

ОБЗОР ГЛОБАЛЬНЫХ РИСКОВ

МАЙ 2013

Ситуация в еврозоне характеризуется повышенным уровнем макроэкономических рисков и ростом рыночных ожиданий обострения кризиса. Рецессия, усиливающиеся риски дефляции, а также ограниченные возможности снижения ставок у ЕЦБ для поддержания экономического роста создают предпосылки для формирования в еврозоне японской модели развития экономики. Вместе с тем, опыт Банка Японии уже сейчас показывает, что даже масштабные меры стимулирования могут не только сопровождаться ростом волатильности на внутреннем финансовом рынке, но и не гарантируют желаемого эффекта.

Кредитные риски



Уровень кредитных рисков в мае не изменился, о чем свидетельствует динамика доходностей гособлигаций проблемных стран еврозоны, а также сводных индексов CDS банковского и суверенного секторов. Причиной роста волатильности на рынках в ближайшее время могут стать неразрешенные разногласия между европейскими регуляторами и властями Германии относительно мер по укреплению банковского надзора в регионе. В США начал действовать потолок госдолга: необходимость повышения лимита через некоторое время может снова поставить под угрозу рейтинг страны.

Рыночные риски



На мировых фондовых рынках во второй половине мая наблюдалось снижение основных индексов из-за роста макроэкономических рисков, особенно в еврозоне. Период рецессии в еврозоне затянулся уже на шесть кварталов, а среди участников рынка возрастает беспокойство в связи с возможностью очередного обострения финансового кризиса.

Риски ликвидности



Снижение ставок ЕЦБ способствует сохранению благоприятных условий кредитования на европейском денежном рынке, но не оказывает позитивного влияния на экономический рост. Рецессия, низкие ставки и усиливающиеся риски дефляции создают предпосылки для формирования в еврозоне японской модели развития экономики. В Японии, в свою очередь, повысился уровень нестабильности на рынке долговых бумаг. Если ситуация на японском финансовом рынке ухудшится, Банку Японии придется скорректировать программу количественного смягчения, и задача преодоления дефляции намного усложнится.

Риски потоков капитала



На фоне роста ожиданий среди инвесторов, что ФРС США начнет сворачивание программы количественного смягчения, в последнюю неделю мая наблюдался достаточно существенный отток капитала из фондов ценных бумаг развивающихся стран, а также обесценение национальных валют. В случае дальнейшего снижения курсов национальных валют и переоценки стоимости активов можно ожидать усиления оттока капитала с развивающихся рынков.

Кредитные риски

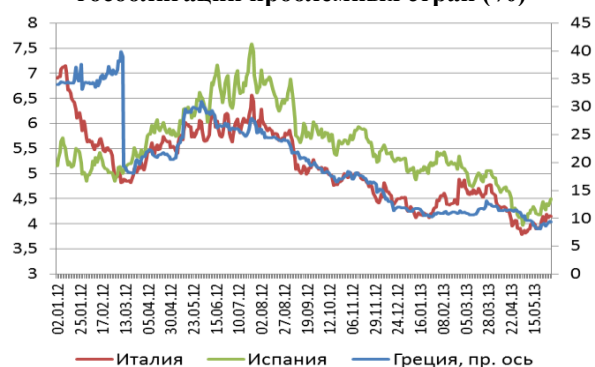
Усиление политических разногласий в Европе

После завершения острой фазы кипрского кризиса вероятность обострения суверенных рисков в еврозоне несколько снизилась. Доходности десятилетних гособлигаций проблемных стран сохраняются на минимальных уровнях, несмотря на некоторый рост в апреле-мае (рис.1). Динамика сводных индексов CDS банковского и суверенного секторов свидетельствует о сохранении прежнего уровня кредитных рисков (рис.2). В этих условиях европейские регуляторы продолжили обсуждение мер по укреплению системы банковского надзора в еврозоне, хотя не без существенных разногласий. В частности, Германия выступает против высокой степени централизации при принятии решений, тогда как создание единой системы банковского надзора в еврозоне предполагает наделение ЕЦБ правом надзирать за всеми банками региона (и желающими присоединиться к данной системе банками Евросоюза), создание фонда по оказанию помощи проблемным банкам, а также создание полноценной системы защиты вкладов. Вместе с тем, следует отметить, что ЕЦБ планирует провести проверку качества банковских активов, что отражает постепенное повышение роли регулятора в Евросистеме.

