

ОБЗОР ГЛОБАЛЬНЫХ РИСКОВ

СЕНТЯБРЬ 2013

Несмотря на сохранение прежнего курса политики ФРС США, глобальная экономика остается в значительной степени уязвимой перед лицом рисков, связанных с возможным началом сворачивания стимулирующих программ. Риски роста процентных ставок особенно актуальны с учетом накопленного объема суверенной задолженности, прежде всего, в развитых странах, обслуживание которой может оказаться слишком обременительным. Значимым фактором риска по-прежнему является замедление экономического роста в Китае.

Основные события за сентябрь

США	<p>По итогам заседания Федерального комитета по открытым рынкам ФРС США (FOMC) 17-18 сентября было принято решение сохранить объемы выкупа активов в рамках нетрадиционных мер поддержки экономики (quantitative easing, QE3).</p>
	<p>Во второй половине сентября обострились дискуссии в Конгрессе США по поводу повышения потолка госдолга и согласования бюджета. Конгресс США из-за разногласий демократов и республиканцев по вопросу финансирования реформы здравоохранения Барака Обамы (Obamacare) не смог согласовать законопроект о бюджете на новый 2014 финансовый год, наступивший 1 октября. В результате Правительство США было вынуждено временно приостановить деятельность ряда федеральных учреждений.</p>
Европа	<p>12 сентября Европарламент одобрил законопроект о создании единого механизма банковского надзора, в соответствии с которым Европейский центральный банк (ЕЦБ) получает полномочия по контролю деятельности большинства европейских банков. ЕЦБ возьмет на себя эту роль с октября 2014 года после проведения стресс-тестов банков.</p>
	<p>22 сентября прошли выборы в Бундестаг Германии, в которых победил правящий блок Христианско-демократический союз/ Христианско-социальный союз (ХДС/ХСС) канцлера Ангелы Меркель.</p>
	<p>В связи с погашениями европейских банков долгосрочных кредитов LTRO (35% общей задолженности) и в целях поддержания благоприятных условий на денежном рынке Председатель ЕЦБ Марио Драги 23 сентября заявил о готовности провести еще один раунд долгосрочного рефинансирования, если в этом возникнет необходимость.</p>
Страны с формирующимися рынками	<p>В Бразилии, Индии, ЮАР и других странах с растущими рынками закончился четырехмесячный период обесценения национальных валют стран с растущими рынками.</p>
	<p>20 сентября Резервный банк Индии неожиданно повысил ключевую процентную ставку впервые с 2011 года, стремясь ослабить инфляцию. Ставка прямого РЕПО была повышена до 7,5% с 7,25%. Решение о повышении ставки стало первым для нового главы индийского ЦБ Рагурама Раджан, вступившего в эту должность в сентябре.</p>
	<p>В Китае сохраняется политический курс на либерализацию рынков капитала и процентных ставок. Вместе с тем, 23 сентября Премьер Госсовета КНР Ли Кэцян заявил, что власти Китая решили пока не смягчать и не ужесточать монетарную политику.</p>

Влияние текущих глобальных рисков на Россию

Оценка возможных последствий сворачивания QE3 в США

Риски начала сворачивания QE3 ФРС США в настоящее время представляют собой наиболее серьезную угрозу для глобальных рынков, причем негативные последствия могут оказаться весьма существенными в условиях сохранения слабого экономического роста во многих странах.

Сворачивание QE3, по сути, означает ужесточение денежно-кредитной политики, которое приведет, прежде всего, к росту долгосрочных процентных ставок в США, поскольку краткосрочные ставки отдельно таргетируются регулятором. При этом можно ожидать, что реакция финансовых рынков на ужесточение политики ФРС США будет стандартная и проявится в существенном оттоке иностранного капитала из развивающихся экономик. Последствия для стран с развивающимися рынками будут зависеть от особенностей экономического развития и политики, проводимой центральными банками, – либо они столкнутся с ростом процентных ставок в случае удержания валюты от девальвации, либо с удешевлением валюты. В первом случае необходимость повышения базовых ставок может оказать дополнительное негативное воздействие на внутренний спрос, потребление и инвестиции, что, в свою очередь, негативно отразится на темпах прироста ВВП (табл.1). А во втором – удешевление валюты может создать инфляционные риски и оказаться опасным при наличии существенного объема задолженности в иностранной валюте.

