



ОБЗОР ГЛОБАЛЬНЫХ РИСКОВ

Глобальные экономические перспективы остаются весьма неопределенными. Хотя многие рыночные показатели стабилизируются, ситуация может быстро измениться. Факторами неопределенности выступают: ожидание окончательного выхода ФРС США из программы количественного смягчения и последующего ужесточения денежно-кредитной политики, риски перегрева на фондовом рынке США, отсутствие очевидных источников экономического роста в развивающихся странах, риски его дальнейшего замедления в Китае на фоне первых корпоративных дефолтов и, наконец, эскалация геополитических рисков в связи с ситуацией на Украине.

Основные события в марте 2014 г.

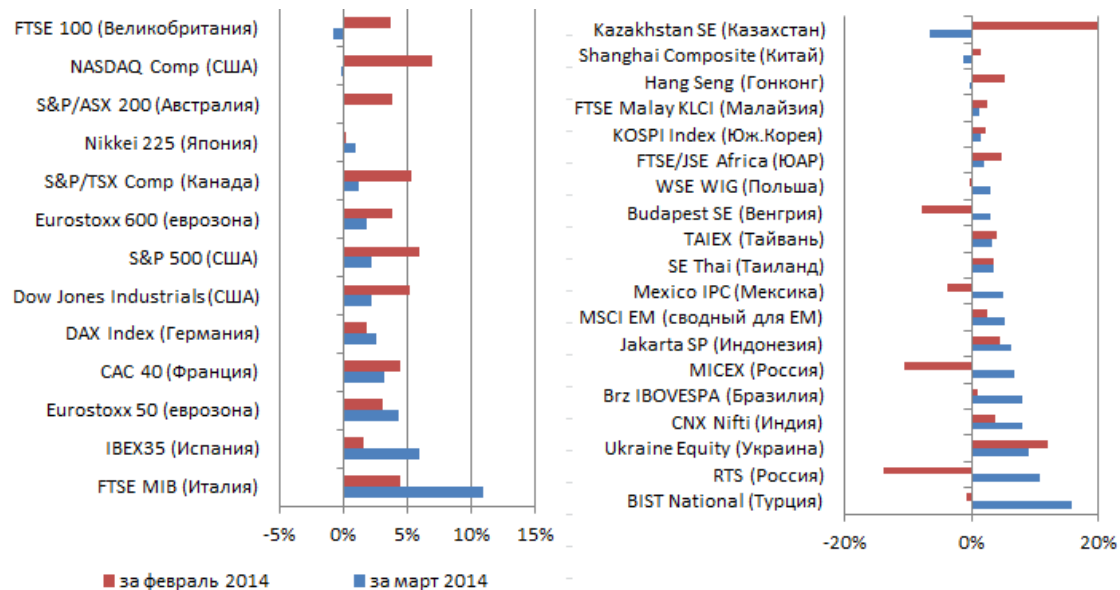
6 марта	Европейский союз (ЕС) по итогам внеочередного саммита объявил о готовности выделить финансовую помощь Украине в размере 11 млрд. евро.
7 марта	Состоялся первый корпоративный дефолт на финансовом рынке Китая: компания Shanghai Chaori Solar Energy Science & Technology Co, производящая оборудование для солнечной энергетики, объявила о частичном дефолте по выпущенным облигациям.
10 марта	Всемирный банк объявил о готовности выделить Украине финансовую помощь в размере до 3 млрд. долл. США.
13 марта	Резервный банк Новой Зеландии (РБНЗ) повысил ключевую процентную ставку с 2,5% до 2,75%.
17 марта	Народный банк Китая (НБК) увеличил допустимое дневное отклонение курса юаня от официально установленного значения с 1% до 2%.
18-19 марта	По итогам заседания Комитета по открытым рынкам (FOMC) Федеральной резервной системы США (ФРС США) решено: сократить объем программы выкупа активов с 65 до 55 млрд. долл. США с апреля 2014 г., сохранить диапазон колебания целевой ставки federal funds target rate (FFTR) от 0 до 0,25%, отвязать принятие решения о повышении целевой ставки FFTR от уровня безработицы в 6,5%.
19 марта	Глава ФРС США Джанет Йеллен сделала заявление о возможном повышении целевой ставки FFTR через шесть месяцев после завершения программы количественного смягчения.
24 марта	ФРС США опубликовала окончательные результаты стресс-тестирования 30 крупнейших банковских холдингов.
26 марта	Банк Англии и НБК заключили предварительное соглашение о создании в Лондоне первого за пределами Азии расчетно-кассового центра (РКЦ) для операций в юанях.
27 марта	Украина достигла предварительной договоренности о получении помощи со стороны Международного валютного фонда (МВФ) по программе «стэнд-бай» на многосторонней основе на сумму 27 млрд. долл. США.

СИТУАЦИЯ НА ГЛОБАЛЬНЫХ РЫНКАХ

Фондовые рынки

Фондовые рынки как развитых, так и развивающихся стран продолжили демонстрировать умеренный рост в марте 2014 г. (рис.1). Участники рынка в этом году ожидают более существенного увеличения фондовых индексов развитых стран, поскольку они имеют более благоприятные экономические перспективы в сравнении с развивающимися рынками. Российские фондовые индексы РТС и ММВБ в марте выросли на 10,8% и 6,7% соответственно.

Рисунок 1. Изменение фондовых индексов в развитых стран и странах с развивающимися рынками в феврале и марте 2014 г. (%)

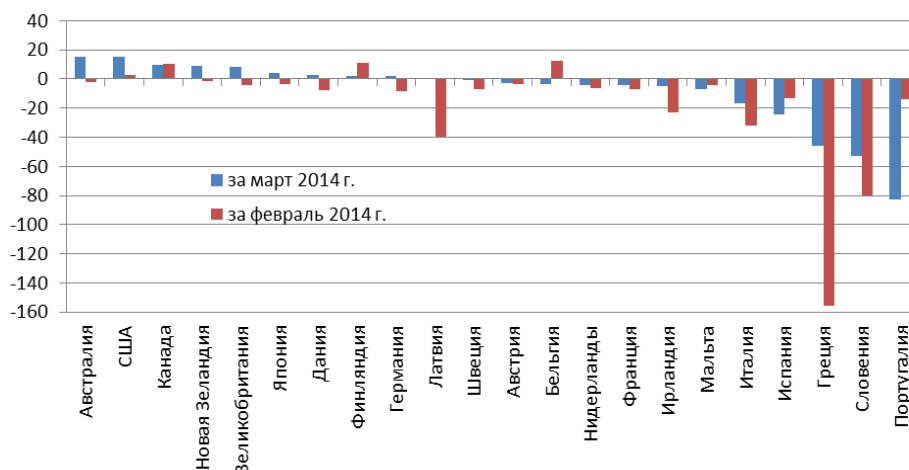


Источник: Thomson Reuters Eikon

Рынки суверенных и корпоративных заимствований

На долговых рынках ведущих развитых стран (США, Великобритания, Австралия, Канада, Япония) в марте 2014 г. наблюдался некоторый рост стоимости суверенных заимствований. В этих странах уже установился более высокий уровень долгосрочных ставок по сравнению с началом прошлого года. В то же время в проблемных странах еврозоны продолжилось снижение доходностей десятилетних гособлигаций по мере постепенного улучшения экономической ситуации (рис.2).

