

# ОБЗОР ГЛОБАЛЬНЫХ РИСКОВ

**АПРЕЛЬ 2012**

Степень неопределенности в отношении перспектив мировой экономики остается высокой с учетом усиления суверенных рисков в проблемных странах еврозоны. Особенно усложнилась ситуация в Испании. Ввиду довольно крупного размера экономики этой страны в случае провала бюджетных реформ можно ожидать реализации очередной волны кризисных явлений в регионе, которые могут распространиться с новой силой как на США, занимающие довольно благополучные позиции по макропоказателям, так и развивающиеся страны, борющиеся с замедлением роста.

## Кредитные риски



В еврозоне вновь **повысился уровень кредитных рисков ввиду возобновления долговых проблем**. Основные опасения вызывает ситуация в Испании, доходность десятилетних гособлигаций которой достигла 6%. Усиление суверенных рисков в этой стране привело к снижению ее суверенного рейтинга, что при дальнейшей эскалации кризисных явлений может иметь масштабные негативные последствия для других стран еврозоны с учетом размера экономики. При этом сохраняются кредитные риски в Греции, которые могут усилиться, если греческие банки не смогут реализовать необходимую рекапитализацию.

## Рыночные риски



Усиление суверенных рисков в еврозоне, продолжающееся замедление роста мировой экономики и, как следствие, снижение глобального спроса обусловили **рост нестабильности на мировых фондовых и товарных рынках**. В условиях новой волны беспокойства относительно долговой устойчивости развитых стран наблюдается пониженный спрос на их гособлигации и на золото со стороны инвесторов. МВФ акцентирует внимание на росте рисков, связанных с уменьшением числа активов, которые могут быть отнесены к разряду «безопасных».

## Риски ликвидности



На европейском рынке МБК наблюдается **повышенная напряженность** ввиду того, что последствия двух раундов долгосрочного рефинансирования ЕЦБ постепенно сходят на нет. На балансах банков по-прежнему остаются активы, которые вызывают все большее беспокойство у инвесторов. В этих условиях продолжается замедление экономического роста в развивающихся странах, и центральные банки снижают свои базовые ставки в качестве стимулирующей меры.

## Риски потоков капитала



На фоне возобновившихся долговых проблем в еврозоне происходит **усиление рисков оттока иностранного капитала с развивающихся рынков**. В частности, наблюдается существенное сокращение вложений в фонды ценных бумаг по сравнению с прошлым месяцем, которое свидетельствует о снижении склонности инвесторов к риску. Для стимулирования экономической активности в Китае был повышен лимит на приток иностранных инвестиций.

## Кредитные риски

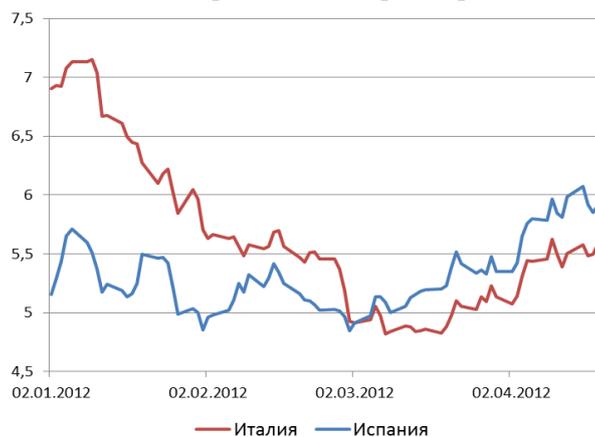
### Возобновление долговых проблем в еврозоне

