

ОБЗОР ГЛОБАЛЬНЫХ РИСКОВ

ЯНВАРЬ 2012

Долговой кризис в еврозоне усугубляется в условиях массового снижения суверенных рейтингов. Это во многом связано с тем, что переговоры властей Греции с кредиторами о частичном списании долга (посредством IIF) никак не увенчаются успехом. Рынок возлагает большие надежды на скорейшее урегулирование ситуации. Теперь все внимание приковано к Португалии, которая может пойти по пути Греции в случае ее дефолта. Португальские десятилетние облигации уже ставят рекорды по уровню доходности.

Кредитные риски



В Европе повысился уровень кредитных рисков после массового снижения рейтингов стран еврозоны и механизма EFSF рейтинговым агентством S&P. Наиболее резкий скачок в увеличении доходности десятилетних гособлигаций произошел в Португалии, из-за чего усилилось беспокойство относительно возможности ее дефолта. Хотя на очередном саммите ЕС большинство лидеров одобрили бюджетное соглашение, и было решено осуществить запуск постоянного стабфонда ESM на год раньше, проблема долга и рецессии в Европе остается неразрешенной с учетом пока еще не достигнутой договоренности Греции с кредиторами о частичном списании долга.

Рыночные риски



На мировых рынках доминируют позитивные настроения относительно ожиданий стоимости золота и нефти в 2012 году, несмотря на то, что ряд факторов, в числе которых ухудшение макроэкономической ситуации в еврозоне, может негативно отразиться на колебаниях цен этих активов. При этом на валютном рынке происходит рост спекулятивных операций с евро.

Риски ликвидности



На европейском рынке межбанковского кредитования наблюдается снижение напряженности, о чем свидетельствует динамика ставок денежного рынка. Восприятие рисков еврозоны инвесторами улучшилось за счет того, что ЕЦБ в конце декабря осуществил существенные вливания ликвидности. Тем не менее, риски нехватки финансирования сохраняются: в частности, происходит сокращение кредитования банков еврозоны со стороны США. В условиях повышенных рисков из-за кризиса в еврозоне и замедления глобального роста ФРС США продлила срок удержания низких ставок до конца 2014 года, и ряд стран Азии продолжают смягчение денежно-кредитной политики.

Риски потоков капитала



Несмотря на сохраняющуюся угрозу повышения волатильности потоков капитала, в январе наметилась тенденция к увеличению притока инвестиций в страны с формирующимися рынками, что, в частности, демонстрирует статистика по Индии.

Кредитные риски

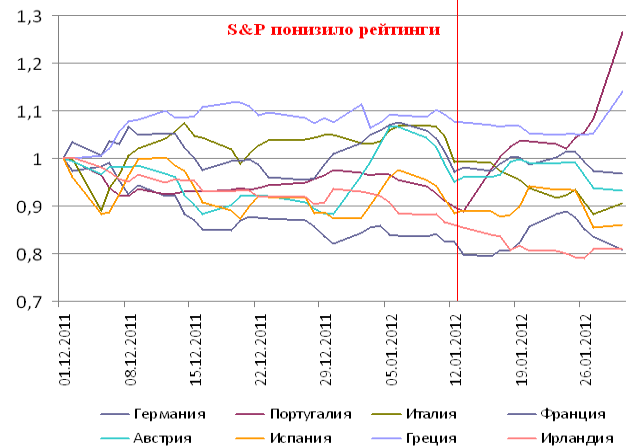
Массовое снижение рейтингов стран еврозоны

Рейтинговое агентство S&P 13 января понизило рейтинги 9 стран еврозоны, при этом Франция и Австрия лишились высшего кредитного статуса, а рейтинги Италии, Испании, Кипра и Португалии были понижены на 2 ступени. Вслед за ведущими экономиками региона на один пункт был снижен рейтинг Европейского механизма финансовой стабильности (EFSF). Умеренная реакция рынка на действия S&P, по словам главы ЕЦБ М. Драги, говорит о том, что возможное понижение рейтингов заранее закладывалось в цены. Исключением стала Португалия, доходность десятилетних гособлигаций которой резко выросла после заявления агентства и 30 января достигла рекордного уровня со времени введения евро – 17,36% (рис.1). Котировки пятилетних CDS Португалии также демонстрируют худшую среди стран еврозоны динамику (рис.2). Риск дефолта Португалии сейчас оценивается в 71%. Возможно, инвесторам придется пойти на списания по долговым обязательствам Португалии, также как и в случае с Грецией. 27 января вслед за решением S&P агентство Fitch снизило рейтинги Италии, Испании, Бельгии, Словении и Кипра, хотя инвесторы придают все меньше значения действиям рейтинговых агентств. В этой связи, открытым остается вопрос о том, насколько полезным для фондового рынка ЕС может стать местное рейтинговое агентство, создание которого прогнозируется политиками еврозоны в 2013 году.