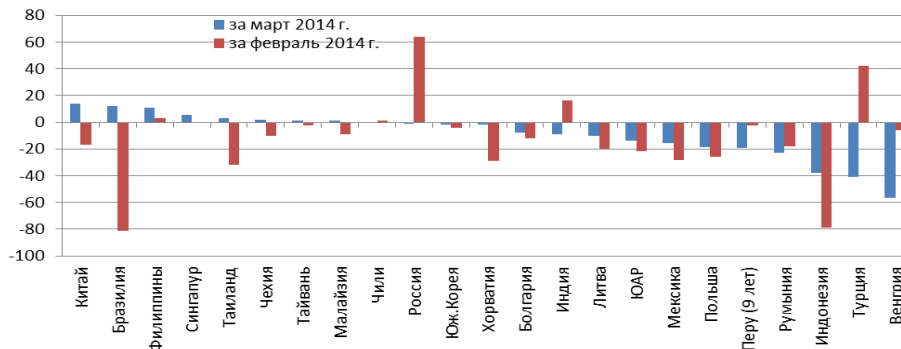
Рисунок 2. Изменение доходностей десятилетних гособлигаций развитых стран в феврале и марте 2014 г. (б.п.)



Источник: Thomson Reuters Eikon

В странах с развивающимися рынками доходности десятилетних гособлигаций также незначительно снизились (рис.3). В целом же индекс USD Emerging Market Composite Bond, рассчитываемый Bloomberg, показывает, что средняя стоимость заимствований для эмитентов развивающихся стран поддерживается около отметки 5%, до которой показатель увеличился в июне 2013 г. с 4% на начало 2013 г. Доходности российских облигаций федерального займа на срок 10 лет в марте изменились незначительно (снижение показателя составило 2 б.п.).

Рисунок 3. Изменение доходностей десятилетних гособлигаций стран с развивающимися рынками в феврале и марте 2014 г. (б.п.)



Источник: Thomson Reuters Eikon

Валютный рынок

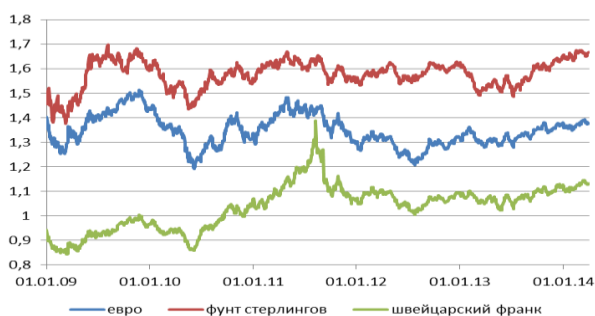
Укрепление ведущих европейских валют к доллару США

Ведущие европейские валюты (евро, фунт стерлингов, швейцарский франк) укрепляются относительно доллара США. Курсы евро и швейцарского франка выросли относительно доллара США до максимума с октября 2011 г., а фунт стерлингов укрепился до значений, достигнутых в 2009 г. после мирового кризиса (рис.4). Укрепление европейских валют во многом объясняется стремлением многих стран мира диверсифицировать свои валютные резервы на фоне ожидаемого роста ставок в США и негативной переоценки американских активов.

Повышение спроса на европейские валюты происходит, прежде всего, со стороны Китая, обладающего крупнейшими в мире валютными резервами (3,82 трлн. долл. США). Во второй половине 2013 г. Народный банк Китая (НБК) увеличил свои валютные резервы на 324,6 млрд. долл. США, тогда как вложения в американские казначейские облигации сократились с 1,316 трлн. долл. США на конец ноября 2013 г. до 1,273 трлн. долл. США на конец января 2014 г. (рис.5).

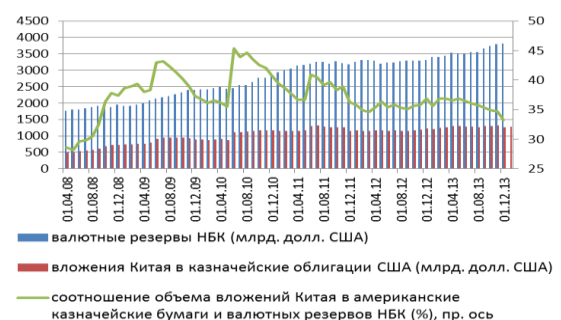
Существует, однако, риск, что дальнейший рост курсов европейских валют снизит конкурентоспособность европейских товаров на мировых рынках и будет препятствовать восстановлению экономического роста.

Рисунок 4. Динамика курсов валют евро, фунта стерлингов, швейцарского франка к доллару США (доллар США за 1 единицу каждой валюты)



Источник: Bloomberg

Рисунок 5. Валютные резервы НБК и вложения Китая в казначейские облигации США

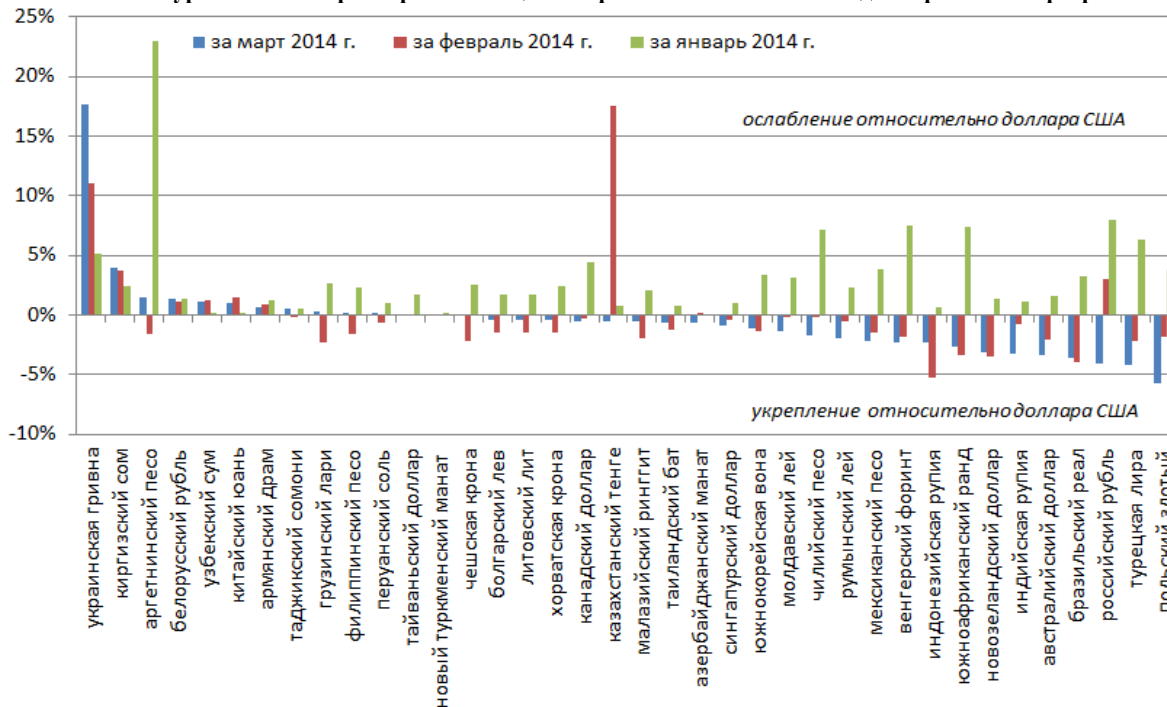


Источник: Bloomberg, Казначейство США

Восстановление курсов валют развивающихся стран после значительной девальвации в январе 2014 г.