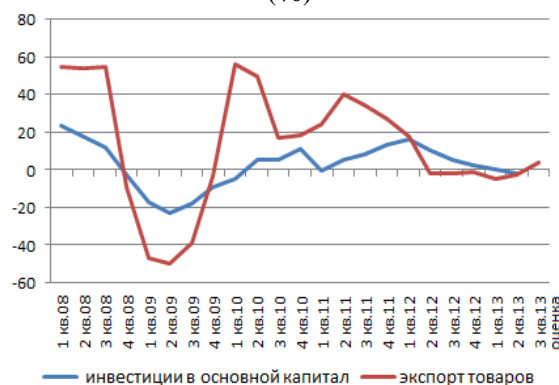
В России потенциальный эффект сворачивания QE3 осложняется из-за замедления экономического роста, что во многом связано со структурными проблемами, – сокращение внутреннего потребительского спроса, экспорта, инвестиций в основной капитал и сальдо текущего счета платежного баланса¹ (рис.1). По данным Росстата, прирост ВВП России во II квартале 2013 года снизился до 1,2% в годовом исчислении по сравнению с 1,6% в I квартале 2013 года. При этом МВФ ухудшил свои прогнозы по данному показателю на 2013 и 2014 годы до 1,5 и 3% соответственно. Ситуация может усугубиться в случае сохранения негативных тенденций на товарно-сырьевых рынках (в частности, могут возникнуть риски ослабления платежного баланса РФ и обесценения национальной валюты), хотя ведущие аналитики в ближайшей перспективе прогнозируют относительно стабильную динамику цен (табл.2).

Таблица 1. Оценка снижения ВВП в результате сворачивания QE3 в США

	темпы прироста ВВП в случае реализации шока			изменение ВВП в б.п.		
	2013	2014	2015	2014	2015	всего
США	1,6	2	2,2	-63	-81	-144
Великобритания	1,4	1,7	1,9	-48	-35	-83
Япония	1,8	1,4	1,1	-9	-11	-20
Еврозона	-0,4	0,7	1,2	-21	-6	-27
Германия	0,6	1,3	1,5	-21	-4	-25
Франция	0,2	0,7	1,1	-18	-13	-31
Италия	-1,8	0,4	0,9	-24	-15	-39
Испания	-1,4	0	1	-30	-9	-39
Китай	7,5	6,8	6,9	-23	-10	-33
Россия	1,9	2,5	2,8	-32	-19	-51
Бразилия	2,5	2,5	2,5	-27	-27	-54
Индия	4,7	5,7	6,7	-8	-5	-13
Мир	2,3	2,6	2,9	-30	-29	-59

Источник: Fitch Ratings

Рисунок 1. Годовые темпы прироста экспорта и инвестиций в основной капитал (%)



Источник: Росстат, Банк России

Таблица 2. Прогнозы цен на сырьевые товары ведущих аналитиков

	Золото	Серебро	Алюминий	Медь	Уголь (Сев.Европа)
спот	1324,9	22,3	1854,0	7245,0	83,1
Q4 13	1308,4	21,9	1888,5	7202,1	81,7
Q1 14	1279,1	22,1	1912,9	7072,3	86,2
Q2 14	1272,4	21,9	1932,7	7052,5	85,1
Q3 14	1280,9	22,4	1940,5	6973,5	80,8
Q4 14	1311,0	23,1	1984,1	7003,8	80,8
2013	1433,1	24,8	1912,6	7381,5	82,8
2014	1315,1	22,6	1965,3	7055,1	84,9
2015	1295,8	22,7	2092,6	7204,6	91,5
2016	1372,8	23,8	2255,2	7004,4	97,0

Источник: Bloomberg

¹ Значение сальдо текущего счета платежного баланса РФ за январь-сентябрь 2013 года, по предварительной оценке Банка России, составило 29,5 млрд. долл. США, что в два раза меньше, чем за аналогичный период прошлого года (61,5 млрд. долл. США).