Риски долговой устойчивости США

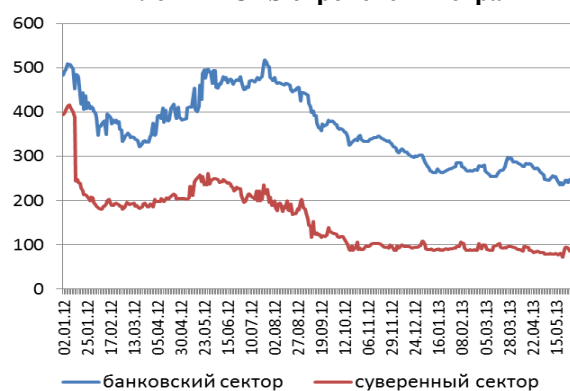
В США наблюдается заметное улучшение макроэкономической ситуации: годовые темпы прироста ВВП увеличились до 2,5% в I квартале 2013 года (с 0,4% в IV квартале 2012 года), снижается уровень безработицы и происходит постепенное оживление на рынке жилой недвижимости (рис.3). Тем не менее, в стране по-прежнему существенны риски замедления роста в краткосрочном периоде из-за нерешенности проблемы долговой нагрузки. 19 мая начал действовать потолок госдолга, временно отмененный Конгрессом в начале года. Потолок госдолга установлен на уровне 16,7 трлн. долл. США (раньше действовал лимит 16,4 трлн. долл. США). Предполагается, что правительство сможет обходиться без новых займов только несколько месяцев, что ненадолго откладывает проблему повышения лимита и не устраняет рисков, связанных с ухудшением ситуации с бюджетом США и возможным снижением доверия инвесторов.

Рисунок 1. Динамика доходностей десятилетних гособлигаций проблемных стран (%)



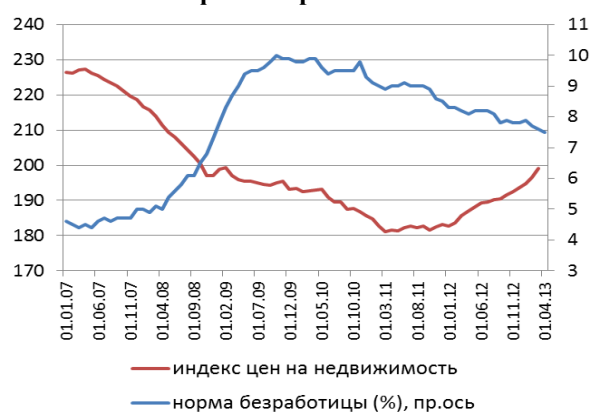
Источник: Reuters Datastream

Рисунок 2. Динамика сводных индексов пятилетних CDS европейских стран



Источник: Reuters Datastream

Рисунок 3. Динамика нормы безработицы и индекса цен на недвижимость Федерального агентства по финансированию жилья США



