

# ОБЗОР ГЛОБАЛЬНЫХ РИСКОВ

**ИЮНЬ 2013**

Заявление главы ФРС США о возможном сворачивании программы выкупа активов до конца 2013 года, сделанное в июне, несмотря на его последующее смягчение, было тревожно воспринято участниками мировых финансовых рынков. Вслед за ростом доходностей американских гособлигаций начался рост доходностей гособлигаций в странах еврозоны, произошло существенное падение основных фондовых индексов, а в развивающихся странах был зафиксирован рекордный за месяц отток капитала из фондов ценных бумаг с момента кризиса 2008 года, и усилилось падение курсов национальных валют относительно доллара США. Бурная реакция рынков показывает, насколько серьезными могут быть потенциальные последствия сворачивания мягкого курса денежно-кредитной политики в США, особенно для европейской экономики, которая все еще находится в состоянии рецессии.

## Кредитные риски



Основным событием июня, которое вызвало тревожные настроения у участников рынка, в том числе на рынках долговых бумаг, стало заявление главы ФРС США о возможном сворачивании программы количественного смягчения до конца 2013 года. Рост доходностей американских гособлигаций спровоцировал **повышение доходностей гособлигаций и в странах еврозоны**. Помимо этого, в еврозоне усилилось влияние внутренних факторов, которые могут привести к еще более существенному росту суверенных рисков (политическая нестабильность в Португалии и возобновление обсуждений о повторном списании долга Греции). Наряду с отрицательными темпами роста кредитования нефинансового сектора они могут усугубить проблему рецессии в регионе.

## Рыночные риски



Основные **фондовые индексы продемонстрировали достаточно существенное падение**, причем акции компаний европейских и развивающихся стран становятся менее привлекательными для инвесторов, о чем свидетельствует снижение соотношения их рыночной и балансовой стоимости. На валютных рынках на фоне **значительного ослабления валют развивающихся стран к доллару США** инвесторы несут убытки по операциям «carry-trade».

## Риски ликвидности



Несмотря на повысившиеся риски изменения политики ФРС США, **процентные ставки на американском денежном рынке держатся на минимальных уровнях** и не оказывают негативного влияния на европейский рынок. ЕЦБ, в свою очередь, начал разработку мер по стимулированию кредитования реального сектора экономики, поскольку снижение процентных ставок перестало производить должный эффект. **Краткосрочный всплеск волатильности произошел на китайском денежном рынке** из-за политики «невмешательства», проводимой Народным банком Китая в последние месяцы.

## Риски потоков капитала



**Снижение риск-аппетита среди инвесторов** привело к рекордному за месяц оттоку средств инвесторов из фондов ценных бумаг развивающихся экономик с момента кризиса 2008 года. Рост волатильности потоков капитала усиливает макроэкономические риски в этих странах. По оценкам Института международных финансов (ИМФ), в ближайшие годы сокращение совокупного притока частного капитала на развивающиеся рынки произойдет, в основном, за счет Китая.

## Кредитные риски

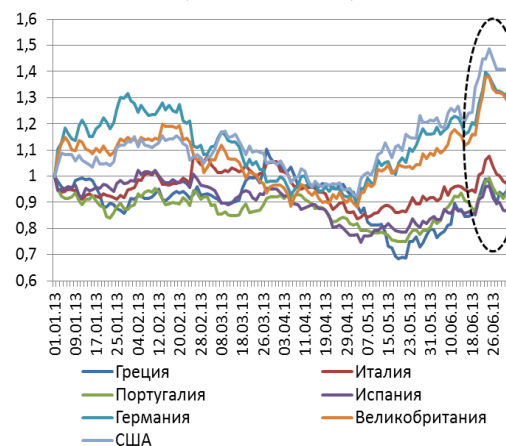
### Рост волатильности на рынках долговых бумаг