Кредитные риски



Несмотря на то, что внимание участников рынка после заседания FOMC переключилось на **политические риски в США**, связанные с разногласиями в Конгрессе по вопросу повышения потолка госдолга и согласования бюджета, риски сворачивания QE3 остаются на первом плане. Их реализация, в том числе, чревата **увеличением бремени обслуживания суверенных долгов**, значительный объем которых был накоплен в периоды последних кризисов. Наиболее уязвимыми в этом отношении являются развитые экономики и среди них проблемные страны еврозоны, все еще переживающие период рецессии.

Рыночные риски



Ситуация на финансовых рынках в сентябре несколько стабилизировалась – фондовые индексы перешли к росту, и закончился четырехмесячный период обесценения национальных валют стран с растущими рынками. Улучшение ситуации на финансовых рынках, однако, не является отражением улучшений в реальном секторе. Замедление роста приводит к превышению предложения над спросом, в результате чего происходит снижение цен на товарных рынках. Существует риск, что снижение цен, в частности на металлы, приведет к ухудшению финансовых показателей многих компаний.

Риски ликвидности



На денежных рынках сохранялись благоприятные условия кредитования благодаря продолжению стимулирующего курса денежно-кредитной политики ведущими центральными банками. Решение ФРС США сохранить объемы выкупа активов в рамках программы QE3 было неожиданностью для рынка, но фактически означает четкую приверженность ФРС США политике forward guidance (поддержание стимулирующего курса в условиях превышения безработицей целевого уровня 6,5%).

Риски потоков капитала



Несмотря на **замедление чистого оттока капитала из фондов акций и облигаций**, страны с развивающимися рынками остаются уязвимыми из-за образовавшихся структурных дисбалансов. Согласно опросу Bloomberg, инвесторы рассматривают замедление роста экономики Китая как ключевой риск 2013-2014 годов.

Кредитные риски

Обострение политических рисков в США

Во второй половине сентября в политических кругах США начались дискуссии по поводу повышения потолка госдолга и согласования бюджета. Поскольку обсуждение этих вопросов является отражением особенностей американской политики, их влияние на рыночную волатильность было ограниченным (рис.2). Сенат и палата представителей Конгресса США не смогли договориться относительно повышения планки госдолга и согласовать бюджет на новый 2014 финансовый год, наступивший 1 октября (табл.3). В результате временно была приостановлена деятельность ряда федеральных органов. В среднесрочной перспективе данная проблема США (прежде всего, в связи с пенсионными реформами, реформами в сфере здравоохранения, а также ростом стоимости обслуживания долга в случае сворачивания стимулирующих мер ДКП), скорее всего, сохранит свою актуальность.

Долговые риски в связи с возможным сворачиванием QE3

Несмотря на обострение политических рисков в США, возможное начало сворачивания QE3 в США остается наиболее актуальной темой. Сворачивание QE3 чревато, в том числе, ростом издержек по обслуживанию долга во многих развитых и развивающихся экономиках, поскольку в периоды последних кризисов они накопили большие объемы долговых обязательств. Наиболее чувствительными к росту долгосрочных ставок могут оказаться рынки суверенных заимствований. Среднее значение государственного долга ключевых развитых стран и стран с развивающимися рынками по отношению к ВВП выросло с 55% в 2007 году до 73% в 2012 году (рис.3). Увеличение бремени обслуживания суверенной задолженности может нарушить фискальную устойчивость, прежде всего, развитых стран. В некоторых развивающихся странах (прежде всего, странах Азии) в последние годы рекордного уровня достигла долговая нагрузка корпоративного сектора.

Меры по стабилизации банковской системы еврозоны

Европейская банковская система по-прежнему находится в тяжелом состоянии. Объем кредитования частного сектора в еврозоне в августе снова снизился (рис.4), при этом объем просроченной задолженности сохраняется на высоком уровне. В этих условиях европейские регуляторы продолжают реализацию мер по укреплению устойчивости банковской системы. В рамках создания банковского союза – одного из основных проектов – Европарламент в сентябре одобрил реализацию единого механизма надзора (Single Supervisory Mechanism), в соответствии с которым с октября 2014 года ЕЦБ получит полномочия по надзору за большинством европейских банков.