Курсы валют стран с развивающимися рынками постепенно возвращаются к уровням, наблюдавшимся до девальвации в январе 2014 г. (рис.6), за исключением украинской гривны из-за сохраняющейся сложной политической и экономической обстановки на Украине. Российский рубль в марте укрепился относительно доллара США на 4,1%, относительно евро – на 3,9%.

Рисунок 6. Изменение курсов валют стран с развивающимися рынками относительно доллара США в феврале и марте 2014 г.



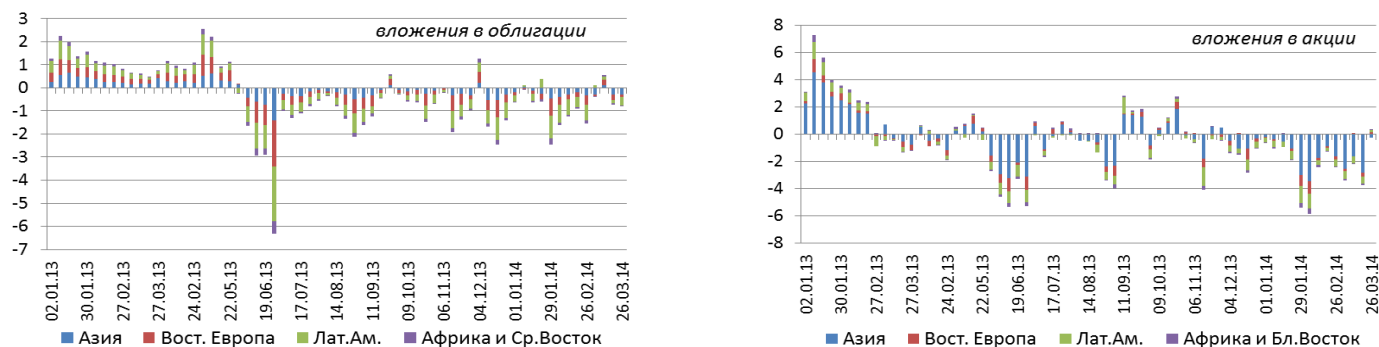
Источник: Thomson Reuters Eikon

Международные рынки капитала

Продолжение оттока вложений инвесторов из фондов акций и облигаций

Отток иностранного капитала из фондов развивающихся рынков продолжается на фоне политики сворачивания стимулирующих мер ФРС США. За период с 26 февраля по 26 марта 2014 г. чистый отток капитала из акций и облигаций стран Азии, Восточной Европы, Латинской Америки и стран Африки и Среднего Востока составил 10,5 млрд. долл. США (9,2 млрд. долл. США – из фондов акций, 1,3 млрд. долл. США – из фондов облигаций). Наибольший отток пришелся на азиатские страны (8 млрд. долл. США) (рис.7). За указанный период чистый отток из российских облигаций составил 124,4 млн. долл. США, из российских акций – 37,3 млн. долл. США.

Рисунок 7. Вложения в фонды акций и облигаций стран с развивающимися рынками (недельные значения, млрд. долл. США)



Источник: EPFR

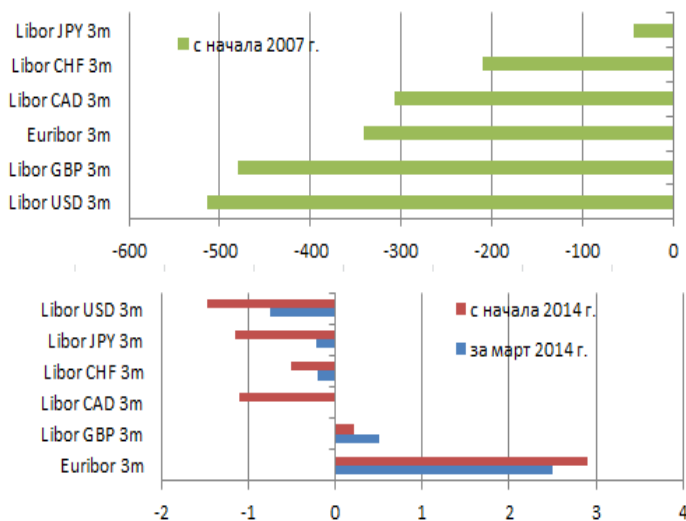
Денежный рынок

На денежных рынках развитых стран сохраняется низкий уровень краткосрочных ставок: ставки межбанковского кредитования Libor на срок три месяца в долларах США, канадских долларах, японской иене, фунтах стерлингов, швейцарских франках и евро находятся ниже значений, наблюдавшихся до кризиса 2008 г. (рис.8).

В свою очередь, в ряде стран с развивающимися рынками на фоне повышенной волатильности трансграничных потоков капитала наблюдается рост ставок денежного рынка. За период с начала 2013 г. по 1 апреля 2014 г. ставки межбанковского кредитования на срок три месяца повысились на достаточно существенную величину – рост составил от 50 б.п. в Индии до более 600 б.п. в Турции. Рост ставок происходит в том числе по мере ужесточения процентной политики в некоторых из этих стран.

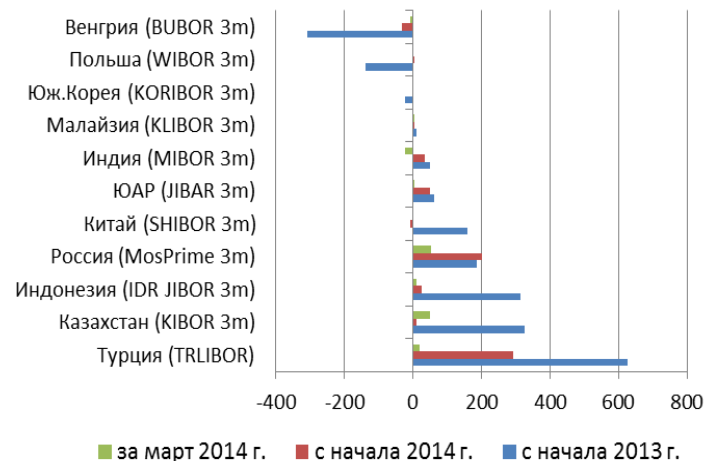
Индикативная ставка предоставления рублевых кредитов (депозитов) на московском денежном рынке MosPrime Rate на срок 3 месяца повысилась с начала 2013 г. по 1 апреля 2014 г. на 168 б.п. (за март 2014 г. ставка выросла на 54 б.п.).