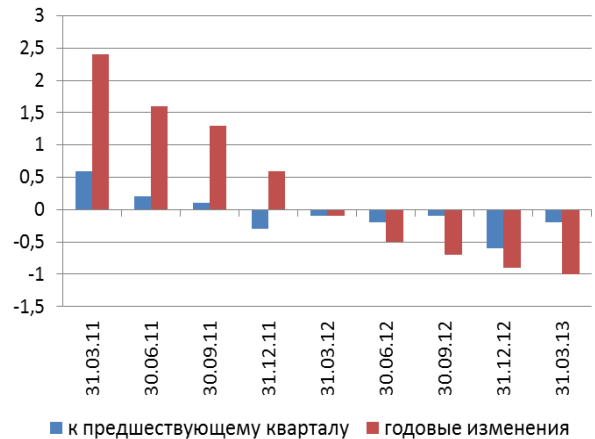
Источник: Reuters

Рыночные риски

Падение мировых фондовых индексов

Во второй половине мая на фоне усиления макроэкономических рисков наблюдалось существенное снижение мировых фондовых индексов (Eurostoxx 600, S&P 500, Nikkei 225). В частности, негативное влияние на динамику Eurostoxx 600 оказали опубликованные в мае данные Евростат по экономике еврозоны. По итогам I квартала 2013 года ВВП еврозоны сократился больше, чем ожидали участники рынка – на 0,2% по сравнению с предыдущим кварталом (на 1% в годовом выражении) (рис.4). Слабые показатели зафиксированы в том числе в крупнейших экономиках региона. В I квартале экономика Германии практически стагнировала (+0,1%), а Франция остается в состоянии рецессии (-0,2%). Кроме того, в апреле были достигнуты рекордные уровни нормы безработицы в Италии и Испании – 12 и 26,8% соответственно. В целом по еврозоне также отмечается рекордное значение показателя – 12,2%.

Рисунок 4. Динамика темпов прироста ВВП еврозоны (%)



Источник: Reuters

Сохранение ожиданий возможного ухудшения ситуации в еврозоне

Участники финансовых рынков по-прежнему настороженно оценивают дальнейшие перспективы развития ситуации в еврозоне. Об этом свидетельствуют результаты опроса рейтингового агентства Fitch, проведенного с 3 апреля по 7 мая среди руководителей европейских фондов и инвестиционных компаний, под управлением которых находятся активы с фиксированным доходом более чем на 8,6 трлн. евро¹. Среди опрошенных 86% инвесторов полагают, что затяжная рецессия является одним из наиболее серьезных рисков для европейских кредитных рынков (рис.5) (в предыдущем квартале доля таких ответов составляла 69%). Более того, многие инвесторы считают, что спокойствие на финансовых рынках будет недолговременным (рис.6). Если в дальнейшем не последует экономической стабилизации и решительных действий со стороны европейских властей по реализации структурных реформ и урегулированию бюджетно-долговых проблем, рынок может снова столкнуться с повышенной волатильностью, как это произошло весной прошлого года.

Рисунок 5. Влияние различных факторов на европейский рынок кредитования



Источник: Fitch

Рисунок 6. Оценка ситуации в еврозоне



Источник: Fitch

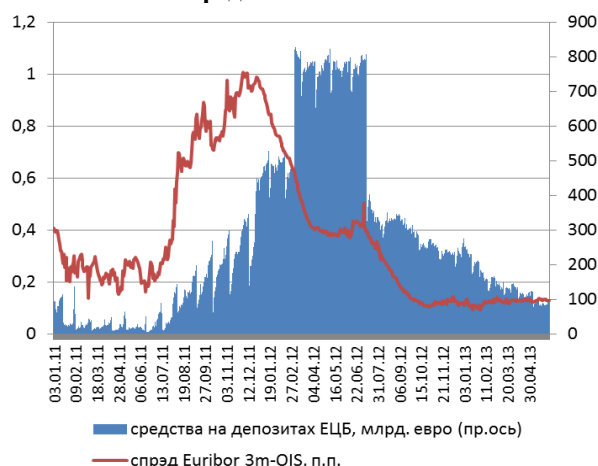
¹ European Senior Fixed-Income Investor Survey Q213. FitchRatings, 22 May 2013.

Риски ликвидности

Снижение эффективности политики ЕЦБ

На фоне роста макроэкономических рисков ЕЦБ 2 мая снизил ставки по основным операциям рефинансирования и по инструментам постоянного действия до рекордных минимумов – 0,5 и 1% соответственно. Благодаря мерам ЕЦБ на европейском рынке сохраняются благоприятные условия кредитования. Наблюдается снижение объема средств, размещенных на депозитах ЕЦБ, а значения спреда между межбанковской ставкой по кредитам на срок три месяца и индексным свопом «овернайт» держатся на минимальных уровнях (рис.7). Настроения участников рынка, однако, в лучшую сторону не изменились. Они все больше сомневаются, что новые стимулы способны поддержать экономический рост, полагая, что смягчение денежно-кредитной политики ЕЦБ перестает производить эффект. Европа рискует повторить путь Японии, долгое время переживающей экономической застой и дефляцию.