В апреле наблюдается усиление суверенных рисков в еврозоне. О росте обеспокоенности участников рынка говорит существенный рост доходностей десятилетних гособлигаций проблемных стран – в частности, в Испании и Италии (рис.1). Одним из основных факторов ухудшения ситуации в регионе является нерешенность проблемы дефицита бюджета и необходимость сокращения бюджетных расходов. Самые серьезные опасения связаны с ситуацией в Испании. Запланированное сокращение бюджетных расходов может привести к тому, что рецессия в стране окажется более глубокой, чем ожидает правительство (снижение ВВП в текущем году на 1,7%), тогда как целевые ориентиры по бюджету на 2012 год пересмотрены в худшую сторону (рис.2). При этом, согласно новому проекту бюджета, Испания в 2012 году планирует привлечь на долговых рынках порядка 37 млрд. евро, что приведет к увеличению госдолга страны почти до 80% ВВП с 68,5% ВВП в 2011 году. Кроме того, из-за опасений, что государству придется увеличить финансовую помощь банкам, рейтинговое агентство S&P понизило на две ступени суверенный рейтинг страны до BBB+ с сохранением негативного прогноза. Подтверждением роста кредитных рисков также служит тот факт, что ЦБ Австрии вслед за Бундесбанком принял решение не принимать в качестве обеспечения при кредитовании облигации банков, гарантами по которым выступают страны еврозоны, получающие помощь от ЕС и МВФ (Греция, Португалия, Ирландия).

### Риски Греции

Несмотря на то, что Греция в апреле получила первый транш от EFSF в размере 25 млрд. евро, ситуация в стране остается напряженной. Греческая экономика, по оценкам национальных регуляторов, в текущем году будет находиться в глубокой рецессии, а греческим банкам еще только предстоит повысить уровень достаточности капитала, для чего им придется обратиться за дальнейшей помощью к государству. Эксперты BNP сомневаются в том, что проведенная в марте реструктуризация госдолга позволит довести его долю в ВВП до 120% к 2020 году. По их мнению, достижение данного ориентира в скором времени потребует повторной реструктуризации уже новых суверенных долговых обязательств (рис.3), хотя, как показал опыт проведения таких мероприятий, это маловероятно из-за трудностей, связанных с достиганием договоренностей с участниками сделок.

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



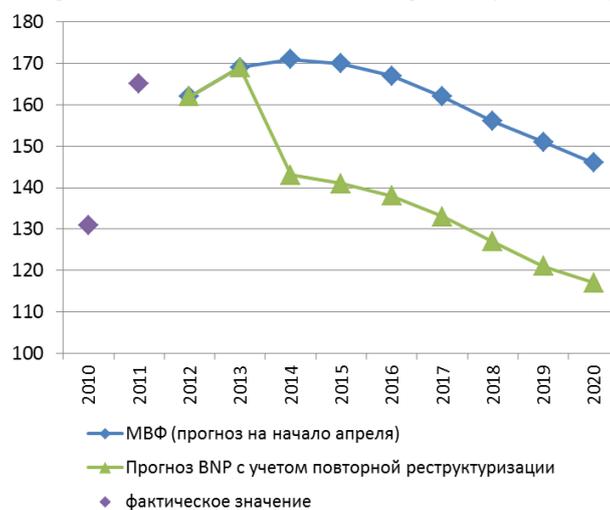
Источник: Datastream

**Рисунок 2. Динамика изменения целевых ориентиров по бюджету в Испании (% ВВП)**



Источник: правительство Испании

**Рисунок 3. Динамика госдолга Греции (в % ВВП)**



Источник: BNP Paribas

## Рыночные риски

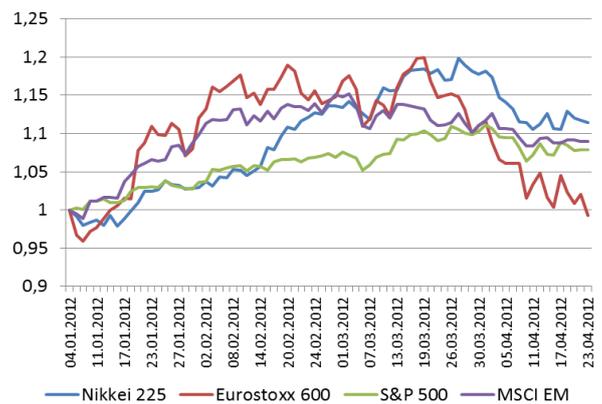
### Риски, связанные с «безопасными» активами