Итоги саммита ЕС 30 января

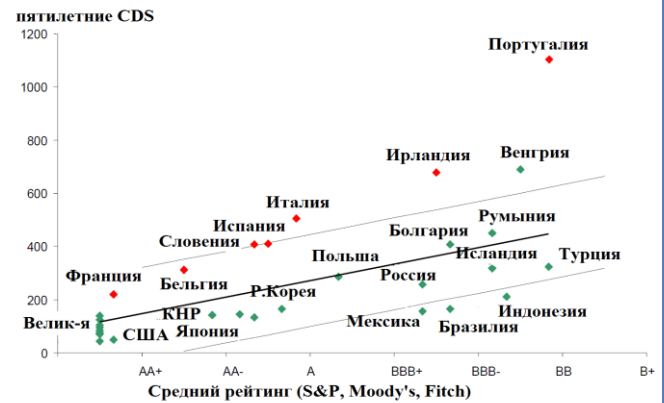
По итогам саммита ЕС было решено, что стабфонд ESM с капиталом в 500 млрд. евро начнет действовать с 1 июля 2012 года – на год раньше, чем ожидалось. Все члены ЕС, за исключением Великобритании и Чехии, также одобрили проект бюджетного соглашения, которое официально будет подписано на саммите в марте, а затем начнется процесс его ратификации. Соглашение предполагает ввод санкций против стран с дефицитом бюджета свыше 3% ВВП и определяет первичный дефицит на уровне 0,5% ВВП. Размер штрафа может составлять до 0,1% ВВП. Первичный дефицит проблемных стран еврозоны сейчас находится на очень высоком уровне, и его сокращение ожидается только к концу 2013 года (рис.3). Несмотря на эти меры, неразрешенной остается ситуация с Грецией, власти которой пока не договорились с кредиторами по поводу списаний по облигациям. Без этой сделки Афины не смогут получить очередной пакет финансовой помощи от ЕС в размере 130 млрд. евро.

Рисунок 1. Изменение доходности десятилетних гособлигаций стран еврозоны (в б.п.)



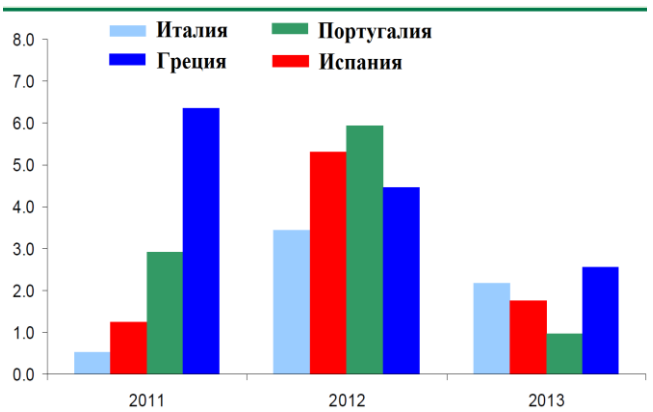
Источник: Reuters

Рисунок 2. CDS по пятилетним гособлигациям (б.п.) и рейтинги стран



Источник: BNP Paribas

Рисунок 3. Динамика первичного дефицита бюджета с учетом циклических корректировок в проблемных странах еврозоны (в % ВВП), прогноз BNP Paribas