Рисунок 2. Динамика доходностей десятилетних казначейских облигаций пятилетних суверенных CDS США



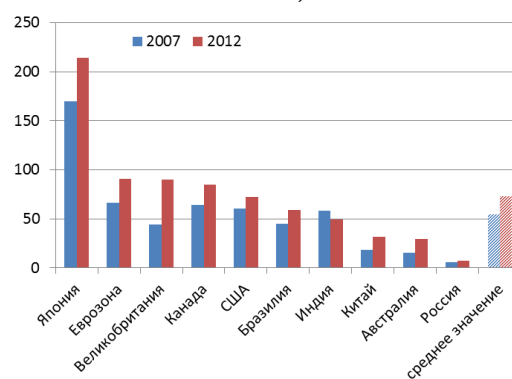
Источник: Bloomberg

Таблица 3. Причины непринятия бюджета на 2014 год в США

Разногласия возникли по вопросу финансирования реформы здравоохранения Барака Обамы (известной как Obamacare), инициированной в 2008 и утвержденной в 2010 году.

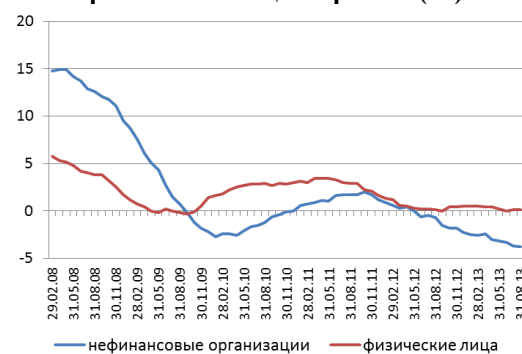
Нижняя палата Конгресса США, где большинство представителей - республиканцы, внесла поправки в законопроект, предполагающие замораживание расходов по Obamacare. Сенат, в котором большинство демократы, как и Обама, отказался согласовать замечания и принять бюджет.

Рисунок 3. Уровень госдолга в ключевых развитых и развивающихся странах (% ВВП)



Источник: Bloomberg

Рисунок 4. Годовые темпы прироста кредитования нефинансовых организаций и физических лиц в еврозоне (%)