Рисунок 7. Динамика объема депозитов ЕЦБ и спреда Euribor 3m - OIS

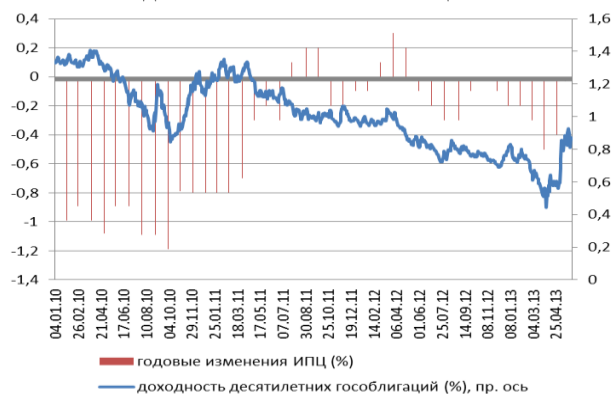


Источник: Bloomberg

Рост волатильности на рынке гособлигаций Японии

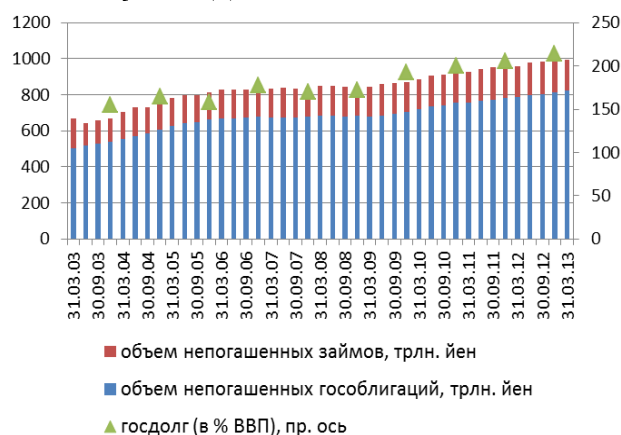
В апреле-мае 2013 года в Японии произошел достаточно существенный рост доходностей гособлигаций. Повышение волатильности на рынке госбумаг является одним из проявлений возможных дисбалансов на внутреннем финансовом рынке вследствие стимулирующей политики, реализуемой Банком Японии. По всей видимости, участники рынка уже сейчас стали закладывать в цены ожидания роста долгосрочных ставок, что повысило ценовые колебания. Вместе с тем, динамика индекса потребительских цен в годовом выражении пока остается отрицательной (рис.8), поэтому существует риск, что Банку Японии не удастся достигнуть ориентира по инфляции в 2% к 2016 году. В этих условиях глава Банка Японии заявил о готовности скорректировать программу, если долговые риски повысятся или распространятся на другие сегменты финансового рынка (в середине мая уже началось снижение ключевого индекса акций Nikkei 225). Стабильность рынка гособлигаций имеет большое значение для стабильности финансовой системы страны в целом с учетом значительного объема рынка долговых ценных бумаг (и высокой доли гособлигаций в нем). По данным Bloomberg, объем госдолга Японии в 2012 году составил 214,3% ВВП, приблизившись к отметке один квадриллион йен (рис.9).

Рисунок 8. Годовые изменения индекса потребительских цен и динамика доходности десятилетних гособлигаций



Источник: Bloomberg, Reuters

Рисунок 9. Динамика госдолга Японии



Источник: Bloomberg

Риски потоков капитала

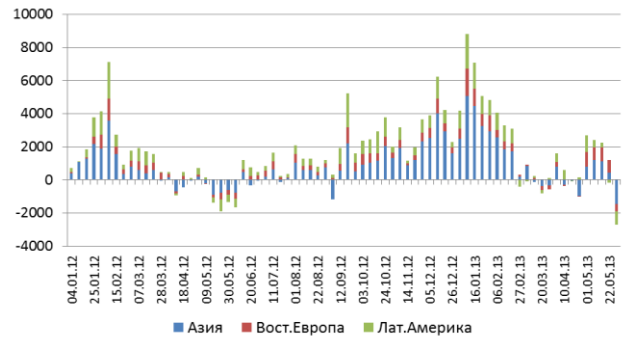
Отток вложений иностранных инвесторов из фондов развивающихся стран

В последнюю неделю мая произошел резкий отток вложений иностранных инвесторов из фондов акций и облигаций развивающихся стран в объеме 2,7 млрд. долл. США (рис.10). Отток капитала произошел, с одной стороны, на фоне роста ожиданий инвесторов, что ФРС США в ближайшее время начнет сворачивание программы количественного смягчения², а с другой, по причине ухудшения прогнозов экономического роста в Китае. МВФ снизил прогноз прироста ВВП Китая в 2013 году с 8 до 7,75%.