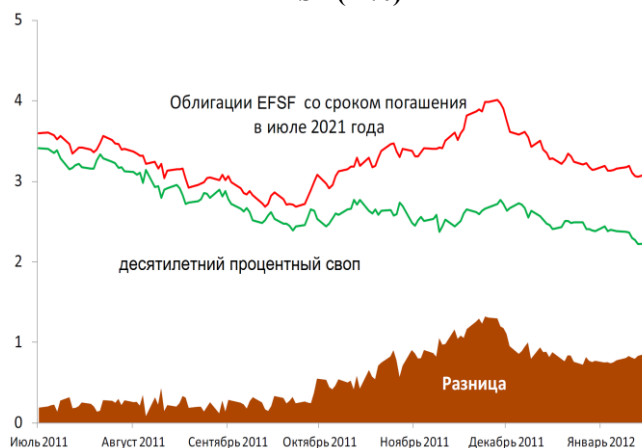


Источник: BNP Paribas

Проблемы функционирования механизма EFSF

Текущая модель функционирования временного антикризисного фонда EFSF испытывает довольно серьезное давление. Снижение наивысших рейтингов Австрии и Франции привело к тому, что эффективный объем ресурсов, которые фонд может использовать для финансирования проблемных стран, сократился до 271 млрд. евро (ранее возможности кредитования находились в пределах 440 млрд. евро). Кроме того, происходит увеличение спрэдов по инструментам EFSF (рис.4), а принятое в середине января решение агентства S&P о понижении наивысшего рейтинга механизма еще больше подрывает позиции фонда. Даже при реалистичных масштабах привлечения дополнительных заемных средств общий объем доступных ресурсов у EFSF, вероятнее всего, останется недостаточным, чтобы сдерживать рост спрэдов по суверенным инструментам. По оценкам МВФ на январь 2012 года, спрэды по CDS, заключенным на более чем две трети суверенной задолженности стран еврозоны, превысили 200 б.п. (рис.5). В таких условиях наднациональные органы ведут дискуссии относительно возможности увеличения общего объема механизмов финансирования проблемных стран еврозоны до 1,5 трлн. евро (1,98 трлн. долларов) после суммирования ресурсов европейских стабфондов (EFSF и ESM) и кредитных ресурсов МВФ.

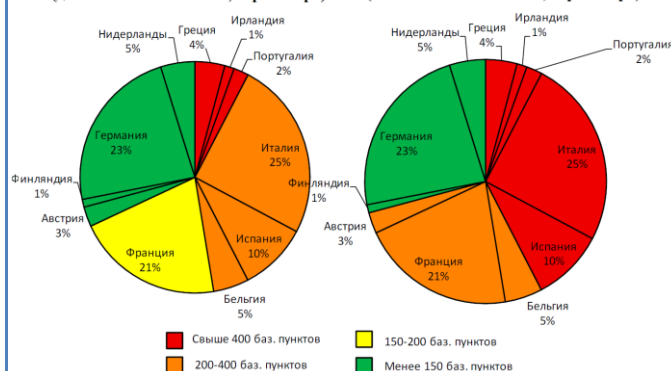
Рисунок 4. Доходность и спрэды по инструментам EFSF (в %)



Источник: Bloomberg

Рисунок 5. Спрэды по суверенным CDS

Спрэды на сентябрь 2011 г. (долг во 2 кв. 2011 г. в 6,9 трлн. евро) Спрэды на январь 2012 г. (долг во 2 кв. 2011 г. в 6,9 трлн. евро)

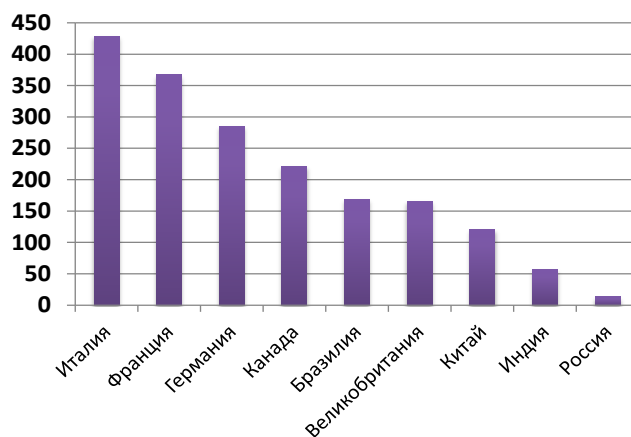


Источник: МВФ

Риски погашения суверенных долговых обязательств в 2012 году

Крупнейшим экономикам мира (странам Большой семерки и БРИК) в 2012 году предстоит погасить суверенные долговые обязательства на сумму более 7,6 трлн. долларов. С учетом процентных выплат по облигациям объем долга, который необходимо рефинансировать этим странам, превышает 8 трлн. долларов. При этом большинству государств, возможно, придется столкнуться с увеличением стоимости заимствования. Основные опасения касаются середины года, когда наиболее явно могут проявиться последствия ослабления мировой экономики. Японии необходимо рефинансировать долги на 3 трлн. долларов, США – на 2,8 трлн. долларов, показатели по другим странам представлены на рис.6.