Рисунок 8. Динамика ставок по межбанковским кредитам на срок три месяца в развитых странах (%)



Источник: Bloomberg

Рисунок 9. Изменение ставок по межбанковским кредитам на срок три месяца в странах с развивающимися рынками (б.п.)

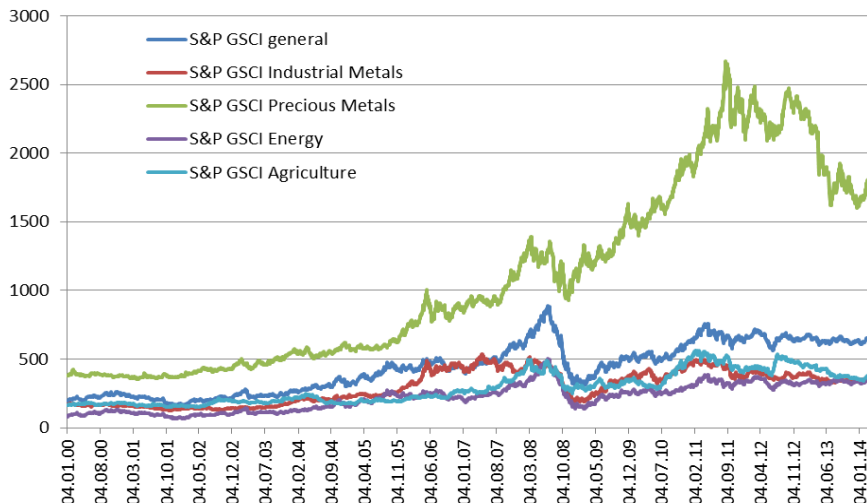


Источник: Bloomberg

Сырьевые рынки

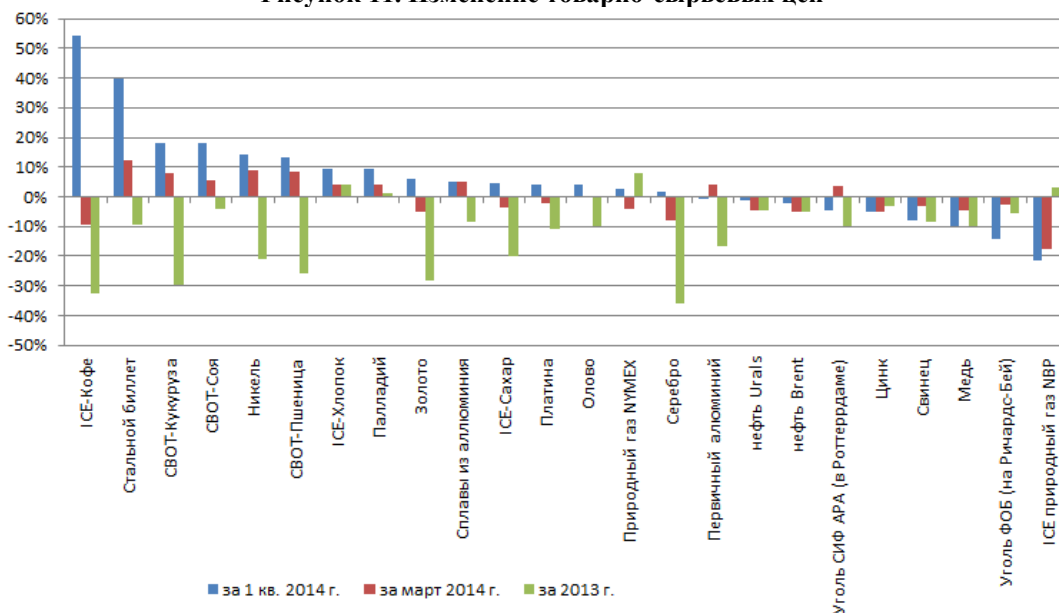
В 2013 г. цены большинства товаров продемонстрировали спад: сводный индекс глобальных товарно-сырьевых рынков S&P GSCI снизился на 4,9% (рис.10). С учетом того, что сырьевые цены снижаются с 2011 г. на фоне замедления глобального экономического роста, среди многих аналитиков укрепилось мнение о завершении повышательной фазы т.н. «суперцикла» товарных цен. Однако уверенное восстановление развитых экономик в этом году может отчасти стабилизировать ситуацию. В I кв. 2014 г. уровень товарных цен был достаточно стабильным, а цены на сталь и никель начали расти (рис.11). В 2014 г. конъюнктура товарных рынков будет во многом зависеть от того, насколько сильно ухудшится ситуация в странах с развивающимися рынками, на которые приходится значительный спрос (особенно это касается Китая).

Рисунок 10. Динамика индексов товарно-сырьевых рынков S&P GSCI по категориям



Источник: Bloomberg

Рисунок 11. Изменение товарно-сырьевых цен*



Источник: Bloomberg

*На рис.11 представлены спот-цены на сырую нефть Urals и Brent; цены фьючерсных контрактов со сроком исполнения в мае 2014 г. на природный газ и уголь; спот-цены на драгоценные металлы (золото, серебро, платина, палладий); стоимость трехмесячных форвардных контрактов на базовые металлы на Лондонской бирже металлов (первичный алюминий, сплавы из алюминия, медь, цинк, никель, свинец, олово, стальной билет); стоимость фьючерсных контрактов на продукты сельского хозяйства со сроком исполнения в мае 2014 г. (кукуруза, пшеница, соя, кофе, сахар, хлопок).

РИСКИ ОТДЕЛЬНЫХ РАЗВИТЫХ СТРАН

США

Первые сигналы о повышении ставки в 2015 г.

Несмотря на менее оптимистичный прогноз экономического роста по сравнению с декабрьским прогнозом (табл.1), ФРС США в очередной раз приняла решение сократить ежемесячный объем выкупа облигаций с 65 до 55 млрд. долл. США (гособлигаций – с 35 до 30 млрд. долл. США, ипотечных бумаг – с 30 до 25 млрд. долл. США). ФРС США также изменила подход к определению направления денежно-кредитной политики (forward guidance), отказавшись от привязки решения об изменении целевой ставки federal funds target rate (FFTR), которая пока остается в диапазоне 0-0,25% годовых, к уровню безработицы 6,5%. Регулятор будет ориентироваться на «широкий спектр факторов», включающий как показатели рынка труда, так и инфляционное давление и ожидания, а также изменение финансовых условий.

Важным событием стало заявление Дж. Йеллен о том, что ФРС США может поднять целевую ставку спустя полгода после завершения программы выкупа активов (а именно в середине 2015 г. при сохранении текущих темпов сворачивания). Это заявление сигнализирует о все более скором повышении ставок в США. Большинство членов Комитета по открытым рынкам ожидают первого повышения ставки в 2015 г. (рис.13).

Об усилении ожиданий повышения ставки FFTR свидетельствует более существенное увеличение доходностей казначейских бумаг с более короткими сроками (рис.14). Разница в доходности десятилетних казначейских облигаций и пятилетних бондов сократилась с 114,6 б.п. на конец февраля до 98,7 б.п. на конец марта.

