

ОБЗОР ГЛОБАЛЬНЫХ РИСКОВ

ИЮЛЬ 2013

С учетом недавней турбулентности на финансовых рынках лидеры стран «Группы двадцати» на июльском саммите в Москве обозначили необходимость повышения предсказуемости денежно-кредитной политики среди наиболее приоритетных задач. В связи с этим, важнейшим событием месяца стало заявление ЕЦБ о сохранении низкого уровня процентных ставок в течение длительного периода времени (регулятор впервые в истории озвучил временные ориентиры политики). Благодаря данному заявлению и подтверждению курса реализации стимулирующих мер ФРС США удалось предотвратить дальнейшее ухудшение ситуации на рынках. Перспективы глобального роста экономики, однако, по-прежнему не выглядят оптимистично: МВФ ожидает, что в 2013 году темпы прироста мирового ВВП останутся на уровне предшествующего года. Это во многом связано с тем, что мировая экономика теряет в лице Китая важный драйвер, способный содействовать ее быстрому восстановлению.

Кредитные риски



В июле **сохранялся повышенный уровень премий за риск** как на суверенных, так и на частных рынках заимствований. При этом произошел разворот кривой доходности в направлении роста долгосрочных ставок по суверенным бумагам США и Германии, что отражает усиление ожиданий роста стоимости заимствований и является неблагоприятным фактором для проблемных стран еврозоны. В проблемных странах ситуация с долговой устойчивостью по-прежнему осложняется необходимостью проведения бюджетной консолидации. Негативный фон создают действия рейтинговых агентств – понижены кредитные рейтинги Франции, Италии и Европейского фонда финансовой стабильности.

Рыночные риски



Хотя **индексы американских и европейских акций вернулись к направлению роста**, констатировать явное улучшение настроений у участников рынка нельзя. Оценки перспектив развития глобальной экономики ухудшаются с каждым месяцем (МВФ ожидает сохранения темпов прироста мирового ВВП по итогам 2013 года на уровне предшествующего года). При этом усиливается негативное влияние китайского фактора – одна из крупнейших экономик развивающегося мира демонстрирует все более существенное замедление роста.

Риски ликвидности



Регуляторам **удалось избежать роста процентных ставок на денежных рынках**: ФРС США принял решение продолжать выкуп активов в установленных объемах, а ЕЦБ сделал беспрецедентное заявление о сохранении ставок на низком уровне «в течение длительного периода времени» (регулятор впервые в истории озвучил временные ориентиры политики). Крупнейшие развивающиеся страны (кроме Китая) в условиях усиления рисков обесценения национальных валют перешли к ужесточению процентной политики. Китай проводит полномасштабные реформы по реструктуризации экономики.

Риски потоков капитала



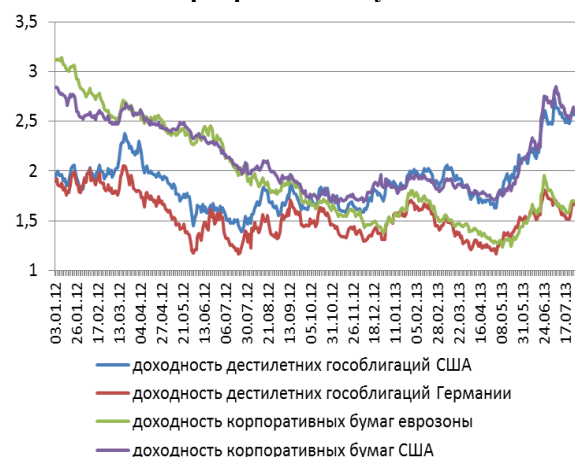
На фоне заявлений ФРС США и ЕЦБ в июле наблюдалось **снижение оттока капитала из фондов ценных бумаг развивающихся стран**. Уязвимость многих развивающихся экономик к рискам оттока капитала, однако, усиливается, что особенно явно демонстрирует пример Индии, где в последние годы существенно возросли потребности во внешнем финансировании.