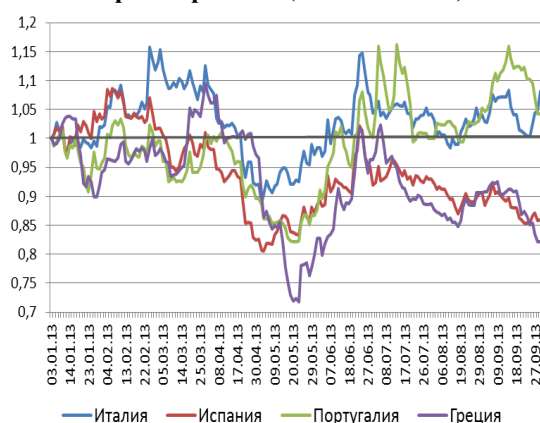


Источник: Bloomberg

Суверенные риски проблемных стран еврозоны

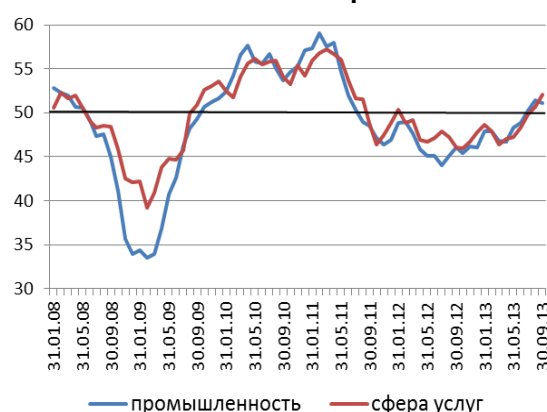
В сентябре доходности десятилетних гособлигаций проблемных стран еврозоны находились на низких уровнях, хотя в сравнении с соответствующими значениями на начало 2013 года показатели в Италии и Португалии выросли, а в Испании и Греции снизились (рис.5). Причиной сохранения относительно стабильной ситуации на долговых рынках региона является не столько ослабление кредитных рисков, сколько признаки восстановления экономики (рис.6), а также переключение внимания инвесторов на политические проблемы США и замедление роста в Китае. При этом суверенные риски по-прежнему остаются на высоком уровне. Хотя Кипр получил от Еврогруппы второй транш финансовой помощи на сумму в 1,5 млрд. евро (из 10 млрд. евро, обещанных этой стране) и планирует в январе 2014 года отменить все меры контроля за движением капитала, «тройка» международных кредиторов отмечает продолжающееся сокращение объема вкладов и предупреждает о возможности резкого роста доли проблемных кредитов. Проверка «тройкой» выполнения обязательств по программам бюджетной консолидации проходит также в Греции и Португалии. Греция должна получить по результатам оценки очередной транш финансовой помощи в размере 1 млрд. евро. Португалия рассчитывает повысить заложенное в условиях программы пороговое значение дефицита бюджета в 2014 году с 4 до 4,5% ВВП. Большинство аналитиков ожидает, что переговоры по этому вопросу будут сложными, учитывая тот факт, что целевой дефицит бюджета уже был повышен дважды в 2012 году. Из-за слабости финансовых систем обе страны чрезвычайно зависимы от помощи других стран еврозоны. Однако победа лидирующей партии на выборах в Германии в сентябре должна обеспечить сохранение действующих принципов поддержки проблемных стран в ближайшие годы. Крупные экономики региона также испытывают трудности: госдолг Испании по итогам II квартала превысил целевой уровень на 2013 год (91,4% ВВП) на 0,8 п.п.; представители Банка Франции считают, что стране может потребоваться проведение частичной реструктуризации госдолга в связи с недостаточными объемами поступлений в бюджет; в Италии политические риски ставят под угрозу принятие бюджета на 2014 год и выполнение норматива бюджетного дефицита в 3% ВВП в текущем году (рис.7).

Рисунок 5. Динамика индексов доходностей десятилетних гособлигаций проблемных стран еврозоны (03.01.2013 = 1)



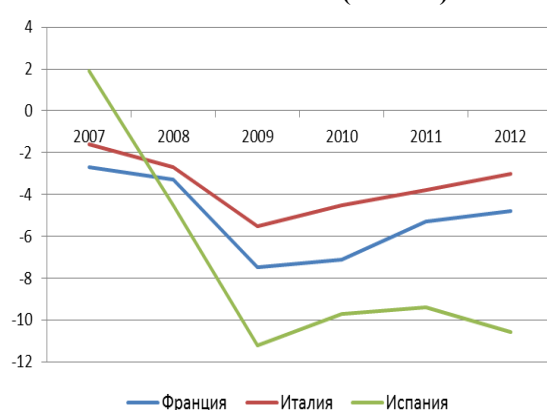
Источник: Bloomberg

Рисунок 6. Динамика индексов деловой активности PMI еврозоны



Источник: Bloomberg

Рисунок 7. Дефицит бюджета во Франции, Италии и Испании (% ВВП)