Заявление главы ФРС США Б. Бернанке о возможном сворачивании программы выкупа активов во второй половине 2013 года вызвало рост доходностей американских казначейских облигаций, вслед за которым последовал рост доходностей на мировых долговых рынках (рис.1). В еврозоне увеличение доходностей гособлигаций в очередной раз создает угрозу дестабилизации финансовой системы, особенно в условиях обострения внутренних факторов роста суверенных рисков. В Португалии нарастают разногласия по поводу целесообразности продолжения реформ бюджетной экономии, а в Греции возобновились обсуждения повторного списания госдолга. О высоком уровне суверенных рисков в еврозоне также свидетельствуют значительные колебания корреляции между доходностями десятилетних госбумаг в странах «ядра» и «периферии» (рис.2). Хотя европейским регуляторам пока не удается справиться с рецессией, они активно ищут решения, которые будут способствовать финансовой стабильности. В июне меры европейских финансовых властей были сосредоточены в сфере регулирования: министры финансов стран еврозоны согласовали единые правила по финансовому оздоровлению банков. В случае возникновения финансовых трудностей у банка затраты на покрытие его убытков или рекапитализацию будут нести держатели акций, владельцы облигаций и владельцы депозитов более 100 тыс. евро. В первоочередном порядке предполагается использование их средств в размере 8% от обязательств банка<sup>1</sup>, после чего могут быть привлечены средства национальных фондов, которые должны быть сформированы в течение 10 лет в размере 0,8% от суммы обеспеченных депозитов всех кредитных организаций. Европарламент должен одобрить согласованный документ до конца 2013 года.

### Сокращение кредитования экономики еврозоны

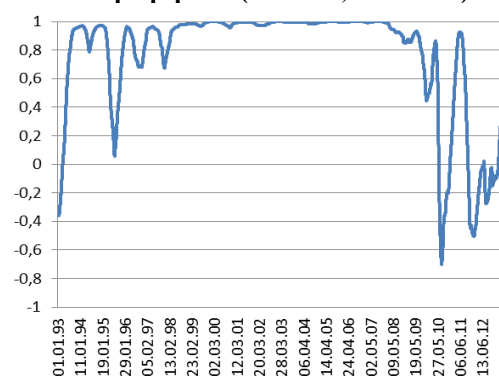
В случае усиления суверенных рисков урегулирование кризиса в еврозоне в условиях продолжающейся рецессии может оказаться еще более затруднительным, чем в конце 2011 года. Более того, с середины 2012 года темпы прироста кредитования нефинансовых организаций стали отрицательными (рис.3). По мнению Еврокомиссии, основной проблемой еврозоны является отсутствие внутренних экономических факторов для роста. Государственные расходы сдерживаются процессом бюджетной консолидации, а частное потребление и инвестиционная активность ограничены снижающейся занятостью и высокими ставками по банковским кредитам, особенно в странах «периферии».

Рисунок 1. Динамика доходностей десятилетних гособлигаций (01.01.2013 = 1)



Источник: Reuters Datastream

Рисунок 2. Динамика корреляции\* между доходностями десятилетних госбумаг в странах «ядра» (Германия, Франция) и «периферии» (Италия, Испания)



\*Значение за предыдущий год

Источник: Reuters Datastream

Рисунок 3. Годовые темпы прироста объемов кредитования банками еврозоны нефинансовых организаций и физических лиц (%)



Источник: Bloomberg, ЕЦБ

<sup>1</sup> При этом депозиты физических лиц и средних и малых предприятий будут иметь преимущественное право перед другими необеспеченными кредиторами.