Кредитные риски

Риски увеличения стоимости заимствований

В июле на фоне возросших в предшествующие месяцы ожиданий сворачивания стимулирующих программ ФРС США сохранялся повышенный уровень премий за риск как на суверенных, так и на частных рынках заимствований (рис.1). При этом продолжилось расширение спреда между доходностями долгосрочных и краткосрочных гособлигаций США и Германии. Более резкий разворот кривой доходности в направлении роста долгосрочных ставок (рис.2) свидетельствует об усилении рыночных ожиданий роста стоимости заимствований, что особенно неблагоприятно для проблемных стран еврозоны. При этом в еврозоне ситуация с долговой устойчивостью по-прежнему осложняется необходимостью проведения бюджетной консолидации. Хотя в Португалии политический кризис в июле был преодолен благодаря сохранению коалиционного правительства, власти страны были вынуждены обратиться к международным кредиторам с просьбой отложить на август оценку выполнения страной условий программы помощи объемом 78 млрд. евро. В Греции выделение каждого нового кредитного транша привязано к принятию болезненных шагов по сбалансированию бюджета (властям пришлось одобрить очередной пакет мер, включающий в себя шаги по сокращению зарплат в бюджетном секторе). Кроме того, негативный фон создают действия рейтинговых агентств. Агентство Fitch снизило долгосрочный кредитный рейтинг Франции с высшего уровня AAA до AA+ (Fitch оставалось единственным агентством «тройки» (Moody's, S&P, Fitch), сохранявшим рейтинг второй экономики еврозоны на высшем уровне). Далее последовало снижение рейтинга Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF), который зависит от поступлений со стороны государств еврозоны, до уровня AA+ с высшей отметки. Агентство S&P понизило кредитный рейтинг Италии до BBB с BBB+ из-за ожидаемого ухудшения экономической ситуации и слабой финансовой системы. Все вышперечисленные факторы являются очередным напоминанием того, что кризис в еврозоне еще далек от завершения. Вместе с тем, европейские регуляторы продолжают методичное воплощение реформ по созданию единой системы надзора за банковской системой в целях финансовой стабильности. В июле Европейская комиссия представила свои предложения по функционированию единого европейского механизма финансового оздоровления банков (Single Resolution Mechanism, SRM) (рис.3).

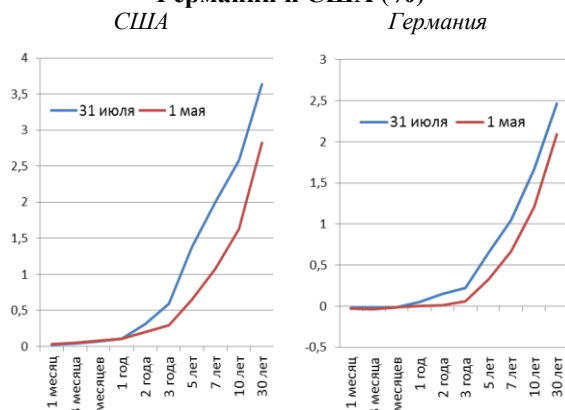
Рисунок 1. Динамика доходностей суверенных и корпоративных бумаг*



*средняя доходность корпоративных бумаг с рейтингами от ВВВ до ААА

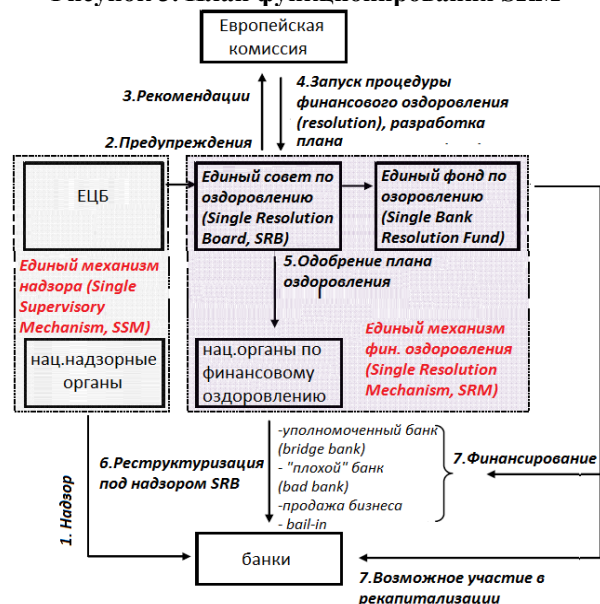
Источник: Reuters Datastream

Рисунок 2. Кривые доходностей гособлигаций Германии и США (%)