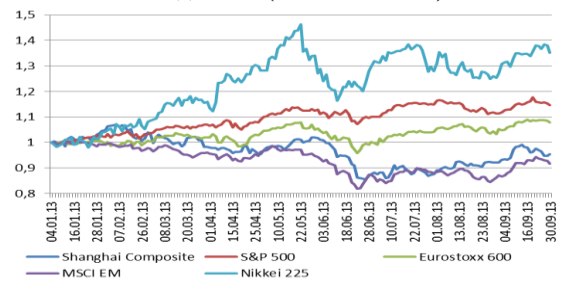
Источник: Bloomberg

Рыночные риски

Ситуация на фондовых и валютных рынках

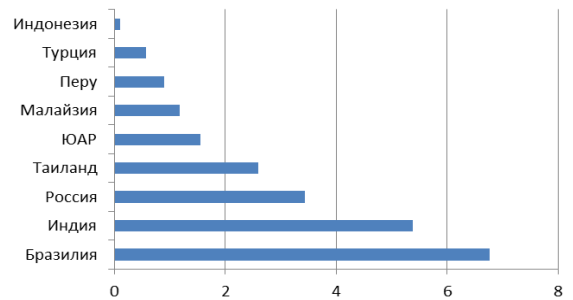
В сентябре наблюдалось некоторое улучшение ситуации на фондовом рынке – ключевые индексы демонстрировали повышательную динамику. Это связано как с решением ФРС США сохранить объемы выкупа активов, так и с постепенным возобновлением роста развитых экономик. При этом подъем во многих странах с растущими рынками продолжает замедляться, поэтому рынки акций этих стран растут меньшими темпами (рис.8). Одним из ключевых факторов уязвимости стран с развивающимися рынками является высокая степень подверженности валютным рискам из-за сильной зависимости от иностранного капитала. Курсы национальных валют стран с развивающимися рынками по отношению к доллару США остаются в значительной степени волатильными, хотя решение ФРС США продолжить проведение количественного смягчения способствовало укреплению валют в сентябре (рис.9). С учетом указанных тенденций в обозримом будущем можно ожидать, что вклад развивающихся стран в темпы прироста мирового ВВП будет сокращаться.

Рисунок 8. Динамика основных фондовых индексов (04.01.2013 = 1)



Источник: Bloomberg

Рисунок 9. Укрепление национальных валют ряда стран с развивающимися рынками в сентябре (%)

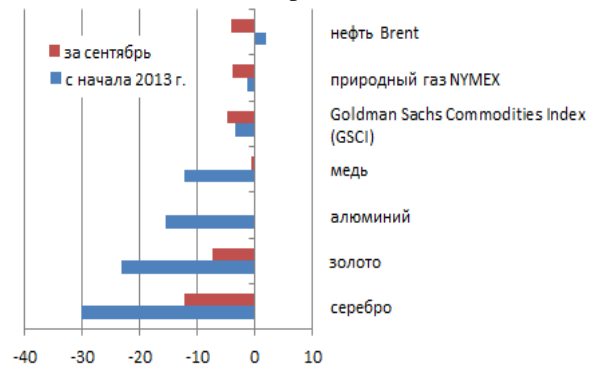


Источник: Bloomberg

Снижение цен на товарных рынках

В последние годы на фоне замедления роста глобальной экономики сформировался понижительный тренд в динамике цен на сырьевые товары (за исключением нефти). В 2013 году падение цен (прежде всего на металлы) усилилось по мере увеличения предложения на товарных рынках и одновременного сокращения спроса со стороны Китая (рис.10). В настоящее время с учетом того, что инвесторы не ждут скорого восстановления устойчивого роста мировой экономики, риски падения цен на товарных рынках остаются существенными. При этом наблюдается повышение чувствительности этих рынков к ожиданиям финансовых посредников. Согласно исследованиям UNCTAD², доля институциональных инвесторов в объеме позиций на рынках товарных деривативов возросла с 25% в 1990-х годов до 85% в 2012 году. Это означает, что в будущем шоки на финансовых рынках (в том числе в случае начала обратного выкупа активов центральными банками) могут сопровождаться падением интереса со стороны участников, играющих на повышение, что в результате приведет к продолжению нисходящей коррекции цен на товарных рынках.

Рисунок 10. Изменение цен на сырьевые товары (%)



Источник: Bloomberg

² Price formation in financialized commodity markets: the role of information // UNCTAD. – June 2011;
Don't blame the physical markets: financialization is the root cause of oil and commodity price volatility // UNCTAD. – September 2012.

Риски ликвидности

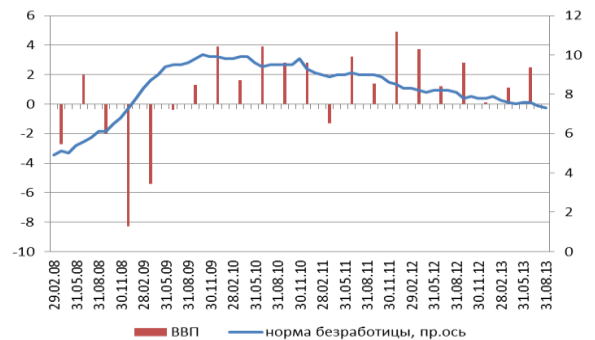
Сохранение объемов программы QE3 ФРС США