Рисунок 6. Объем долговых обязательств к погашению в 2012 году по странам (в млрд. долларов)



Источник: Bloomberg

Рыночные риски

Прогноз стоимости нефти и золота в 2012 году

Несмотря на замедление роста мировой экономики и повышение волатильности на рынках, стоимость золота и нефти в 2011 году оставалась достаточно устойчивой. Эти активы остаются наиболее надежными и прибыльными среди разных классов активов в условиях роста несклонности инвесторов к риску. К концу текущего года аналитические агентства ожидают рост цен на нефть марки Brent до 115 долларов за баррель и рост стоимости золота до 1900 долларов за унцию (табл.1). При этом следует отметить, что золото в отличие от нефти меньше подвержено рискам, связанным с дальнейшим ухудшением макроэкономической ситуации в еврозоне, что, скорее всего, и станет причиной более устойчивого увеличения его стоимости в среднесрочной перспективе. В свою очередь, росту цен на нефть в 2012 году может поспособствовать усиление геополитических рисков на Ближнем Востоке и повышение спроса со стороны Японии, вынужденной замещать сокращение производства в отрасли ядерной энергетики. С точки зрения формирования спроса на нефть немалозначима тенденция роста доли развивающихся стран по сравнению с развитыми экономиками на протяжении последних нескольких лет (рис.7), с учетом того, что эти страны сохраняют более высокие темпы роста.

Рост операций carry-trade с евро

Операции carry-trade с евро становятся все более прибыльной торговой стратегией на валютном рынке на фоне усилий ЕЦБ по предотвращению рецессии в Европе. В ноябре и декабре прошлого года ЕЦБ дважды понижал ключевую процентную ставку, что отразилось на снижении стоимости единой валюты и еще больше способствовало росту операций carry-trade с евро (рис.8). По данным Bloomberg, сделки carry-trade, в рамках которых инвесторы привлекали заимствования в евро, а затем вкладывали полученные средства в валюты Австралии, Бразилии, Мексики, Южной Африки и Южной Кореи, принесли доход на уровне 8% за последние три месяца. Аналогичные сделки с долларом обеспечили прибыль в размере 1%.

Таблица 1. Прогноз цены нефти марки Brent и золота в 2012 году (сводный прогноз аналитических агентств)

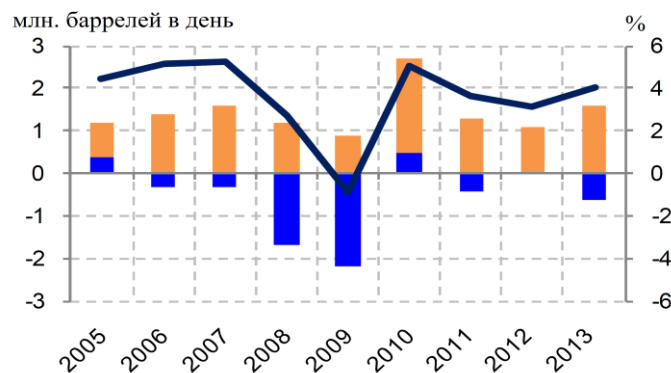
	Текущий уровень	1 кв. 2012	2 кв. 2012	3 кв. 2012	4 кв. 2012
Цена нефти марки Brent (долларов за баррель)	112,2	105	106	111,	115
Цена золота (долларов за унцию)	1738	1712	1775	1840	1900

Источник: Bloomberg

Рисунок 7. Динамика спроса на нефть со стороны развитых и развивающихся стран

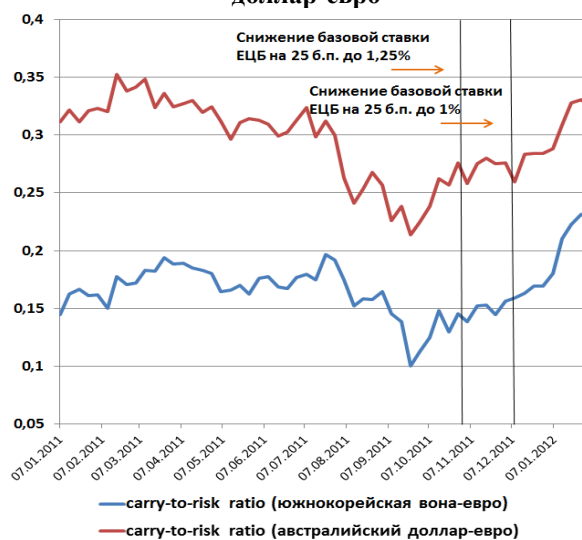
(2011 год – оценка, 2012 и 2013 гг. – прогноз)