Источник: Bloomberg

Рисунок 3. План функционирования SRM



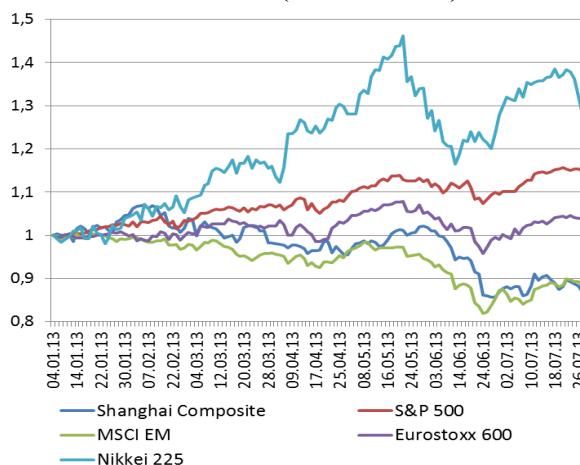
Источник: Европейская комиссия

Рыночные риски

Смешанные тенденции на фондовых рынках

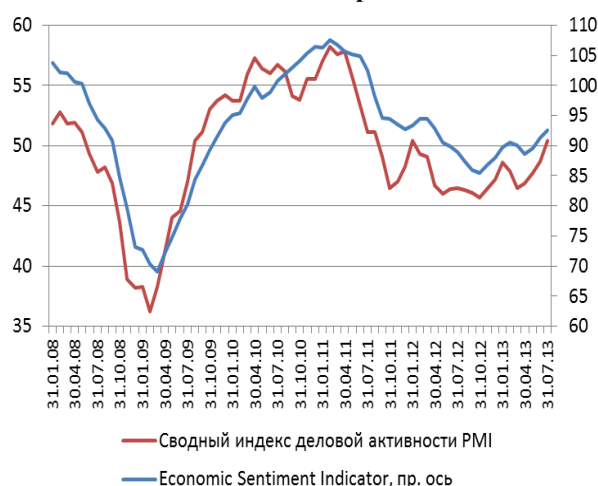
В июле на мировых фондовых рынках наблюдались смешанные тенденции. С одной стороны, на фоне заверений Б. Бернанке, что ФРС США продолжит реализацию стимулирующих мер, а также решения ЕЦБ сохранять процентные ставки на низком уровне «в течение длительного периода времени» возобновился рост индексов американских и европейских акций: S&P 500 вырос на 4,4%, Eurostoxx 600 – на 3,7% (рис.4). Рост индексов европейских акций при этом сопровождался улучшением ряда макроэкономических показателей. В частности, сводный индекс деловой активности еврозоны PMI в июле превысил отметку в 50 пунктов впервые за 1,5 года, что говорит о некотором повышении активности в экономике региона (рис.5). С другой стороны, в развивающихся странах из-за замедления роста экономики Китая фондовые рынки не демонстрировали явного улучшения настроений у участников (MSCI Emerging Markets вырос на 1,3%). Ухудшающаяся в 2013 году экономическая ситуация в Китае вызывает все большее беспокойство, хотя власти предпринимают все усилия для достижения сбалансированного экономического подъема (в стране началось проведение масштабных финансово-экономических реформ, имеющих целью осуществление реструктуризации экономики и содействие оптимальному распределению ресурсов, в том числе за счет поддержки малого и среднего бизнеса). Согласно данным Государственного бюро статистики, прирост ВВП Китая в I квартале составил 7,7%, а во II квартале снизился до 7,5% в годовом исчислении. Официальный прогноз китайского правительства на этот год составляет 7,5%. Если китайская экономика будет замедляться дальше, это будет иметь серьезные последствия для многих секторов мировой промышленности. Объем экспорта страны в июне неожиданно просел на 3,1% в годовом исчислении – это самый худший показатель со времен глобального финансового кризиса 2008-2009 годов (рис.6). Таким образом, несмотря на признаки улучшения экономической ситуации в США и в небольшой степени в Европе, оценки перспектив развития глобальной экономики ухудшаются с каждым месяцем, что во многом связано с замедлением роста одной из крупнейших экономик развивающегося мира – Китая. МВФ в июле уже в третий раз за год понизил прогноз роста мирового ВВП в 2013 году. Ожидается, что темпы роста мировой экономики останутся на уровне 2012 года – 3,1% (против 3,3% согласно апрельской оценке).

