрочную перспективу (рис.8). С января 2014 года Банк Японии начнет проводить неограниченную по срокам программу покупки активов, в рамках которой ежемесячно будут приобретаться активы на 13 трлн. йен (145 млрд. долл. США). Из этой суммы 10 трлн. йен будут затрачиваться на выкуп казначейских векселей (T-bills – treasury discount bills), 2 трлн. йен – на выкуп гособлигаций (JGB – Japanese government bonds). «Побочным эффектом» политики вливания ликвидности может стать чрезмерное ослабление национальной валюты.

Рисунок 8. Инфляционные ожидания участников Совета по процентной политике Банка Японии (% годовых)



Источник: Банк Японии

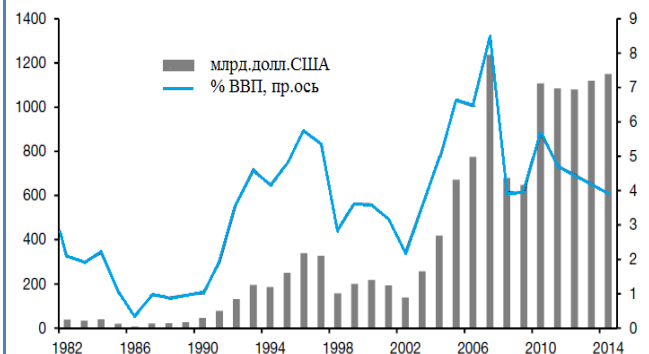
² Рассматриваются процентные свопы fixed-for-floating в одной валюте (евро) – соглашение между двумя сторонами об обмене процентными платежами (фиксированной ставки на плавающую) в евро.

Риски потоков капитала

Рост объема вложений в развивающиеся рынки

Масштабное стимулирование экономик, реализуемое центральными банками, приводит к дальнейшему росту склонности инвесторов к рисковому активам. Чистые вложения инвесторов в фонды развивающихся рынков со 2 по 30 января составили 25,7 млрд. долл. США, из которых 15,7 млрд. долл. США пришлось на страны Азии. При этом, по прогнозам Международного института финансов (International Institute of Finance)³, приток всего частного капитала в развивающиеся страны в 2013 и 2014 годах увеличится до 1173 и 1209 млрд. долл. США соответственно. Относительно ВВП, однако, прогнозируется, что показатель будет демонстрировать снижение (рис.9). Это свидетельствует об ожиданиях опережающего роста ВВП по сравнению с притоком капитала.

Рисунок 9. Приток частного капитала в развивающиеся страны



Источник: ИФ

Риски переоценки стоимости активов

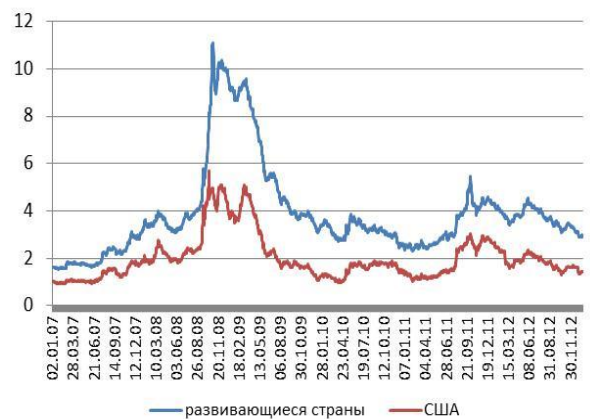
В условиях роста склонности инвесторов к риску Совет по финансовой стабильности (СФС) стал уделять повышенное внимание потенциальным рискам дестабилизации рынков капитала, в том числе проблеме переоценки стоимости рискованных активов. В настоящее время доходности корпоративных облигаций как развитых, так и развивающихся стран снизились до значений, наблюдаемых до кризиса 2008 года (рис.10). С учетом того, что доходности снижаются в условиях продолжающегося замедления экономического роста, опасения СФС можно считать вполне обоснованными. Хотя корпоративные спрэды, будучи шире, чем в докризисный период (рис.11), свидетельствуют о том, что риски переоценки стоимости активов не столь значительны. Опасность дестабилизации рынков может возникнуть в случае внезапного оттока вложений инвесторов из рискованных активов, поскольку такое событие повлечет за собой непредсказуемые ценовые колебания. СФС рекомендует регуляторам проводить анализ различных сценариев, в рамках которых должны учитываться факторы, способствующие формированию некорректных оценок стоимости рискованных активов. В частности, страны, проводящие политику выкупа активов, могут столкнуться с таким «побочным эффектом», когда поддержание экономического роста происходит за счет ценовых искажений.