- Страны, не входящие в ОЭСР (левая ось)
- Страны ОЭСР (левая ось)
- Динамика мирового ВВП (правая ось)



Источник: IEA, Deutsche Bank

Рисунок 8. Динамика коэффициента carry-to-risk ratio¹ для пар южнокорейская вона-евро и австралийский доллар-евро



Источник: Bloomberg

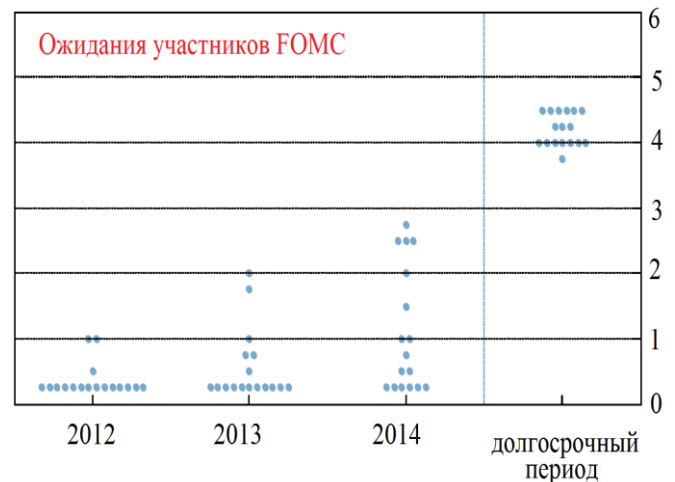
¹ Carry-to-risk ratio – соотношение разницы в процентных ставках по межбанковским кредитам на три месяца и подразумеваемой волатильности трехмесячных валютных опционов.

Риски ликвидности

Продолжение стимулирующего курса ДКП

Центральные банки придерживаются скорее либерального, чем ужесточающего курса денежно-кредитной политики. ЕЦБ в январе сохранил ключевую ставку на уровне 1% годовых после двух снижений подряд на фоне признаков улучшения ситуации на рынке МБК. ФРС США также оставила без изменений целевой диапазон базовой ставки 0-0,25%, но при этом продлила срок сохранения ставки на низком уровне до конца 2014 года (рис.9). Ранее регулятор обещал удерживать низкие ставки до середины 2013 года. Из-за нарастания внутренних проблем Резервный банк Индии впервые с 2009 года объявил о снижении нормы резервирования для банков с 6% до 5,5%, а также просигнализировал о возможности снижения процентных ставок с целью поддержания роста. Народный банк Китая увеличил предоставление средств по 14-дневным операциям РЕПО. Хотя совокупная сумма вливаний посредством РЕПО оценивается как эквивалент снижения нормы резервирования на 75 б.п., рынок продолжает ждать снижения нормативов в ближайшее время.

Рисунок 9. Ожидаемое значение ключевой процентной ставки ФРС в 2012-2014 гг. (в %)



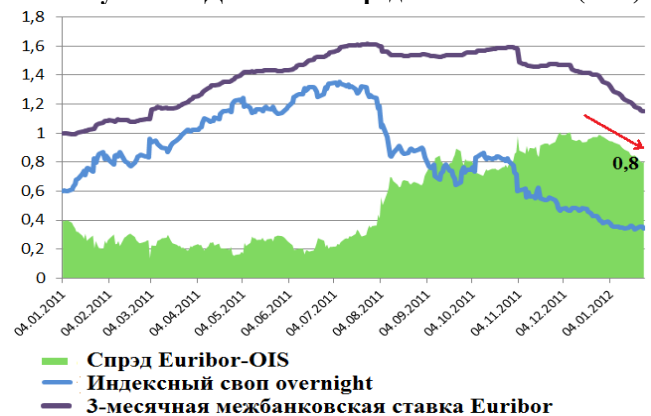
Значения представлены по итогам заседания Комитета ФРС по операциям на открытом рынке (FOMC) 25 января и отражают индивидуальные ожидания участников Комитета.