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



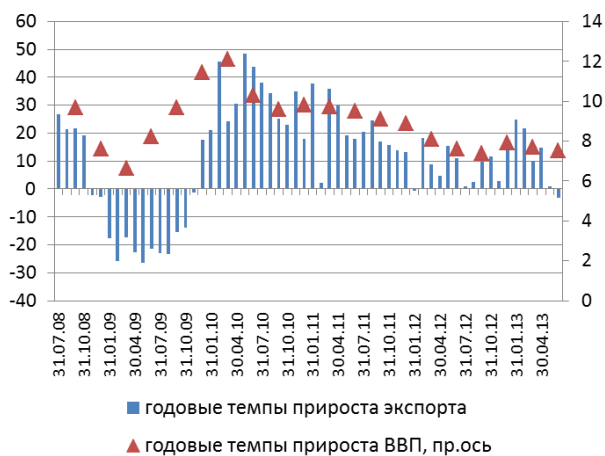
Источник: Bloomberg

Рисунок 5. Динамика индексов деловой активности еврозоны



Источник: Bloomberg

Рисунок 6. Динамика годовых темпов прироста ВВП и экспорта Китая (%)



Источник: Reuters

Риски ликвидности

Повышение предсказуемости политики центральных банков в развитых странах

Один из ключевых вопросов заседания «Группы 20» в июле касался рисков сворачивания мягкого курса денежно-кредитной политики (ДКП) в развитых странах. С учетом недавней турбулентности на финансовых рынках после противоречивых заявлений Б. Бернанке о сворачивании программы количественного смягчения (скорректированных в июле)¹ была отмечена необходимость предсказуемости политики. В последние годы центральные банки все более активно используют подход forward guidance, обозначающий условия, до достижения которых политика не будет ужесточаться (табл.1). Целью данного подхода является эффективное управление ожиданиями финансовых рынков. Так, беспрецедентным событием месяца стало заявление ЕЦБ о сохранении процентных ставок на низком уровне «в течение длительного периода времени». По сути, данная формулировка означает, что регулятор отходит от традиционного подхода к ДКП, не предполагающего указания будущих ориентиров (no-precommitment policy). Более того, глава ЕЦБ М. Драги поддержал идею публикации протоколов заседаний Совета управляющих, что должно способствовать повышению прозрачности политики регулятора. Если, однако, ЕЦБ хочет, чтобы политика forward guidance была эффективной, в будущем необходимо будет более конкретно определять ориентиры изменения ставок.

Ужесточение политики в развивающихся странах

Крупнейшие развивающиеся страны в 2013 году начали проводить ужесточение ДКП. Базовые процентные ставки были повышены центральными банками в Бразилии (трижды) и Индонезии (дважды), а в Турции и Индии повышены ставки на срок «овернайт» (табл.2). Страны повышают ставки с целью предотвратить обесценение национальных валют (рис.7), что, однако, происходит в ущерб экономическому росту, свидетельствуя о сложности сложившейся ситуации. Китай реализует меры по либерализации процентных ставок: отменены минимальный уровень ставок по кредитам финансовых организаций (70% размера базовой ставки) и предельный уровень ставок по кредитам сельскохозяйственных кооперативов (230% от базовой ставки); дифференциация ипотечных ставок сохраняется.