## Рыночные риски

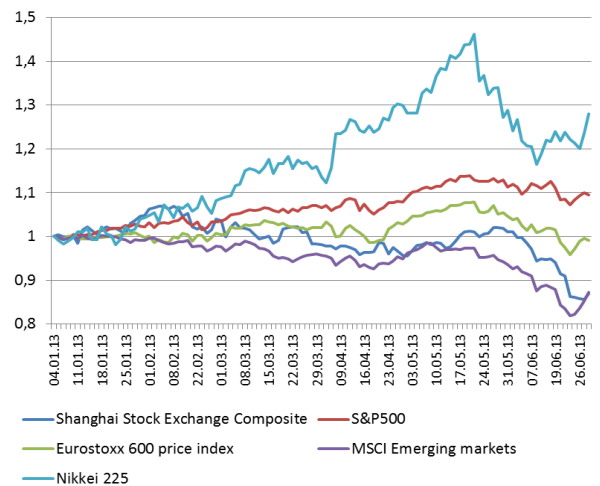
### Падение мировых фондовых индексов

Неопределенность в отношении дальнейших действий ФРС США вызвала достаточно сильное снижение мировых фондовых индексов в июне: S&P 500 за месяц снизился на 2,1%, Eurostoxx 600 – на 4,5%, MSCI Emerging Markets – на 5,8% (рис.4). Значимым фактором снижения фондовых индексов в развивающихся странах также стало обострение рисков сжатия ликвидности в Китае. Китайский индекс Shanghai Stock Exchange Composite упал в июне на 13,9%. Ухудшение экономической ситуации в Китае, как одной из крупнейших экономик, может неблагоприятно отразиться на росте глобальной экономики в краткосрочной перспективе. Всемирный банк в очередной раз понизил прогноз роста глобального ВВП на 2013 год до 2,2% (предыдущий прогноз для этого показателя составлял 2,4%). Для развивающихся стран прогноз снижен с 5,5 до 5,1%, в еврозоне ожидается сокращение ВВП на 0,6% (предыдущий прогноз – 0,1%). Кроме того, по оценкам Bloomberg, в 2013 году ожидается снижение соотношения рыночной и балансовой стоимости акций, входящих в состав индексов европейских и развивающихся стран (price-to-book ratio) (рис.5). Понижительный прогноз в отношении данного показателя свидетельствует об ожидаемом ухудшении способности финансовых компаний европейских и развивающихся экономик выпустить новые акции и служит индикатором снижения доходности их собственного капитала.

### Рост убытков инвесторов по операциям «carry-trade»

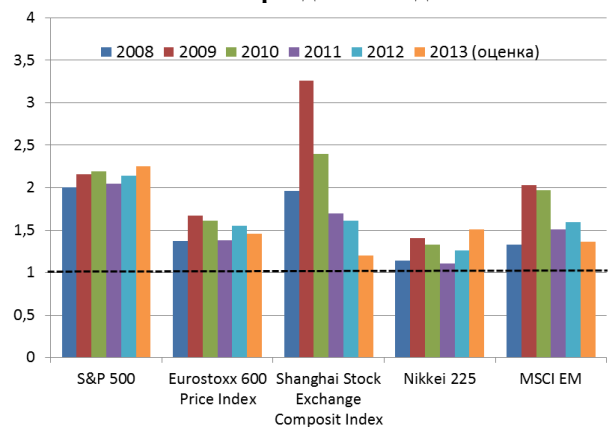
В мае-июне наблюдалось существенное сокращение прибыли у инвесторов, реализующих рискованные стратегии на валютном рынке, на фоне продолжающегося второй месяц подряд ослабления национальных валют развивающихся стран относительно доллара США. Индекс Deutsche Bank AG G10 FX Carry Basket, отслеживающий прибыль от операций carry-trade, в рамках которых инвесторы осуществляют заимствования в низкодходных валютах для покупки высокодоходных валют, в июне снизился на 3,9% (рис.6). С учетом неопределенности относительно дальнейших действий ФРС США можно ожидать сохранения повышенного уровня волатильности на валютных рынках и, как следствие, сокращения операций carry-trade.

Рисунок 4. Динамика основных фондовых индексов (04.01.2013 = 1)



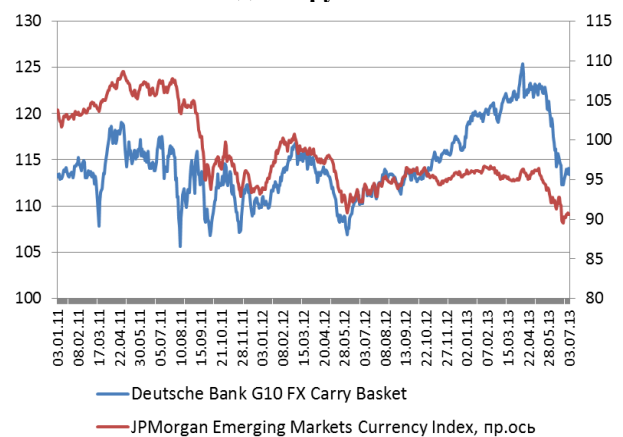
Источник: Bloomberg

Рисунок 5. Динамика соотношения рыночной и балансовой стоимости акций, входящих в состав основных фондовых индексов



Источник: Bloomberg

Рисунок 6. Динамика сводных индексов carry-trade и курсов валют развивающихся стран к доллару США