Несмотря на то, что в американской экономике в последние месяцы наблюдаются признаки улучшения (рис.11), по результатам заседания Федерального комитета по открытым рынкам ФРС США (FOMC) 17-18 сентября 2013 года было принято решение оставить объемы выкупа гособлигаций и ипотечных бумаг на текущем уровне (85 млрд. долл. США в месяц) и сохранить целевой диапазон базовой процентной ставки на уровне 0-0,25% годовых. ФРС США хочет дождаться новых свидетельств устойчивости прогресса, прежде чем корректировать темпы покупки активов. При этом регулятор ухудшил прогноз прироста ВВП в 2013 году с 2,3 до 2%. Решение ФРС США о сохранении объемов QE3, по мнению Б. Бернанке, должно укрепить доверие инвесторов к политике коммуникаций (forward guidance), реализуемой регулятором, хотя неопределенность в отношении сворачивания QE3 и последующего роста ставок сохраняется. Как уже отмечалось, рост процентных ставок, повышая стоимость новых заимствований и увеличивая расходы по обслуживанию долгов (прежде всего, суверенных, рис.12), может распространиться в реальную экономику посредством сокращения объема инвестиций и усиления кредитных рисков.

Риски несогласованности политики ужесточения

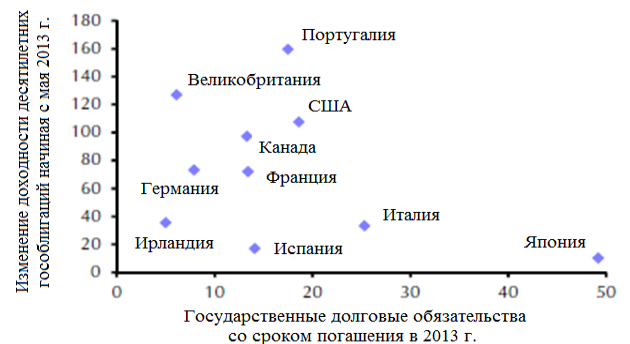
Негативные последствия может иметь неравномерное ужесточение денежно-кредитной политики в развитых странах. ФРС США, по мнению участников рынка, может начать сворачивание до конца 2013 года, тогда как другие ведущие центральные банки пока достаточно твердо придерживаются сохранения ключевых параметров стимулирующей политики. Банк Японии и Банк Англии сохраняют объемы выкупа активов в установленных объемах, а ЕЦБ обещает поддерживать финансовую систему, пока темпы прироста ВВП еврозоны остаются низкими, а норма безработицы высокой. Председатель ЕЦБ М.Драги заявил о готовности провести очередной раунд предоставления долгосрочных кредитов банкам (LTRO), если в этом возникнет необходимость. Хотя выплаты кредитов по LTRO, начавшиеся в 2013 году, указывают на постепенную нормализацию ситуации на европейском денежном рынке (задолженность погашена на сумму 354 млрд. евро, рис.13), исчезновение излишков ликвидности может создать повышательное давление на стоимость заимствований.

Рисунок 11. Годовые темпы прироста ВВП и норма безработицы в США (%)



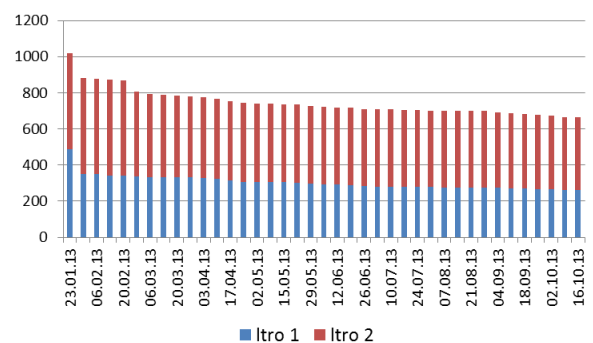
Источник: Reuters

Рисунок 12. Изменение доходностей десятилетних гособлигаций отдельных развитых стран (б.п.) и объем госдолга, истекающего в 2013 г. (% ВВП)