Замедление роста мировой экономики, происходящее на фоне усиления суверенных рисков в еврозоне в текущем месяце, негативно отражается на мировых фондовых и товарных рынках. В апреле произошло довольно существенное падение основных фондовых индексов (рис.4), причем сильнее всех упал Eurostoxx 600 – на 9%, и продолжилось снижение цен на золото из-за сокращения глобального спроса. Наблюдаемая тенденция снижения цен на золото в условиях повышенных рисков говорит о том, что инвесторы не воспринимают этот актив как «безопасный», каковым он всегда считался. Определенные сомнения с точки зрения надежности начинают вызывать и десятилетние гособлигации США, доходность которых демонстрирует на протяжении последних месяцев повышенную волатильность (рис.5). По оценкам МВФ, количество государств, чьи суверенные облигации считаются относительно надежными, существенно упало за период долгового кризиса в еврозоне, и к 2016 году ожидается, что из разряда надежных активов выйдут гособлигации примерно на сумму 9 трлн. долларов. Более того, эксперты МВФ считают, что в настоящее время ни один актив нельзя по праву называть «безопасным» с учетом новой волны беспокойства относительно долговой устойчивости развитых стран.

### Китай расширил валютный коридор, чтобы поддержать рост экономики

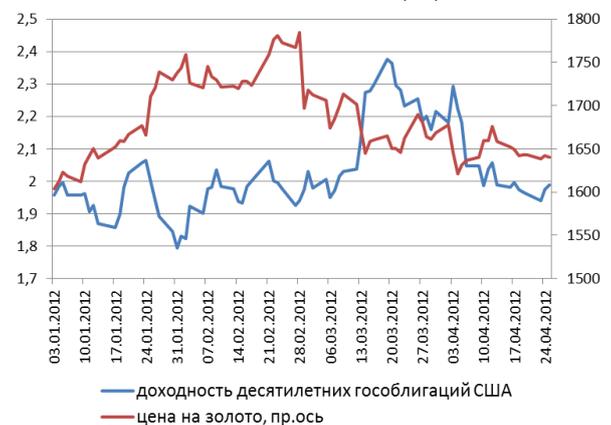
16 апреля Народный банк Китая расширил коридор колебания обменного курса юаня к доллару США с 0,5% до 1% в обоих направлениях. Этот шаг призван повысить прозрачность валютной системы страны и увеличить гибкость национальной валюты. Решение НБК последовало за официальным объявлением о резком замедлении экономического роста до 8,1% в I квартале 2012 года против 8,9% в IV квартале 2011 года (рис.6). Предыдущее расширение валютного коридора юаня было установлено в 2007 году, тогда диапазон был зафиксирован в пределах 0,5% вместо прежних 0,3%. Директор-распорядитель МВФ К.Лагард приветствовала решение НБК, отметив, что повышение гибкости курсообразования будет благоприятствовать продвижению рыночных реформ в Китае.