Источник: ФРС США

Ситуация на европейском рынке МБК

Недавние меры центральных банков по пополнению ликвидности банковской системы в условиях долгового кризиса в Европе, в частности предоставление трехлетнего рефинансирования европейским банкам со стороны ЕЦБ на рекордную сумму 489 млрд. евро в декабре 2011 года, оказали положительное влияние на рыночные настроения. Об этом свидетельствует снижение спреда Euribor-OIS на 20 б.п. за последние два месяца (рис.10). Сокращение разницы между ставками по кредитам в евро на три месяца и индексными свопами overnight указывает на увеличение объемов ликвидности на европейском рынке МБК. В начале декабря 2011 года значение этого показателя достигло максимального уровня с апреля 2009 года. Несмотря на эти улучшения, некоторая напряженность на рынке МБК сохраняется. Одним из негативных факторов является резкое сокращение кредитования банков еврозоны фондами денежного рынка США (рис.11), которое побудило банки осуществлять продажи долларовых активов. В настоящее время стоимость заимствований на многих рынках остается выше, чем во время кризиса Lehman Brothers.

Рисунок 10. Динамика спреда Euribor-OIS (в %)



Источник: Bloomberg

Рисунок 11. Открытые позиции первичного денежного рынка США по отношению к банкам



Источник: МВФ, Fitch

Риски потоков капитала

Рост привлекательности формирующихся рынков

В нынешних условиях повышенных рисков и замедления роста глобальной экономики страны с формирующимися рынками сталкиваются с проблемой снижения внешнего спроса со стороны развитых экономик. Однако, несмотря на сохраняющуюся угрозу повышения волатильности потоков капитала, в январе наметилась тенденция к небольшому увеличению притока инвестиций в акции и облигации этой группы стран (рис.12). Индекс MSCI Emerging Markets в январе вырос на 11% после падения на 21% в прошлом году. По данным Bloomberg, акции, входящие в этот индекс, торгуются с коэффициентом 10 к прогнозной прибыли компаний-эмитентов, что ниже среднесуточного показателя за последние четыре года, который составляет более 12. По финансовым коэффициентам оценки акций развивающихся стран выглядят очень привлекательно. Кроме того, коэффициент «цена-прибыль» для акций стран с формирующимися рынками, отслеживаемых индексом MSCI Emerging Markets, по сравнению с аналогичным показателем фондового индекса развитых стран MSCI World Index в настоящий момент находится у минимальных уровней (рис.13).

Рисунок 12. Чистые потоки фондов в страны с формирующимися рынками (в млрд. долларов, недельные значения)



Источник: МВФ, EPFR Global

Рисунок 13. Спрэд между коэффициентами «цена-прибыль» для акций индекса MSCI Emerging Markets и MSCI World Index

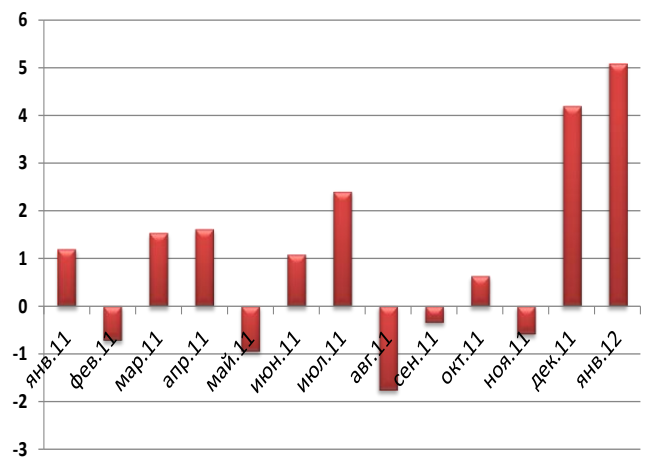


Источник: Bloomberg

Рост притока капитала в Индию

Стимулирующие меры денежно-кредитной политики, реализованные Резервным банком Индии в январе для поддержания экономического роста, несколько улучшили макроэкономическую ситуацию в стране. В частности, снижение нормы резервирования отразилось на укреплении индийской рупии в текущем месяце на 7,5%, что является наилучшим показателем среди азиатских стран. Кроме того, увеличился приток иностранных инвестиций: по данным Совета по ценным бумагам и биржам Индии на конец января, чистый приток инвестиций в акции и долговые инструменты за последний месяц составил более 5 млрд. долларов (рис.14). За весь 2011 год этот показатель достиг 8,3 млрд. долларов.