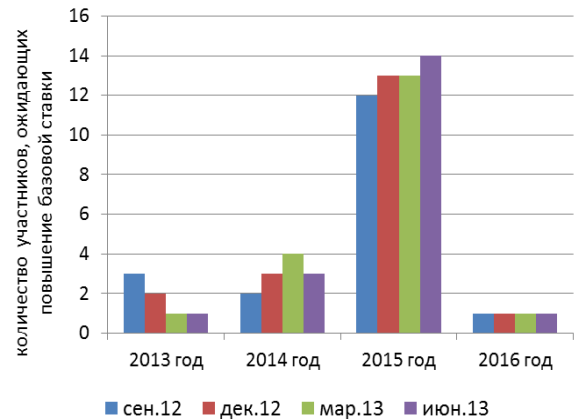
Источник: Bloomberg

## Риски ликвидности

### Риски изменения политики ФРС США

По итогам заседания Комитета по открытому рынку (FOMC) 18-19 июня глава ФРС США Б. Бернанке заявил, что регулятор может начать снижение объемов выкупа активов до конца 2013 года и полностью свернуть программу количественного смягчения в 2014 году при условии стабильного улучшения экономики. Данная новость вызвала беспокойство среди участников финансовых рынков, хотя благодаря тому, что большинство членов Комитета не ожидает повышения базовой ставки кредитования (federal funds rate) ранее 2015 года (рис.7), ставки на денежном рынке сохраняются на низком уровне. В любом случае изменение политики ФРС США может стать сигналом для ужесточения политики и в других странах, что дестабилизирует финансовые рынки и особенно негативно отразится на европейской экономике.

**Рисунок 7. Прогноз участников FOMC по повышению базовой ставки кредитования**



Источник: ФРС США

### Риски образования «ловушки ликвидности» в еврозоне

В еврозоне, в свою очередь, усиливается влияние экономических факторов на ценовую стабильность. На фоне рецессии годовая инфляция с начала текущего года находится ниже таргетируемого уровня в 2% (рис.8) и, по оценкам ЕЦБ, составит 1,4 и 1,3% в 2013 и 2014 годах. При этом ЕЦБ становится сложнее стимулировать экономику, как через снижение процентных ставок, так и через увеличение денежного предложения, что может привести к образованию так называемой «ловушки ликвидности» в условиях низких процентных ставок и ожидаемого падения цен. В настоящее время ЕЦБ разрабатывает план по обеспечению кредитования реального сектора экономики еврозоны, в особенности малых и средних предприятий.

**Рисунок 8. Годовые изменения индекса потребительских цен в еврозоне (%)**

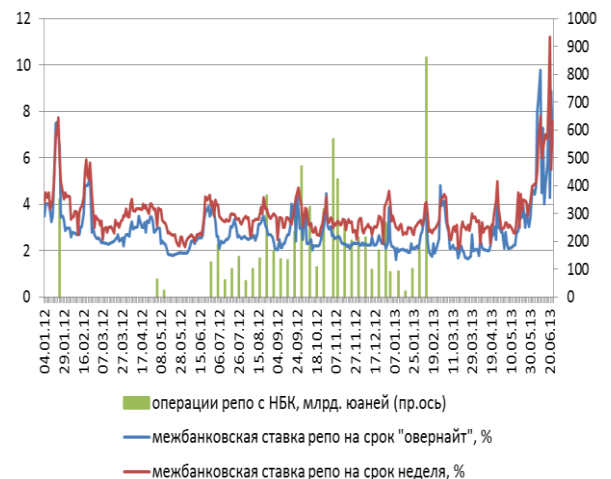


Источник: Reuters

### Риски сжатия ликвидности в Китае

В Китае наблюдается рост напряженности на денежном рынке на фоне политики «невмешательства», проводимой Народным банком Китая (НБК) в последние месяцы. Краткосрочные ставки, определяющие доступность средств на межбанковском рынке на сроки «овернайт» и неделя, в июне выросли до рекордных уровней (рис.9), отражая повышение рисков сжатия ликвидности и возможного увеличения объема безнадежных кредитов. В этих условиях председатель НБК был вынужден заявить, что регулятор будет использовать все необходимые инструменты для корректировки объемов ликвидности и поддержания финансовой стабильности в целом. Хотя это позволило сгладить напряженность в конце месяца, в будущем нельзя исключать повторного роста волатильности ставок на денежном рынке, если НБК начнет ужесточение политики.