**Рисунок 4. Изменение основных фондовых индексов с начала 2012 года (04.01.2011 = 1)**



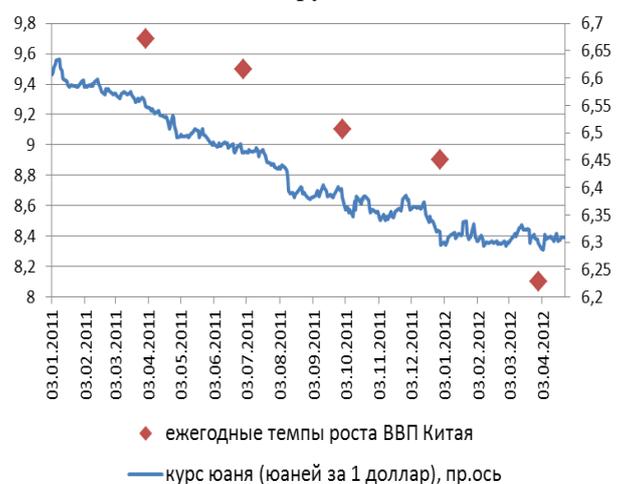
Источник: Bloomberg

**Рисунок 5. Динамика цен на золото (долларов за 1 тр. унцию) и доходности десятилетних гособлигаций США (%)**



Источник: Bloomberg

**Рисунок 6. Динамика темпов роста ВВП Китая (квартальные значения год к году) и курса юаня к доллару США**



Источник: Reuters, Bloomberg

## Риски ликвидности

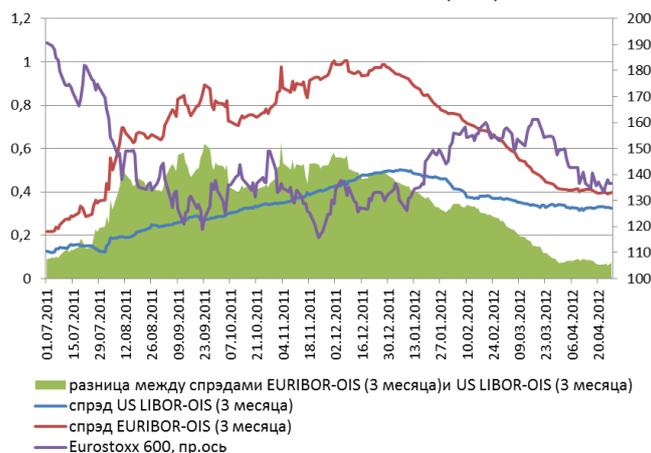
### Проявление первых признаков неэффективности политики ЕЦБ

По прошествии нескольких месяцев после того, как ЕЦБ в два этапа реализовал программу вливания денежных средств в экономику еврозоны (LTRO), стали проявляться признаки неэффективности политики европейского регулятора. Первоначальная позитивная реакция рынка ослабила опасения разрастания кризиса, однако рост суверенных рисков в апреле заставил усомниться в хорошем состоянии денежного рынка Европы с учетом падения европейских банковских индексов (рис.7). Сужение спреда Euribor-OIS и его сближение с аналогичным показателем в США скорее отражает затянувшийся эффект искусственного вливания ликвидности со стороны ЕЦБ и не является гарантией стабильности рынка. Кроме того, дешевый поток денежных средств ослабил стимулы к очищению банками балансов от проблемных активов, что может отсрочить возврат банковского сектора к стабильному росту. Тем не менее, ЕЦБ пока воздерживается от новых решений. Вероятнее всего, он возобновит выкуп гособлигаций<sup>1</sup> в качестве меры борьбы с разгорающимся кризисом и не прибегнет к очередному LTRO. Вместе с тем, Банк Японии расширил программу выкупа активов на 10 трлн. йен (123 млрд. долларов), а в США, несмотря на хорошую макростатистику, сохраняются риски снижения стоимости акций ввиду скорого завершения операции Твист (рис.8).