Повышение устойчивости банковского сектора

В США опубликованы результаты четвертого ежегодного стресс-тестирования 30 крупнейших банковских холдингов (в прошлые годы оценивалась устойчивость 18 банков с консолидированными активами выше 50 млрд. долл. США). Стресс-тест показал устойчивость банковского сектора при реализации крайне неблагоприятного сценария: падение ВВП на 4,75% за период с III кв. 2013 по III кв. 2014 г., замедление темпов инфляции до менее 1%, рост безработицы до 11,25% к середине 2015 г., падение цен акций на 50%, цен недвижимости – на

Таблица 1. Мартовские прогнозы ФРС США по основным экономическим показателям

	2014	2015	2016	долгоср. период
Темпы прироста ВВП (март 2014г.)	2,8-3,0	3,0-3,2	2,5-3,0	2,2-2,3
дек.прогноз	2,8-3,2	3,0-3,4	2,5-3,3	2,2-2,4
Безработица (март 2014г.)	6,1-6,3	5,6-5,9	5,2-5,6	5,2-5,6
дек.прогноз	6,3-6,6	5,8-6,1	5,3-5,8	5,2-5,8
Инфляция (март 2014г.)	1,5-1,6	1,5-2,0	1,7-2,0	2,0
дек.прогноз	1,4-1,6	1,5-2,0	1,7-2,0	2,0

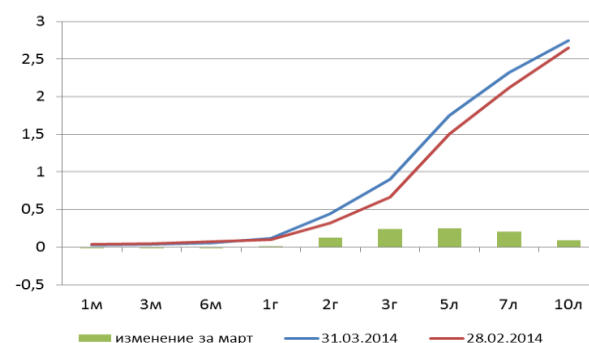
Источник: ФРС США

Рисунок 13. Распределение прогнозов членов FOMC по уровню ключевой ставки на конец года



Источник: ФРС США

Рисунок 14. Кривая доходности американских казначейских облигаций



Источник: Bloomberg

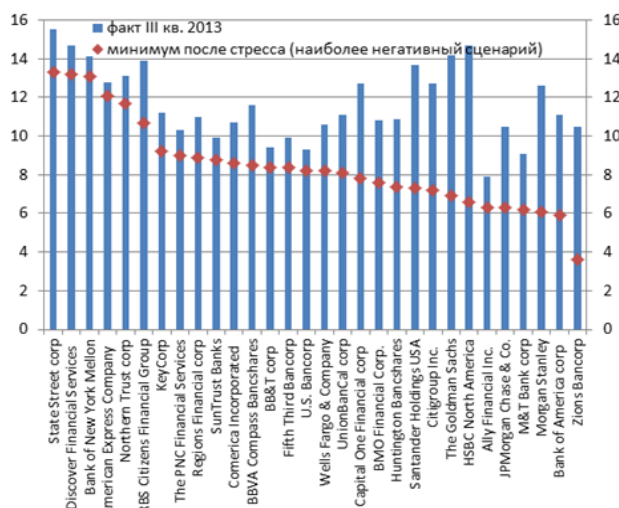
25%. Коэффициент достаточности основного капитала 1 уровня (Tier 1 common equity) для 30 банков снизился с 11,5% по итогам III кв. 2013 г. до минимального уровня 7,6%, тогда как в прошлом году показатель при реализации стрессового сценария упал до 7,4%; фактическое значение в 2009 г. - 5,5%. Только у одного банка, Zions Bancorporation, значение показателя опустилось ниже порогового значения 4,0% (до 3,6%) (рис.15). Крупнейшие американские банки (Bank of America, Citigroup, Goldman Sachs, JPMorgan Chase, Morgan Stanley) как и в прошлом году, показали самые значительные убытки и наибольшее падение основного капитала 1 уровня.

Риски перегрева на фондовом рынке

Все больше признаков указывает на то, что рынок акций США подходит к опасной стадии перегрева, и рано или поздно формирующийся «пузырь» может лопнуть. О том, что американский рынок акций переоценен, свидетельствует увеличение отношения капитализации рынка акций к ВВП (market cap-to-GDP ratio, т.н. коэффициент Баффета). Данный индикатор, рассчитанный для акций, входящих в индекс S&P 500, достиг своего максимального значения до кризиса dotcom в 2000 г. (130%); перед ипотечным кризисом 2008 г. он составил 97%; а на текущий момент уже превысил 100%. Для всего фондового рынка США показатель составляет 143%.

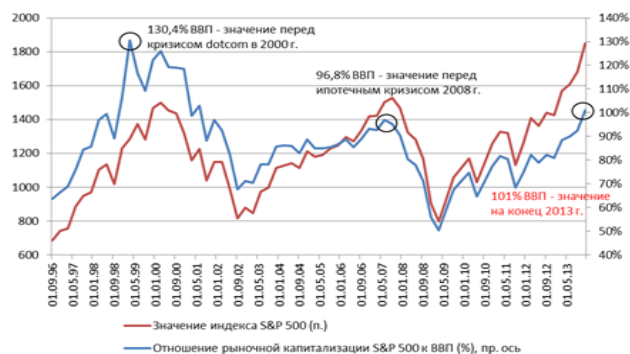
Рост американского фондового рынка в последние годы стал результатом проведения ультрамягкой денежно-кредитной политики со стороны ФРС США и не имел фундаментальных оснований, поскольку темпы роста экономики замедлялись. В связи с этим триггером для начала распродаж и, соответственно, снижения котировок акций вполне может стать окончательный выход ФРС США из программы количественного смягчения (ожидается в IV кв. 2014 г.). На этом этапе можно ожидать усиления ценовых колебаний, то есть разворота тренда в динамике индекса VIX (рис.17), измеряющего ожидания инвесторов относительно волатильности фондового индекса S&P 500 в течение следующих 30 дней (рассчитывается Чикагской биржей опционов). Данный индекс сейчас находится на минимальных уровнях, наблюдавшихся до кризиса 2008 г.