**Рисунок 9. Динамика ставок РЕПО и недельного объема сделок РЕПО с НБК**



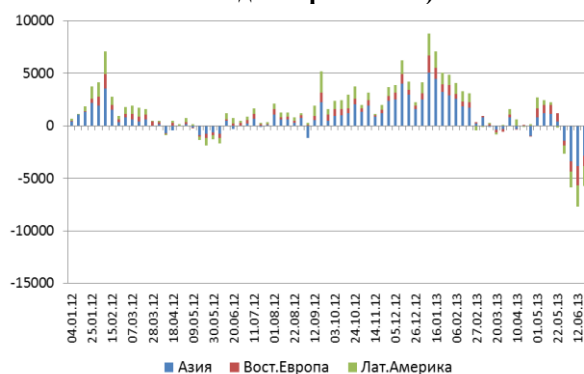
Источник: Bloomberg

## Риски потоков капитала

### Усиление оттока капитала из фондов развивающихся стран

На фоне сохранения неблагоприятных макроэкономических прогнозов и особенно ввиду возможного начала сворачивания политики количественного смягчения ФРС США отток иностранного капитала с развивающихся рынков существенно усилился. Чистый отток средств из фондов акций и облигаций развивающихся стран за период с 29 мая по 26 июня 2013 года достиг рекордного за месяц уровня с момента кризиса 2008 года – 30 млрд. долл. США (рис.10). Из этой суммы почти половина пришлось на страны Азии (14,5 млрд. долл. США).

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



Источник: EPFR

### Ухудшение прогнозов по объему притока частного капитала

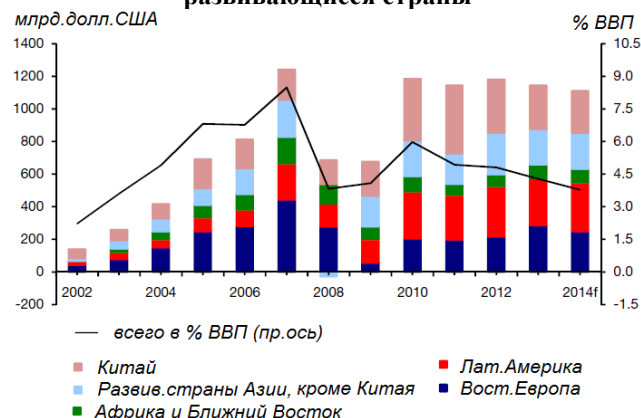
В условиях снижения риск-аппетита среди инвесторов Институт международных финансов (Institute of International Finance, IIF)<sup>2</sup> в июне ухудшил прогноз по объему притока частного капитала в развивающиеся страны, причем замедление притока капитала ожидается преимущественно в странах азиатского региона (табл.1). По оценкам ИФ, совокупный показатель, включающий прямые и портфельные инвестиции, кредитование со стороны банков и вложения небанковских финансовых организаций, в 2013 и 2014 годах сократится до 1145 и 1112 млрд. долл. США соответственно. Относительно ВВП приток капитала будет также демонстрировать снижение вплоть до достижения кризисных значений 2008 и 2009 годов (рис.11). Указанные тенденции свидетельствуют о том, что в ближайшие два года риски замедления роста ВВП в развивающихся странах будут сохраняться на высоком уровне. При этом наиболее ощутимое замедление притока капитала может произойти в Китае. Темпы прироста объема прямых иностранных инвестиций в Китай в мае снизились до минимального уровня за последние три месяца (1,03% в годовом выражении), что говорит о росте обеспокоенности инвесторов в связи с ослаблением экономического подъема в стране.

**Таблица 1. Прогнозы ИФ по притоку частного капитала в развивающиеся страны (млрд. долл. США)**

	2011	2012	2013	2014
	(оценка) (прогноз) (прогноз)			
Прогнозы, сделанные в июне 2013 г.	1146	1181	1145	1112
Прогнозы, сделанные в январе 2013 г.	1084	1080	1118	1150
Изменение прогноза	62	101	27	-38
<b>Изменение прогноза в разбивке по регионам</b>				
Лат.Америка	3	20	-8,2	-5,9
Вост.Европа	1	23,7	67,8	19,3
Африка и Бл.Восток	-1,3	5,5	-3,1	-3,6
Азия	59,1	51,5	-29,9	-48

Источник: ИФ

**Рисунок 11. Приток частного капитала в развивающиеся страны**



Источник: ИФ

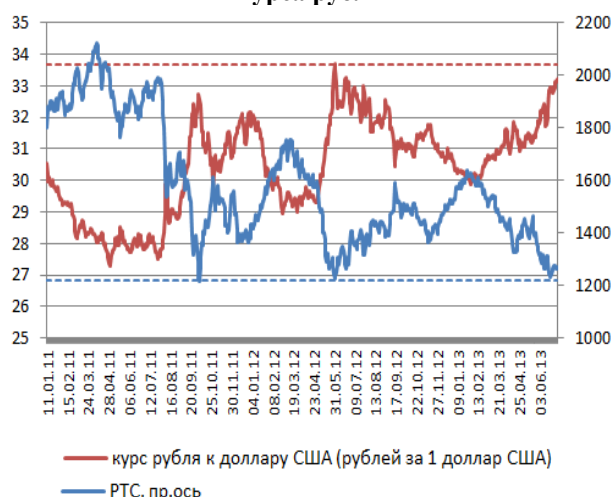
<sup>2</sup> Capital Flows to Emerging Market Economies. IIF. June 26, 2013.