### Замедление роста в крупнейших развивающихся странах провоцирует регуляторов на смягчение ДКП

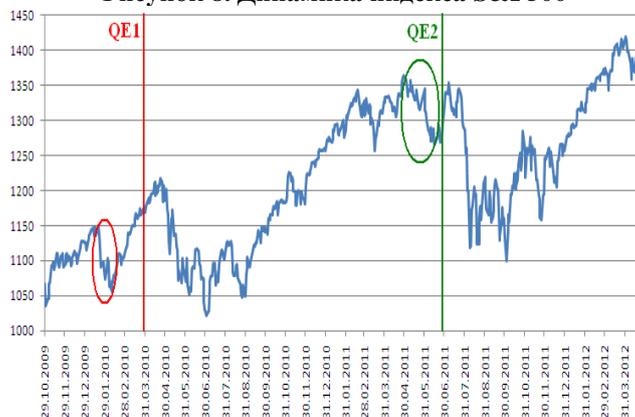
Необходимость в том, чтобы подстегнуть рост ВВП, на фоне усиления кризисных явлений в еврозоне вынудила ЦБ крупнейших развивающихся стран понизить свои базовые ставки в апреле (рис.9). Резервный банк Индии, несмотря на высокий уровень инфляции, впервые с 2009 года снизил базовую ставку на 0,5 п.п. до 8%. ЦБ Бразилии понизил базовую ставку на 0,75 п.п. до 9%, при том, что с августа 2011 года стоимость кредитования и так сократилась уже на 3,5 п.п. Народный банк Китая использует вербальное воздействие на рынок – в текущем месяце регулятор неоднократно давал понять, что готовится к дальнейшему смягчению ДКП, а именно к снижению обязательных резервов с учетом замедлившегося роста экономики до минимума почти за три года.

**Рисунок 7. Динамика процентных спредов (п.п.) и индекса Eurostoxx 600 (б.п.)**



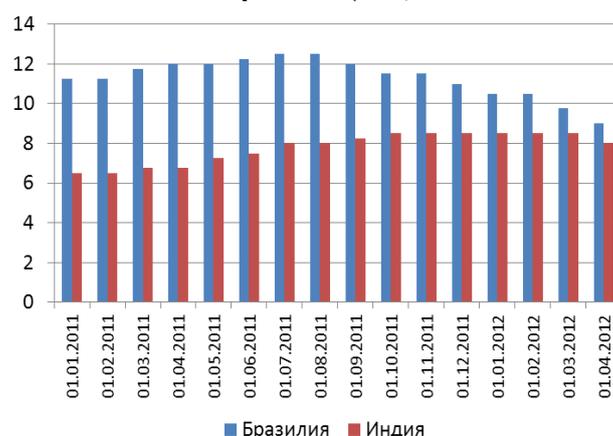
Источник: Bloomberg

**Рисунок 8. Динамика индекса S&P500**



Источник: Bloomberg

**Рисунок 9. Уровень базовых ставок в Индии и Бразилии (в %)**



Источник: Reuters

<sup>1</sup> Пока с момента запуска программы выкупа облигаций в мае 2010 года ЕЦБ выкупил бумаги Греции, Португалии, Италии и Испании на сумму 214 млрд. евро.

## Риски потоков капитала

### Усиление рисков оттока капитала из развивающихся стран

На фоне возобновившихся долговых проблем в еврозоне растет подверженность развивающихся рынков риску внезапного оттока иностранного капитала. По данным EPFR, темпы роста притока вложений в фонды акций и облигаций данной группы стран замедлились с 21% в марте до 1,5% в апреле. Подтверждением усиления рисков оттока капитала служит динамика индекса волатильности VIX, который за последний месяц возрос на 3 б.п. (рис.10). Ввиду сложившейся тенденции МВФ провел стресс-тестирование основных макроэкономических показателей при реализации сценария внезапного оттока капитала из развивающихся стран, которые на протяжении 2009-2011 годов являлись крупнейшими реципиентами иностранных инвестиций. Результаты стресс-теста МВФ, проведенного с использованием векторной авторегрессионной модели, представлены на рис.11. Выявлено, что риску снижения темпов экономического роста, в первую очередь, подвержены Польша, Турция, Венгрия и Малайзия; риску снижения кредитования, который выражен через соотношение объема кредитования к ВВП, – Республика Корея и Малайзия; существенное влияние на экономику развивающихся стран окажет риск девальвации национальных валют. В случае усугубления кризиса в еврозоне можно ожидать частичную реализацию этих рисков в ближайшей перспективе.