Рисунок 15. Коэффициенты достаточности основного капитала 1 уровня до и после стресса



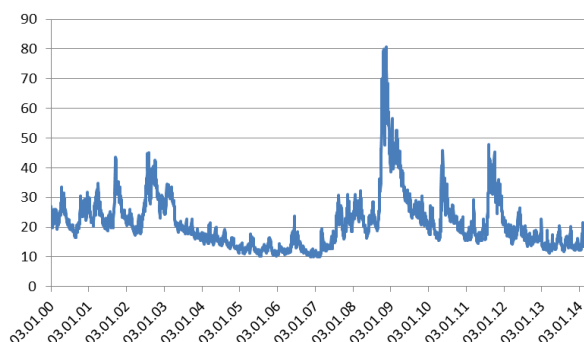
Источник: ФРС США

Рисунок 16. Динамика индекса S&P 500 и отношения рыночной капитализации S&P 500 к ВВП США в текущих ценах



Источник: Thomson Reuters Eikon

Рисунок 17. Динамика индекса VIX



Источник: Bloomberg

Европа

Восстановление деловой активности в еврозоне

Индексы менеджеров по закупкам PMI показывают, что в еврозоне сохраняется рост деловой активности, хотя в марте 2014 г. показатель PMI в обрабатывающей промышленности упал на 0,2 п. до 53,0 п. Падение индексов в Германии (до 53,7 п.), Нидерландах (до 53,7 п.) и Австрии (до 51,0 п.) было компенсировано ростом PMI в Испании (до 52,8 п.), Италии (до 52,4 п.) и Франции (до 52,1 п.). Во Франции активность в обрабатывающей промышленности начала расти впервые за последние два года (рис.18).

В Германии индекс делового климата IFO в промышленности и торговле, так же как и PMI, начал демонстрировать негативную динамику после четырех месяцев роста (показатель снизился с 111,3 п. в феврале до 110,7 п. в марте, рис.19), что может быть связано с политическим кризисом на Украине.

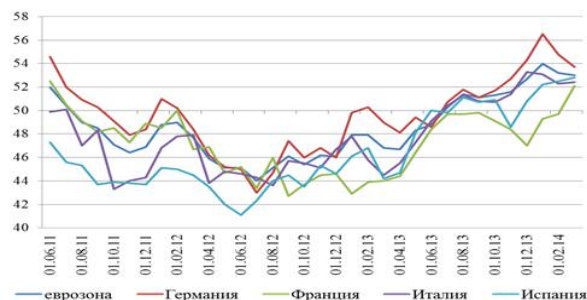
Сохранение рисков низкой инфляции в еврозоне

В ближайшие годы в еврозоне будут сохраняться умеренные темпы экономического роста. В марте ЕЦБ незначительно пересмотрел прогнозы роста ВВП на текущий и 2015 г., а также представил прогноз на 2016 г. (табл.2). Низкая инфляция будет оставаться одним из ключевых рисков еврозоны. На фоне ожидаемого снижения цен на нефть при стабильном курсе евро ЕЦБ понизил прогноз по инфляции на 2014 год до 1%. Инфляция, несмотря на небольшое ускорение, будет находиться ниже целевого ориентира в 2% (табл.2). По данным Евростат, в марте 2014 г. годовой темп инфляции в еврозоне составил 0,5%.

Макроэкономические дисбалансы

По итогам очередного исследования дисбалансов Еврокомиссия выделила 14 из 27 стран ЕС, экономики которых являются несбалансированными. Наибольшие дисбалансы были отмечены в Хорватии, Италии и Словении. Еврокомиссия также обратила внимание на Ирландию, Испанию и Францию, где дисбалансы требуют принятия решительных мер. Франция и Италия нуждаются в проведении структурных реформ, фискальной консолидации и в сокращении избыточного уровня госдолга. Правительства этих стран при проведении бюджетной консолидации стремятся придерживаться сбалансированного подхода, позволяющего осуществлять поддержку экономического роста (врезка 1).

Рисунок 18. Индексы PMI в обрабатывающей промышленности стран еврозоны, сезонно сглаженные



Источник: Bloomberg

Рисунок 19. Индексы IFO в Германии, 01.2005=100



Источник: Bloomberg

Таблица 2. Экономические прогнозы ЕЦБ в марте 2014 г. (декабре 2013 г.)

	Темп роста ВВП	Инфляция	Базовая инфляция
2014	1,2 (1,1)	1 (1,1)	1 (1,1)
2015	1,5 (1,6)	1,3 (1,3)	1,4 (1,4)
2016	1,8 (-)	1,5 (-)	1,7 (-)

Источник: ЕЦБ

Врезка 1. Меры поддержки экономического роста, объявленные в Италии и Франции

Новый премьер-министр Италии М. Ренци, занявший пост в феврале, представил комплексный план реформ: реструктуризацию долгов министерств и ведомств перед частным сектором (в размере 68 млрд. евро к июлю), реформу рынка труда и снижение налогов для низкооплачиваемых работников на 10 млрд. евро за счет увеличения налога на реализованный прирост капитала и сокращения ряда расходных статей бюджета.

Президент Франции Ф. Олланд в январе приступил к реализации масштабной программы реформ и поддержки экономического роста, предусматривающей сокращение налогов с зарплат на сумму 50 млрд. евро, которые будут профинансированы снижением бюджетных расходов.

Япония

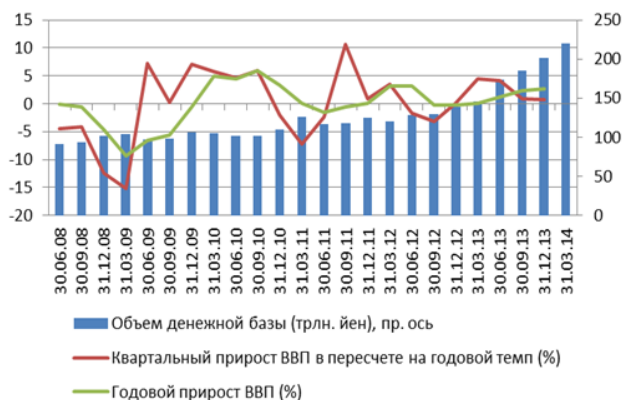
Риски снижения эффективности «абэномики»

В IV кв. 2013 г. квартальный темп прироста ВВП Японии замедлился до 0,7% в пересчете на годовой темп (с 4,5% и 4,1% в I и II кв. 2013 г.). Это означает, что «абэномика»¹ может оказаться недостаточно сильной для выхода страны из 15-ти летней стагнации. В апреле 2014 г. вступило в силу повышение налога на потребление с 5% до 8%, что может оказать сдерживающее влияние на рост ВВП. В этих условиях вполне возможно, что Банку Японии придется прибегнуть к увеличению объемов стимулирования экономики. Текущая политика предполагает ежегодное расширение денежной базы на 60-70 трлн. иен (до 270 трлн. иен в 2014 г. с текущих 220 трлн. иен (рис.20). Вероятно, в ближайшие месяцы будет принято решение об увеличении прироста показателя до 100 трлн. иен в год.

Другие развитые страны

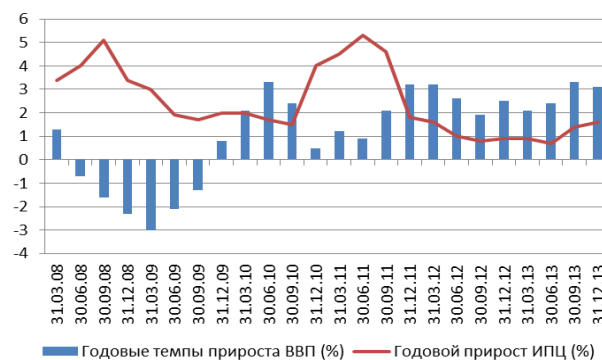
Новая Зеландия перешла к ужесточению процентной политики. Резервный банк Новой Зеландии повысил ключевую ставку до 2,75% с рекордного минимума в 2,5%, установленного в марте 2011 г. Ставка была повышена на фоне быстрого роста экономики (ожидается 3,3% в годовом исчислении по итогам I кв. 2014 г.), обеспеченном ростом внутреннего спроса, бумом в строительстве и на рынке недвижимости, увеличением цен на продовольственные экспортные товары и ускорением инфляции (1,6% в декабре 2013 г., рис.21).