Таблица 1. Меры ДКП в рамках подхода forward guidance

Резервный банк Новой Зеландии 1997, прогноз базовой ставки	Резервный банк Новой Зеландии первый из ЦБ начал публикацию регулярных прогнозов базовой ставки
Банк Японии 2001, целевые показатели	Проведение количественного смягчения, пока ИПЦ не стабилизируется у нуля или не начнется рост показателя в годовом исчислении
Центральный банк Норвегии 2005, прогноз базовой ставки	Публикация прогноза по базовой ставке на три года
Банк Швеции (Риксбанк) , 2007, прогноз базовой ставки	Публикация прогноза по базовой ставке на три года
Банк Канады , 2009, временной ориентир (с указанием конкретной даты)	Учитывая перспективы роста инфляции, ожидается сохранение базовой ставки на текущем уровне до конца II квартала 2010 г.
ФРС США 2003, 2008, 2009 временной ориентир (без указания даты)	Сделаны заявления о том, что стимулирующий курс будет сохраняться в течение значительного периода времени
ФРС США 2011, 2012 временной ориентир (с указанием даты)	В августе 2011 г. в заявлении FOMC было указано, что сохранение низкого уровня процентных ставок гарантируется до, по меньшей мере, середины 2013 г.; в январе 2012 г. временной ориентир сдвинут до конца 2014 г. и в сентябре 2012 г. – до середины 2015 г.
ФРС США 2012, целевые показатели	Привязка уровня ставок к макроэкономическим индикаторам: базовая ставка будет сохраняться в диапазоне от 0 до 0,25% до тех пор, пока безработица не опустится ниже 6,5%, а инфляция не превысит 2,5% в ближайшие один-два года при таргетируемых на долгосрочную перспективу 2%
Банк Японии 2013, временной ориентир (с указанием даты)	В апреле был установлен временной горизонт в 2 года для достижения целевого уровня инфляции в 2% с помощью регулирования объемов денежной базы отказ от базовой ставки «овернайт» как основного инструмента ДКП
ЕЦБ 2013, временной ориентир	В июле ЕЦБ заявил о сохранении процентных ставок на низком уровне в течение длительного периода времени. 1 августа М. Драги дал понять, что речь идет о сроке до середины 2014 г.

Источник: сайты центральных банков

Таблица 2. Действия центральных банков развивающихся стран по повышению ставок

Центральный банк Бразилии	Базовая процентная ставка повышена: 18.04.2013 – с 7,25 до 7,5%; 30.05.2013 – с 7,5 до 8%; 11.07.2013 – с 8 до 8,5%
Центральный банк Индонезии	Базовая процентная ставка повышена: 13.06.2013 – с 5,75 до 6%; 11.07.2013 – с 6 до 6,5%
Центральный банк Турции	Процентная ставка на срок «овернайт» повышена 23.07.2013 с 6,5 до 7,25%. Ключевая ставка по операциям РЕПО сохранена на уровне 4,5%
Резервный банк Индии	Процентная ставка на срок «овернайт» повышена 15.07.2013 с 8,25 до 10,25%. Ключевая ставка по операциям РЕПО сохранена на уровне 7,25%.

Источник: сайты центральных банков

Рисунок 7. Динамика курсов валют (национальных валют за 1 доллар США), 02.01.2013 = 1