Усиление рисков оттока капитала на фоне обесценения валют развивающихся стран

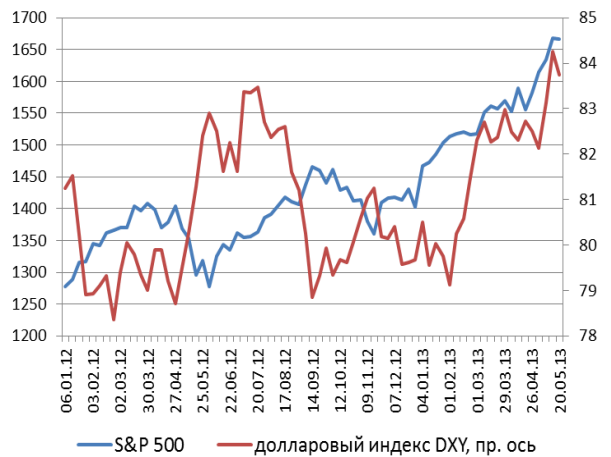
Рост ожиданий инвесторов, что ФРС США начнет сворачивание стимулирующих мер, способствует укреплению американского доллара. Индекс доллара США, рассчитываемый по корзине из шести основных валют, вырос с начала 2013 года на 9,7%. Укрепление доллара США может стать сигналом для международных инвесторов к увеличению объемов покупок американских активов, в том числе американских акций (рис.11), что повышает риски усиления оттока капитала с развивающихся рынков. Так, при самом неблагоприятном сценарии (сворачивание монетарных стимулов со стороны ФРС США) резкое обесценение национальных валют развивающихся стран будет сопровождаться последующим падением стоимости активов на фоне роста процентных ставок и вызовет отток капитала. Первые признаки возможной смены тренда в движении курсов валют уже появились: в апреле-мае в ожидании сворачивания стимулирующих программ в США произошло достаточно сильное падение сводного индекса курсов валют развивающихся стран, рассчитываемого JP Morgan Chase по 24 валютам, - на 3% (рис.12). Таким образом, обесценение национальных валют развивающихся стран является свидетельством повышающихся рисков оттока иностранного капитала с развивающихся рынков, который, в свою очередь, может иметь негативные последствия для экономического роста.