Источник: Capital Economics

Рисунок 14. Остаток задолженности по операциям долгосрочного рефинансирования ЕЦБ (млрд. евро)



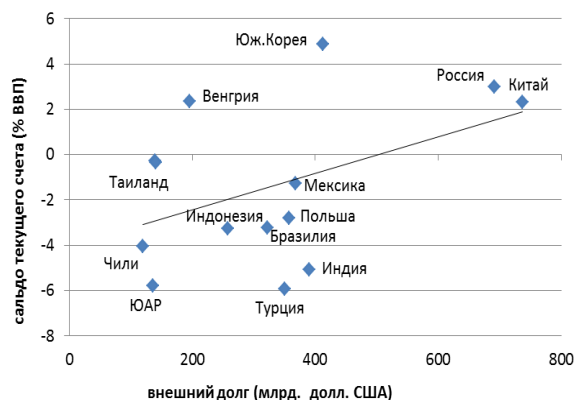
Источник: Bloomberg

Риски потоков капитала

Сокращение оттока капитала из фондов стран с развивающимися рынками

В сентябре чистый отток капитала из фондов акций и облигаций стран с развивающимися рынками существенно замедлился, составив за период с 28 августа по 25 сентября 0,27 млрд долл. США; при этом в Азии наблюдается чистый приток капитала. Отложенное ФРС США решение о сворачивании стимулирующих программ может способствовать временному увеличению риск-аппетита среди инвесторов в ближайшие месяцы, однако вряд ли даст регуляторам стран достаточно времени для сокращения внешней уязвимости, поскольку риски являются преимущественно структурными (отрицательное сальдо текущего счета, дефицит бюджета, рост долговых обязательств) (рис. 13).

Рисунок 13. Внешний долг и сальдо текущего счета платежного баланса



Источник: Bloomberg

Факторы нестабильности китайской экономики

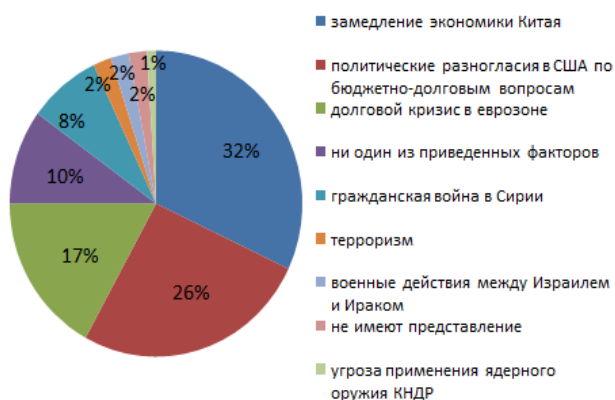
Китайская экономика по сравнению с большинством стран с развивающимися рынками менее подвержена рискам изменения параметров денежно-кредитной политики США. Более значимыми для страны являются внутренние факторы нестабильности: замедление экономического роста и усиление активности в теневой банковской системе, повышающее угрозу корпоративных дефолтов. Официальная макростатистика за август (годовые темпы прироста экспорта и промышленного производства) и предварительные данные за сентябрь по индексу деловой активности PMI в сфере промышленности свидетельствуют о некотором оживлении экономики (рис.14). Однако, согласно опросу Bloomberg, инвесторы по-прежнему считают замедление роста в Китае ключевым риском 2013 года (рис.15). Позитивным фактором является принятие Китаем в сентябре ряда мер по либерализации рынков капитала. Так, втрое был увеличен объем программы, позволяющей осуществлять короткие продажи акции, а также возобновлена торговля фьючерсами на гособлигации, приостановленная в 1995 году. Кроме того, предприняты шаги, направленные на поддержку эмиссии облигаций местных органов власти. Ранее в этом году в Китае были реализованы меры по либерализации процентных ставок (были отменены нижние пределы ставок по банковским кредитам). В совокупности перечисленные меры отражают стремление власти к созданию рыночной финансовой системы.

Рисунок 14. Годовые темпы прироста экспорта и промышленного производства и PMI в сфере промышленности Китая



Источник: Reuters, Bloomberg

Рисунок 15. Ключевые риски 2013 года (% опрошенных)



Источник: Bloomberg