## Риски России

### Реакция российского финансового рынка на глобальные тенденции

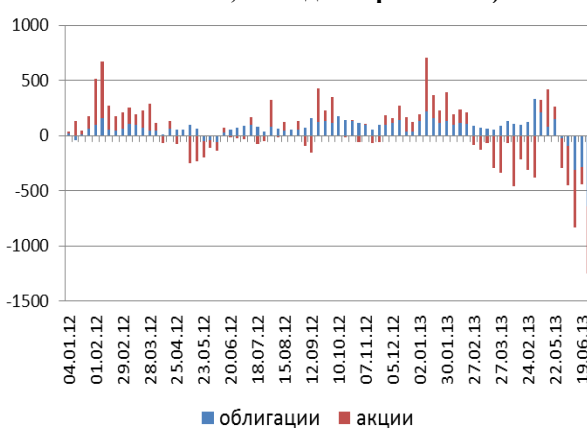
В июне произошло ухудшение ситуации на российском финансовом рынке под влиянием основных тенденций, наблюдавшихся на мировых финансовых рынках. Индекс РТС опустился до отметки 1200 пунктов, произошло ослабление рубля до уровня 33 рубля за доллар США. Аналогичные показатели были достигнуты осенью 2011 года на фоне наиболее острой фазы развития долгового кризиса в еврозоне и в июне 2012 года в условиях возобновления очередной волны нестабильности и падения цен на нефть (рис.12). Так же, как и в других странах с развивающимися рынками, усилился отток капитала из российских фондов ценных бумаг (рис.13). За период с 29 мая по 26 июня 2013 года отток капитала из фондов акций и облигаций составил 1,6 и 1,3 млрд. долл. США соответственно. Тем не менее, Россия обладает достаточной способностью для противостояния внешним шокам (благодаря гибкости курсообразования, высокому потенциалу механизма рефинансирования, в том числе в связи с планируемым переходом к режиму инфляционного таргетирования). По итогам июньских консультаций в рамках миссии в Москве МВФ в целом поддержал действия российских властей по указанным направлениям. При этом эксперты Фонда отмечают, что экономическую активность продолжают сдерживать снижение инвестиций и внешнего спроса, тогда как экономика функционирует на уровне потенциала. С учетом этого, а также из-за сохраняющихся рисков отрицательного влияния снижения цен на нефть Фонд понизил прогноз роста ВВП России с 3,4 до 2,5% в 2013 году и с 3,8 до 3,25% в 2014 году. По мнению МВФ, экономический рост в России должен быть основан на повышении эффективности и привлечении производительных инвестиций, что потребует дальнейшего укрепления институтов и реализации структурных реформ. Вместе с тем, следует отметить, что позиции России по макроэкономическим показателям выглядят намного лучше в сравнении со многими развивающимися странами. Так, положительное сальдо текущего счета платежного баланса и положительная международная инвестиционная позиция свидетельствуют о внешнеэкономической устойчивости страны (рис.14).

**Рисунок 12. Динамика фондового индекса РТС и курса рубля**



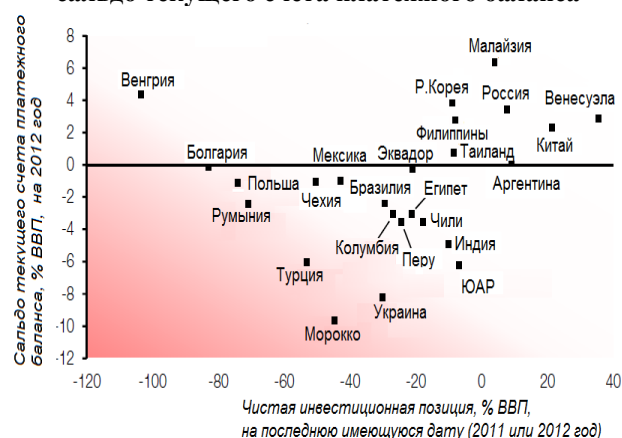
Источник: Bloomberg

**Рисунок 13. Динамика вложений в российские фонды акций и облигаций (еженедельные значения, млн. долларов США)**



Источник: EPFR

**Рисунок 14. Чистая инвестиционная позиция и сальдо текущего счета платежного баланса**



Источник: ИФ