Рисунок 20. Темпы прироста ВВП и объем денежной базы Японии



Источник: Bloomberg

Рисунок 21. Годовые темпы прироста ВВП и потребительских цен (ИПЦ) в Новой Зеландии



Источник: Bloomberg

¹ Агрессивная политика по борьбе с дефляцией и стимулированию экономического роста, проводимая премьер-министром Японии С. Абэ.

РИСКИ ОТДЕЛЬНЫХ СТРАН С РАЗВИВАЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ

Китай

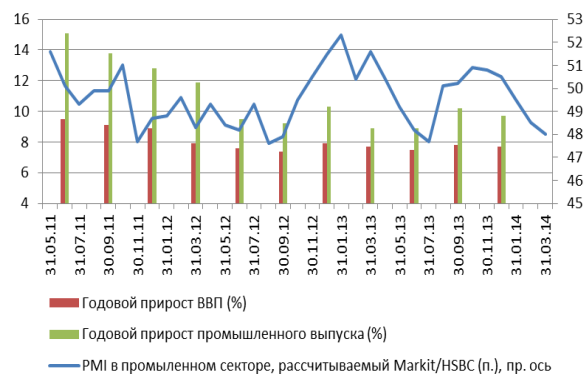
Риски снижения экономического роста

Китай установил ориентир роста ВВП в 2014 г. на том же уровне, что и в 2013 г. (7,5%), однако с большой вероятностью страна впервые не сможет достичь планового показателя. По оценкам министра финансов Китая, прирост ВВП может составить 7,2–7,3%. Одной из причин более низкого роста является спад в промышленности, четко прослеживающийся в динамике индекса менеджеров по закупкам PMI. В I кв. 2014 г. значения индекса, рассчитываемого Markit/HSBC, были ниже 50 п. (48 п. в марте) в основном из-за сокращения заказов на фоне слабого внутреннего спроса. Внешний сектор также не оказал поддержку промышленности: в феврале объем экспорта сократился на 18,1% в годовом исчислении. Но эксперты объясняют такое резкое падение празднованием Нового года и переносом значительной доли расчетов по экспорту на январь.

Первые корпоративные дефолты

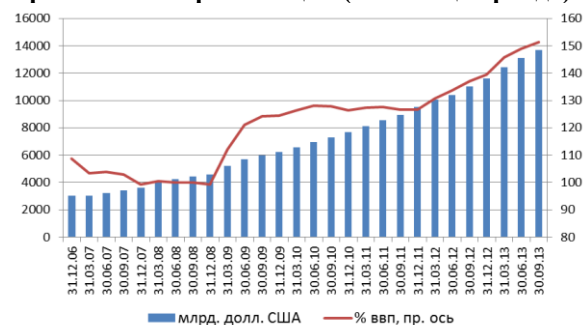
В Китае стремительно растет число нефинансовых компаний с корпоративным долгом, более чем в два раза превышающим акционерный капитал. По данным Bloomberg, с 2007 г. число таких компаний выросло на 57% до 256 (из более 4 тыс. компаний). У 63 компаний финансовый рычаг превышает 400% (среднее значение - 73%). По данным Банка международных расчетов (БМР), в III кв. 2013 г. объем задолженности нефинансовых компаний Китая по кредитам достиг рекордных 14 трлн. долл. США (рис.22). Задолженность по облигациям превысила 1 трлн. долл. США (рис.23). В марте 2014 г. состоялись первые корпоративные дефолты. О частичном дефолте по выпущенным облигациям объявила компания Shanghai Chaori Solar Energy Science & Technology Co, производящая оборудование для солнечной энергетики. На фоне сложностей с привлечением финансирования компания не смогла выплатить купоны на сумму 10,7 из 14,7 млн. долл. США. Следующей стала компания-застройщик Zhejuang Xingrun Real Estate Co., которая не смогла расплатиться по долгам на 566,6 млн. долл. США. Аналитики опасаются цепной реакции дефолтов, поскольку многие китайские компании в последние годы получили убытки и могут лишиться доступа к рынку облигаций. Кандидатами в банкроты могут стать предприятия сталелитейной отрасли на фоне сокращения заказов и производства.

Рисунок 22. Основные экономические индикаторы Китая



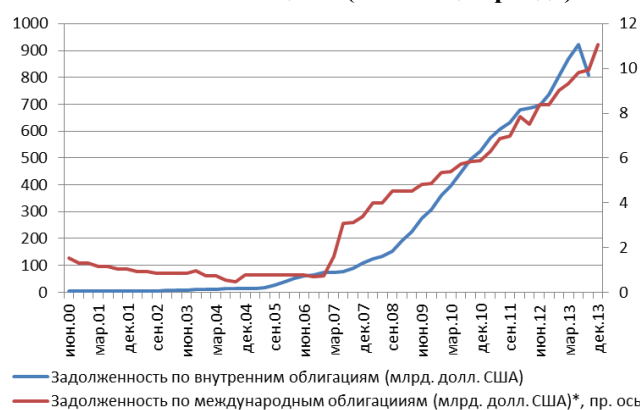
Источник: Bloomberg

Рисунок 23. Задолженность нефинансового сектора Китая по кредитам от банков и небанковских финансовых организаций (на конец периода)



Источник: БМР

Рисунок 24. Задолженность нефинансового сектора Китая по облигациям (на конец периода)



*Международные облигации, выпущенные резидентами Китая

Источник: БМР

Ослабление китайского юаня на фоне реформ по либерализации финансового рынка

НБК в рамках либерализации финансовых рынков увеличил допустимое дневное отклонение курса юаня к доллару США от официально установленного уровня (с 1% до 2%). На этом фоне курс юаня демонстрирует рекордное ослабление после того, как он достиг исторического пика с 2005 г. (рис.25). Поскольку фундаментальных причин для укрепления юаня в ближайшей перспективе нет, а китайские власти стремятся повысить роль рыночных факторов в экономике, курс юаня, скорее всего, продолжит снижение. Нельзя исключать того, что НБК допустит более резкие колебания юаня.

Вместе с тем Китай продолжает укреплять позиции юаня на оффшорных рынках (юаней, находящихся в обращении за пределами континентального Китая). Соглашение Банка Англии и НБК о создании в Лондоне первого расчетно-кассового центра для операций в юанях закрепляет за Лондоном позиции главного центра по торговле оффшорными юанями на Западе. До сих пор бесспорное лидерство в торговле оффшорными юанями принадлежало Гонконгу. Лондон уже контролирует свыше 60% транзакций в офшорных юанях за пределами Большого Китая (основная территория Китая, Гонконг, Макао и Тайвань).