Рисунок 14. Чистый приток/отток капитала в Индии (в млрд. долларов)



Источник: Совет по ценным бумагам и биржам Индии

Риски России

Риски контрциклической экономической политики

В конце января МВФ понизил прогноз роста российской экономики в 2012 и 2013 годах на 0,8 и 0,5 п.п. до 3,3 и 3,5 процентов ВВП соответственно. В условиях ожидаемого ухудшения экономической конъюнктуры планируемое Минфином России ослабление бюджетной политики (табл.2) будет сдерживать замедление роста экономики, но в то же время повлечет за собой дополнительные риски бюджетной неустойчивости из-за высокой доли нефтяной составляющей в общих доходах бюджета. В этой связи, по мнению ДФС, для планирования контрциклической экономической политики интерес может представлять опыт Бразилии, которая, несмотря на схожую с Россией динамику темпов снижения реального выпуска, продолжает ужесточение фискальной политики (рис.15). В качестве основного контрциклического механизма Бразилия использует денежно-кредитную политику и активно снижает процентные ставки - в течение последних шести месяцев целевые ставки снижались 4 раза в совокупности на 200 б.п., тогда как в России - 1 раз на 25 б.п. Таким образом, бюджетные риски в России целесообразно сдерживать за счет дальнейшей либерализации денежно-кредитной политики.

Риски на рынке федеральных ценных бумаг

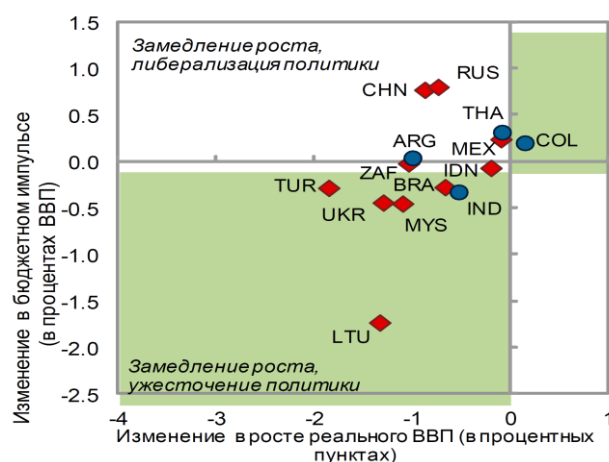
Стимулирующие меры фискальной политики Минфин России планирует осуществлять при масштабном выпуске федеральных ценных бумаг. В соответствии с «Основными направлениями долговой политики Российской Федерации на 2012 – 2014 гг.» рынок внутренних федеральных заимствований будет в ближайшие годы основным источником финансирования бюджетного дефицита и, как предполагается, обеспечит поступления на уровне около 1,5 трлн. руб. ежегодно. Вместе с тем, столь значительный ускоренный рост внутренних займов будет возможно обеспечить лишь посредством повышения емкости рынка за счет допуска на него внешних инвесторов. В настоящее время доля нерезидентов составляет около 3% (рис.16). С учетом планов Минфина России по либерализации рынка в 2012 году можно ожидать роста на нем доли нерезидентов и вероятного повышения рисков уязвимости к внешним шокам.

Таблица 2. Динамика доходов и расходов федерального бюджета в 2010-2014 годах (в % ВВП)

			Проект		
	2010	2011	2012	2013	2014
Доходы	18,5	19,3	18,5	18,4	18,0
в том числе:					
Нефтегазовые	8,5	9,8	8,6	8,2	7,7
Ненефтегазовые	10,0	9,5	9,9	10,2	10,3
Расходы	22,5	20,7	21,2	21,2	20,3
Дефицит	-4,0	-1,3	-2,7	-2,7	-2,3

Источник: Минфин России

Рисунок 15. Изменение в бюджетном импульсе² и рост реального ВВП в 2012 году (оценка МВФ)



Источник: МВФ

Рисунок 16. Динамика доли нерезидентов на рынке федеральных ценных бумаг



Источник: Банк России

² Бюджетный импульс – разница между скорректированными с учетом циклических колебаний первичными сальдо бюджета за 2011 и 2012 годы. Знак минус указывает на ужесточение бюджетной политики.