### Китай предпринимает меры для стимулирования притока инвестиций

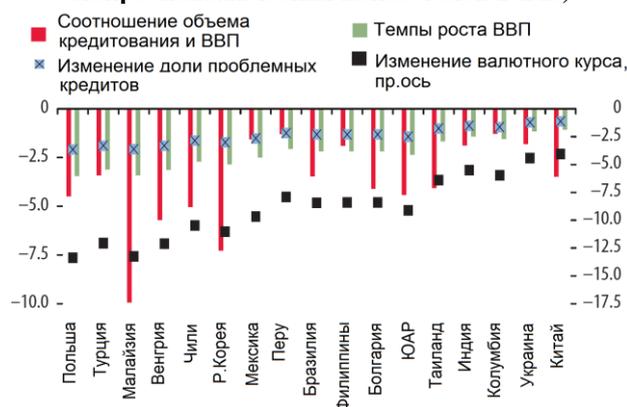
Замедление темпов роста ВВП в Китае приводит к сокращению притока иностранного капитала. В частности, как свидетельствуют данные EPFR, динамика притока средств в китайские акции и облигации с середины февраля 2012 года демонстрирует тенденцию к замедлению (рис.12). В апреле вложения в китайские фонды сократились на 378 млн. долларов. В этих условиях регуляторы страны вынуждены предпринимать меры, направленные на стимулирование экономической активности, в том числе посредством смягчения требований к вложениям иностранных инвесторов. В апреле Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг Китая повысила лимит на суммарный приток иностранных инвестиций в китайские ценные бумаги с рейтингом не ниже «А», котируемые на национальных биржах, с 30 млрд. долларов до 80 млрд. долларов.

**Рисунок 10. Динамика индекса волатильности VIX и вложений в акции и облигации развивающихся стран**



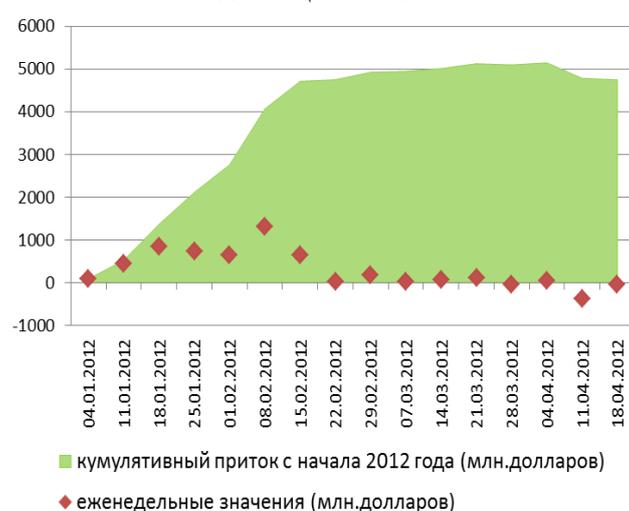
Источник: Bloomberg, EPFR

**Рисунок 11. Стресс-тест МВФ (годовое изменение макроэкономических показателей в п.п.)**



Источник: МВФ

**Рисунок 12. Динамика вложений в фонды акций и облигаций Китая**



Источник: EPFR

## Риски России

### МВФ улучшил прогноз роста российской экономики и отметил необходимость ужесточения ДКП

В апрельском докладе о перспективах мировой экономики эксперты МВФ несколько повысили прогноз темпов роста ВВП России на 2012 и 2013 годы (рис.13). По их мнению, российская экономика имеет довольно устойчивые позиции по макропоказателям, в первую очередь благодаря сохраняющимся высоким ценам на нефть, что позволит регуляторам страны справиться с внешними рисками, которые могут реализоваться при дальнейшем усилении долгового кризиса в еврозоне. Россия имеет один из самых низких среди развивающихся стран Центральной и Восточной Европы показателей по соотношению кредитов в иностранной валюте к ВВП, а последствия сокращения доли заемного капитала европейскими банками довольно ограничены (при сохранении нынешнего курса политики кредитование российской экономики европейскими банками сократится всего на 3%). Несмотря на улучшение прогнозов экономического роста, эксперты МВФ акцентируют внимание на том, что Россия остается сильно подверженной рискам ускорения инфляции. В этой связи Россия отнесена к числу стран (Индия, Индонезия, Турция), которым следует начать более активное ужесточение ДКП посредством повышения процентных ставок (рис.14).