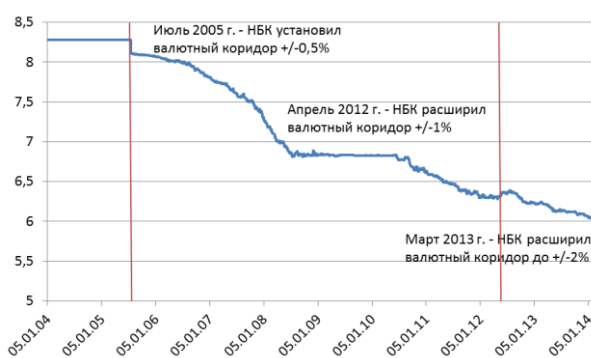
Украина

Экономический спад и тяжесть реформ

После сильных политических потрясений последних месяцев Украина входит в период экономического спада. Назначенный Верховной Радой премьер-министром Украины Арсений Яценюк оценивает потенциальное падение ВВП в 2014 г. в 3%, а инфляцию в 12-14%. При этом в ближайшие годы стране предстоят крупные платежи в счет погашения внешнего долга, тогда как доступ к рынкам отсутствует. Кроме того, продолжается обесценение гривны, оказывая негативное влияние на все сектора экономики (рис.26).

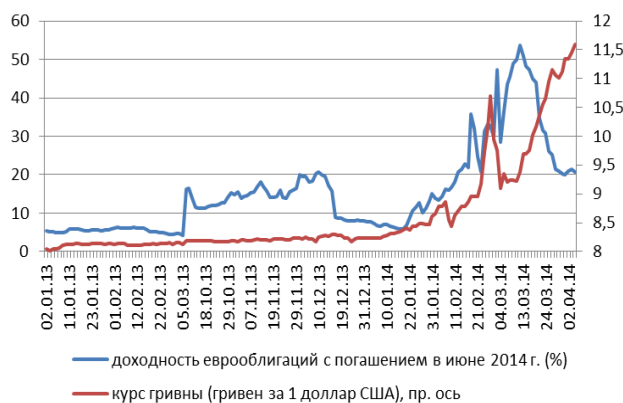
В сложившихся условиях стране необходима международная финансовая помощь, но для ее получения требуется проведение болезненных для населения реформ. Так, например, чтобы сократить дефицит государственного бюджета в два раза (4,5% в 2013 г.), кабинет министров Украины запланировал проведение бюджетного секвестра за счет сокращения социальных расходов. Снижение внутреннего спроса, в свою очередь, негативно

Рисунок 25. Динамика курса юаня относительно доллара США (юаней за 1 доллар США)



Источник: Bloomberg

Рисунок 26. Курс украинской гривны к доллару США и доходности еврооблигаций с погашением в июне 2014 г.



Источник: Bloomberg

Врезка 2. Необходимые меры экономической политики на Украине (из заявления миссии МВФ)

Денежно-кредитная политика должна быть направлена на обеспечение стабильности внутренних цен при сохранении гибкого обменного курса, что должно помочь устранить внешние дисбалансы, повысить конкурентоспособность, поддержать экспорт и экономический рост и способствовать постепенному восстановлению международных резервов. НБУ планирует в течение 12 месяцев внедрить систему таргетирования инфляции, чтобы прочно зафиксировать инфляционные ожидания.

Реформы финансового сектора должны быть сосредоточены на: обеспечении надежности и ликвидности банков и достаточности их капитала; совершенствовании системы регулирования и надзора НБУ, включая соблюдение норм передовой международной практики и проведение надзора на консолидированной основе и содействии урегулированию необслуживаемых кредитов в банковском секторе.

Налогово-бюджетная политика должна обеспечить защиту приоритетных расходов в предстоящие месяцы и проведение более глубокой бюджетной корректировки в среднесрочной перспективе. Первоначальная стабилизация в 2014 г. должна быть достигнута посредством сочетания мер в сфере доходов и расходов. На 2015-2016 гг. программа должна предусмотреть постепенную бюджетную корректировку преимущественно за счет изменений в расходах, темпы

отразится на экономике в целом.

Условия международной финансовой помощи

Предварительное соглашение с МВФ предусматривает предоставление кредита Украине в объеме 27 млрд. долл. США по программе «стэнд-бай» в течение следующих двух лет на многосторонней основе, из которых помощь МВФ составит 14-18 млрд. долл. США. Соглашение будет вынесено на утверждение Исполнительным советом МВФ в апреле после принятия властями страны всеобъемлющего пакета предварительных мер, призванных стабилизировать экономику и создать условия для долговременного роста. В центре внимания – реформы в следующих областях: денежно-кредитная и курсовая политика; финансовый сектор; налогово-бюджетная политика; топливно-энергетический сектор; управление, прозрачность и деловой климат (врезка 2).

Всемирный банк выделит Украине финансовую помощь на проведение экономических реформ в размере до 3 млрд. долл. США. США готовы выделить 1 млрд. долл. США в форме гарантий по кредитам, Япония - 1,5 млрд. долл. США. ЕС предоставит помощь в размере 11 млрд. евро, включая 3 млрд. евро из бюджета ЕС в ближайшие годы в виде макроэкономической помощи и поддержки развития (в том числе 1,6 млрд. евро в виде кредитов и 1,4 млрд. евро в виде грантов) и до 8 млрд. евро от Европейского инвестиционного банка (ЕИБ) и Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР).

которой будут соизмеримы со скоростью восстановительного экономического роста, в сочетании с защитой уязвимых слоев населения с целью снижения дефицита бюджета примерно до 2,5% ВВП к 2016 г.

Реформы топливно-энергетического сектора будут ориентированы на уменьшение нагрузки этой отрасли на бюджет наряду с привлечением новых инвестиций и повышением эффективности. Одним из ключевых шагов является намерение проводить поэтапную энергетическую реформу с целью довести розничные тарифы на газ и отопление до уровней, обеспечивающих полное возмещение затрат. Это должно сопровождаться усилением мер социальной защиты, чтобы смягчить последствия для наиболее уязвимых групп населения. В перспективе программа должна также ставить задачу повышения прозрачности счетов «Нафтогаза Украины» и реструктуризации этой компании для уменьшения ее затрат и повышения эффективности.

Реформы с целью совершенствования управления, повышения прозрачности и улучшения делового климата должны быть в числе основных направлений программы. Меры политики в этих областях включают принятие нового закона о государственных закупках, чтобы устранить лазейки, позволяющие избежать их проведения на конкурентной основе, меры для облегчения возврата налога на добавленную стоимость (НДС) предприятиям и независимый ежеквартальный аудит счетов «Нафтогаза Украины». Эти и другие меры будут в полной мере разработаны при содействии Всемирного банка, ЕБРР и других международных финансовых организаций и помогут повысить прозрачность в сфере государственного управления, устранить препятствия для экономического роста. Кроме того, МВФ подготовит комплексное диагностическое исследование, охватывающее систему борьбы с коррупцией и управления, разработку и применение законов и нормативных актов, эффективность судебной системы и налоговое администрирование.