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



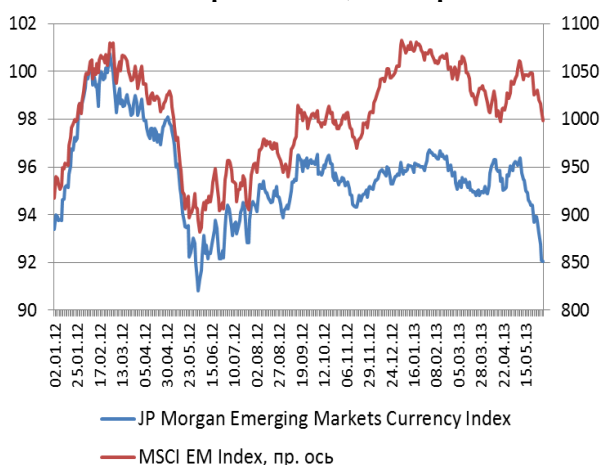
Источник: EPFR

Рисунок 11. Динамика индекса акций S&P 500 и долларового индекса DXY



Источник: Bloomberg

Рисунок 12. Динамика индексов акций и курсов валют развивающихся стран



Источник: Bloomberg

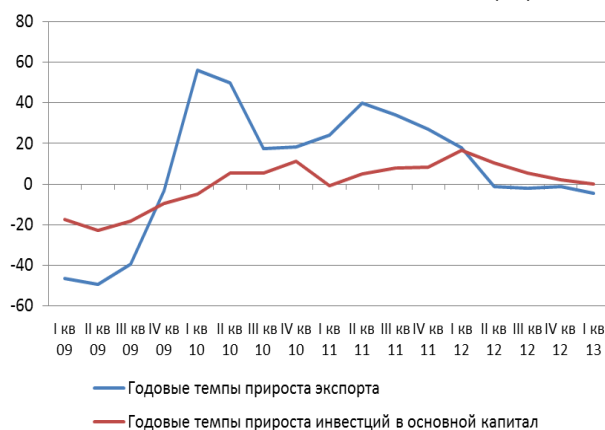
² В заявлении ФРС США по итогам заседания Комитета по открытому рынку (FOMC) 30 апреля – 1 мая отмечается, что регулятор не исключает возможности изменения объема выкупа активов.

Риски России

Ухудшение краткосрочных прогнозов роста ВВП

На фоне сохранения повышенного уровня рисков глобальной нестабильности в России наблюдается замедление экономического роста. По данным Росстата, годовые темпы прироста ВВП в I квартале 2013 года снизились до 1,6% (с 2,1% в IV квартале 2012 года). Среди основных причин – замедление роста инвестиций в основной капитал и объемов экспорта (рис.13), а также снижение мировых цен на сырьевые товары. С учетом данных тенденций краткосрочные перспективы не выглядят оптимистично. В апреле Минэкономразвития РФ снизило свой прогноз роста ВВП в России в 2013 году с 3,6 до 2,4% (годовые темпы прироста ВВП по итогам 2012 года составили 3,4%). Прогнозные оценки МВФ выше, однако тоже снижаются: в апрельском прогнозе – с 3,7 до 3,4%. В мае прогноз роста ВВП России снизил ОЭСР (до 2,3% по сравнению с ожидавшимся ранее 3,8%).

Рисунок 13. Годовые темпы прироста экспорта и инвестиций в основной капитал (%)



Источник: Банк России, Росстат

Риски снижения объемов кредитования нефинансового сектора

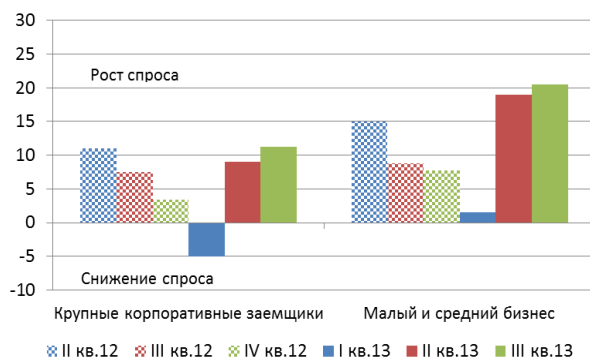
Замедление роста ВВП России происходит на фоне сокращения спроса на промышленную продукцию на внутреннем рынке и негативно отражается на прибыли российских предприятий. По данным Росстата, за I квартал 2013 года сальдированный финансовый результат предприятий без учета субъектов малого предпринимательства, банков, страховых организаций и бюджетных учреждений сократился на 29% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Из-за снижения прибыли многие российские предприятия сокращают планы инвестиционных вложений и, как следствие, объемы заимствований у кредитных организаций. Годовые темпы прироста кредитования нефинансового сектора замедлились до 13,6% на 1 мая 2013 года (рис.14). Хотя на протяжении последних нескольких кварталов риски снижения спроса на кредиты со стороны нефинансовых организаций повысились, в целом темпы прироста банковского кредитования сохраняются на достаточно высоком уровне. Более того, в III и IV кварталах 2013 года банки ожидают рост спроса на кредиты со стороны нефинансовых организаций (рис.15).

Рисунок 14. Годовые темпы прироста ВВП и объемов кредитования нефинансового сектора (%)



Источник: Банк России

Рисунок 15. Индексы изменения спроса основных категорий заемщиков на кредиты со стороны нефинансового сектора



Источник: Банк России