### Риски процентного арбитража на рынке РЕПО

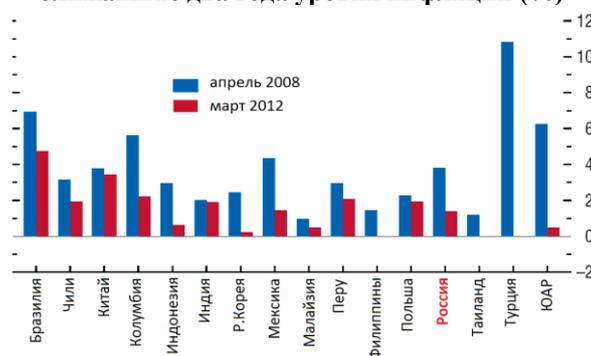
К аналогичному выводу о необходимости ужесточения процентной политики пришли и российские эксперты<sup>2</sup>. Свою позицию они обосновывают наличием большой разницы между доходностью ОФЗ и ставкой междилерского РЕПО, которую российские банки в последние месяцы стали активно использовать для проведения арбитражных операций (посредством заключения сделок РЕПО с ОФЗ). Наиболее крупные позиции по сделкам РЕПО с ОФЗ за март-апрель 2012 года имеют Сбербанк, Банк Москвы, ЦентрКредит, Росбанк, Credit Suisse и ING. Доходность ОФЗ действительно существенно превышает ставку, по которой их можно заложить на рынке междилерского РЕПО, однако, как показывают статистические данные на длительном временном интервале, данный спрэд образовался уже давно и потому не является исключительным событием текущего периода (рис.15). Высокий леввередж характерен для отдельных участников рынка РЕПО, однако они не являются системно значимыми, и их состояние не несет угрозы для стабильности российского денежного рынка.

**Рисунок 13. Темпы роста ВВП России, % (прогноз МВФ)**

Фактические значения	Прогноз по состоянию на апрель 2012 г.		Изменение прогноза по сравнению с оценками в январе 2012 г.		
2010	2011	2012	2013	2012	2013
4,3	4,3	4	3,9	+0,7	+0,4

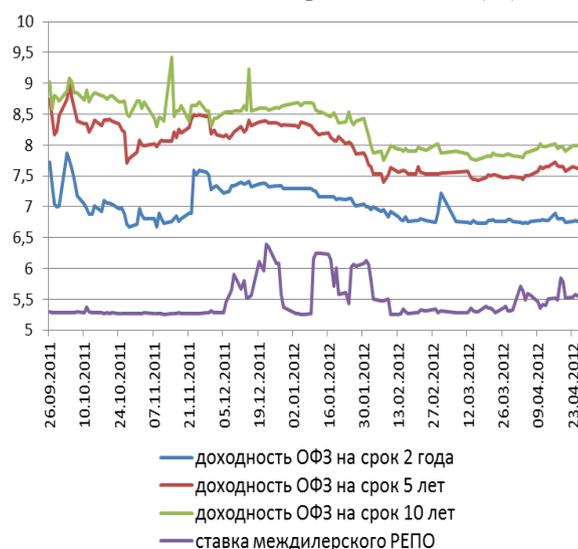
Источник: МВФ

**Рисунок 14. Уровень реальных процентных ставок в развивающихся странах, скорректированный с учетом ожидаемого в ближайшие два года уровня инфляции (%)**



Источник: МВФ

**Рисунок 15. Динамика доходностей ОФЗ и ставки междилерского РЕПО (%)**



Источник: Банк России

<sup>2</sup> Процент из воздуха. Ведомости № 078, 28 апреля 2012 г.