Источник: Bloomberg

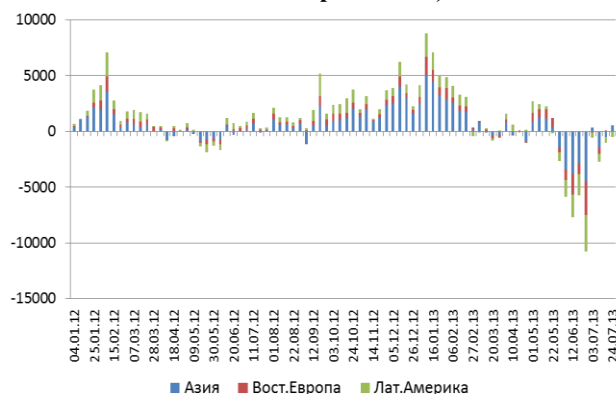
¹ Б. Бернанке заявил, что программа выкупа облигаций не следует заранее установленному курсу, и ее объем может быть быстро уменьшен или увеличен в зависимости от экономических условий. На заседании Комитета по открытому рынку (FOMC) было принято решение продолжать реализацию программы в установленных объемах.

Риски потоков капитала

Замедление оттока капитала из фондов развивающихся стран

Благодаря заявлениям ФРС США и ЕЦБ ситуация на рынках капитала в июле несколько улучшилась. Чистый отток капитала из фондов акций и облигаций развивающихся стран замедлился до заметно меньших размеров в сравнении с предшествующим месяцем: за период с 26 июня по 24 июля показатель составил 3,8 млрд. долл. США (рис.8). Риски роста волатильности потоков капитала, однако, по-прежнему высоки. Если ФРС США все же приступит к сворачиванию программы количественного смягчения, инвесторы будут отдавать предпочтение странам с устойчивым ростом экономики, нежели нестабильно развивающимся странам.

Рисунок 8. Динамика вложений в фонды развивающихся стран (еженедельные значения, млн. долларов США)

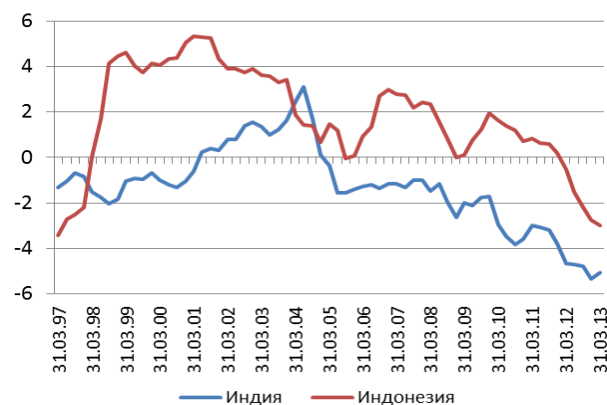


Источник: EPFR

Наиболее уязвимые страны

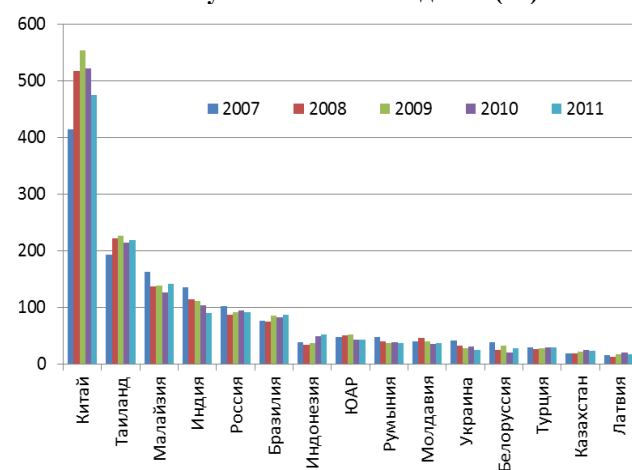
Среди азиатских стран экономики Индии и в меньшей степени Индонезии могут оказаться наиболее чувствительными к рискам внезапного оттока капитала из-за возрастающих потребностей во внешнем финансировании, в том числе для покрытия дефицита текущего счета платежного баланса. В настоящее время показатели дефицита текущего счета в этих странах превышают значения, наблюдавшиеся во время азиатского финансового кризиса 1997 года (рис.9), свидетельствуя о том, что негативные последствия кризиса могут быть еще более значительными, чем в тот период. Среди развивающихся стран других регионов следует отметить Бразилию, Турцию и ЮАР, где дефицит текущего счета также увеличивается, составляя достаточно большую величину. Другим важным показателем устойчивости стран к рискам оттока капитала является коэффициент покрытия совокупного внешнего долга (частного и государственного секторов) накопленными международными резервами. Существенное снижение показателя с момента кризиса 2008-2009 годов наблюдается в Китае и Индии. При этом, если в Китае снижение показателя пока не вредит внешнеэкономической устойчивости страны ввиду того, что ее резервы в разы превышают внешние обязательства, то в Индии снижение соотношения ниже 100% на фоне дефицита текущего счета может служить тревожным сигналом (рис.10).