Рисунок 10. Динамика доходности корпоративных облигаций США и развивающихся стран (%)



Источник: Bloomberg

Рисунок 11. Динамика спрэдов между доходностями корпоративных облигаций (рис. 11) и безрисковых суверенных бумаг



Источник: Bloomberg

³ Capital Flows to Emerging Market Economies. IIF. January 22, 2013.

Риски России

Итоги миссии МВФ в январе

С учетом того, что глобальные макроэкономические риски сохраняются на достаточно высоком уровне, МВФ скорректировал в сторону снижения прогноз темпов роста ВВП многих развивающихся стран, в том числе и России (табл.2). При этом представители МВФ по итогам визита миссии в Москву с 16 по 23 января отметили, что система макроэкономической политики в стране развивается в правильном направлении (благодаря увеличению резервов для антикризисного управления, принятию бюджетного правила и проведению более гибкой курсовой политики). В целом миссия подчеркнула необходимость укрепления системы надзора на финансовых рынках. Реализации данной задачи будет содействовать создание мегарегулятора посредством интеграции ФСФР в Банк России⁴.

Факторы возможного замедления экономического роста в 2013 году

Несмотря на замедление роста российского ВВП начиная со II квартала 2012 года и продолжающийся чистый отток частного капитала (рис.12), эксперты МВФ полагают, что экономическая активность в России близка к потенциалу. МВФ объясняет это исторически низким уровнем безработицы, а также высокой степенью использования мощностей. В 2013 году прогнозируется умеренный экономический рост на уровне 3,7% на основании предполагаемых неизменных цен на нефть, сохранения слабого внешнего спроса, роста импорта и снижения внутреннего спроса. При этом МВФ не исключает того, что экономический рост будет ниже, чем в соответствии с прогнозом. Что касается внешних факторов, предполагается, что возможное ухудшение состояния мировой экономики может отрицательно воздействовать на ситуацию в России по каналу цен на нефть. Среди внутренних рисков – негативные последствия резкого роста необеспеченного кредитования населения. Следует, однако, отметить, что с целью ограничения рисков потребительского кредитования Банк России в декабре 2012 года ввел повышенные требования к резервам по необеспеченным потребкредитам, выданным с 1 января 2013 года (табл.3), и установил⁵ повышенные коэффициенты риска по необеспеченным потребкредитам с высокими значениями полной стоимости кредита.

Таблица 2. Прогноз МВФ по темпам роста ВВП в странах БРИК (%)

	Текущий прогноз (январь 2013 г.)				Изменение прогноза по сравнению с окт.2012 г.	
	2011	2012	2013	2014	2013	2014
Россия	4,3	3,6	3,7	3,8	-0,2	-0,1
Китай	9,3	7,8	8,2	8,5	0,0	0,0
Индия	7,9	4,5	5,9	6,4	-0,1	0,0
Бразилия	2,7	1,0	3,5	4,0	-0,4	-0,2

Источник: МВФ (WEO Update, январь 2013 г.)

Рисунок 12. Динамика чистого притока/оттока частного капитала и экономического роста в России в 2006-2012 гг.



Источник: Банк России

Таблица 3. Минимальные требования к резервам по необеспеченным потребкредитам

	Старые требования	Новые требования
По непросроченным потребкредитам, предоставленным заемщикам, не имеющим счета в банке-кредиторе (депозитного или зарплатного)	1%	2%
По потребкредитам с просрочкой 30 дней	3%	6%
По объединенному портфелю непросроченных кредитов и кредитов с просрочкой 30 дней	1,5%	3%

Требования по потребкредитам с просрочкой от 31 дня остались без изменений: с просрочкой от 31 до 90 дней – 20%, от 91 дня до 180 дней – 50%, более 180 дней – 75%, более 360 дней – 100%.

Источник: Банк России

⁴ Решение принято Президентом РФ В.В. Путиным на совещании по экономическим вопросам 25 января.

⁵ Срок вступления новых требований – 1 июля 2013 года.