Рисунок 9. Динамика дефицита текущего счета платежного баланса Индии и Индонезии (% ВВП)



Источник: Bloomberg

Рисунок 10. Соотношение международных резервов и совокупного внешнего долга (%)



Источник: Всемирный банк

Риски России

Меры по повышению эффективности трансмиссионного механизма ДКП

На фоне ухудшающихся перспектив развития глобальной экономики МВФ в июле понизил прогноз по темпам прироста ВВП России: в 2013 году ожидается снижение показателя до 2,5%, в 2014 году – до 3,3% (рис.11). В этих условиях особенно важным становится обеспечить эффективность процентной политики с тем, чтобы усилить действенность процентного канала трансмиссионного механизма ДКП. С учетом повышенного спроса на ликвидность (рис.12) Банк России начал проведение аукционов по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами или поручительствами, по плавающей ставке на срок 12 месяцев (минимальная ставка с 15 июля установлена на уровне 5,75%). Новые аукционы, во-первых, позволят увеличить четкость сигнала процентной политики за счет того, что изменения процентных ставок будут транслироваться в изменение стоимости средств, ранее выданных Банком России кредитным организациям. А во-вторых, приведут к снижению объема рыночного обеспечения, находящегося в залоге по операциям рефинансирования Банка России, что повысит действенность рынка межбанковского кредитования (с этой же целью Банк России расширил перечень нерыночных активов, под залог которых предоставляется кредитование, включив в него, в том числе, требования стратегических предприятий). В целом, указанные решения направлены на повышение управляемости ставками денежного рынка.

Меры по ограничению рисков роста потребительского кредитования

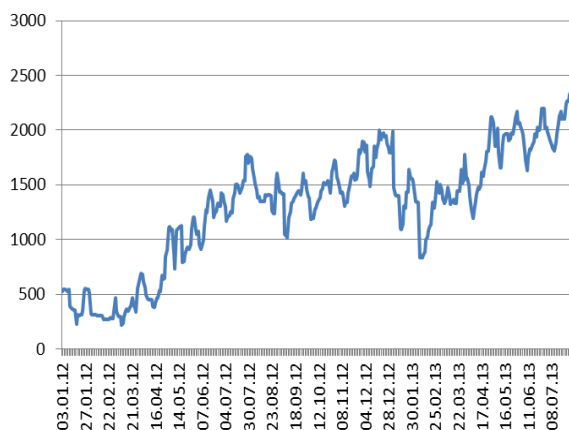
С 1 июля 2013 года вступили в силу повышенные коэффициенты риска по необеспеченным потребительским кредитам с высокими значениями полной стоимости кредита. Мера была введена Банком России с целью ограничения рисков роста потребительского кредитования (рис.13). В дальнейшем, в зависимости от эффективности данной меры, Банк России не исключает возможности введения дополнительных ограничительных мер: ограничение максимальной полной стоимости потребительских кредитов и введение макропруденциальных показателей – отношения долга к доходам (debt-to-income ratio, DTI) и отношения стоимости получаемого кредита к стоимости обеспечения (loan-to-value ratio, LTV).

Рисунок 11. Оценка темпов прироста ВВП России в 2013 и 2014 годах (%)



Источник: МВФ

Рисунок 12. Задолженность кредитных организаций перед Банком России по операциям РЕПО, млрд. руб.



Источник: Банк России

Рисунок 13. Кредиты и прочие средства, предоставленные физическим лицам



Источник: Банк России