

ОБЗОР ГЛОБАЛЬНЫХ РИСКОВ

ФЕВРАЛЬ 2013

Меры фискальных и денежных властей по урегулированию долгового кризиса в еврозоне, проведение сверхмягкой денежно-кредитной политики в развитых странах и высокий риск-аппетит среди инвесторов сохраняют надежду на постепенное восстановление роста глобальной экономики в 2013 году. Несмотря на все еще слабую макростатистику, многие показатели стран еврозоны стали улучшаться, в частности, в проблемных экономиках происходит снижение стоимости заимствований и рост объема банковских депозитов. Среди сдерживающих факторов – риски невыполнения целевых бюджетных нормативов в еврозоне, политическая нестабильность в Италии, запуск бюджетного секвестра и нерешенность вопроса повышения «потолка» госдолга в США, а также среднесрочные риски сворачивания стимулирующей политики ведущих центральных банков.

Кредитные риски



В последние месяцы в проблемных странах еврозоны наблюдалась стабильная динамика доходностей суверенных облигаций и рост объема банковских депозитов. Это является свидетельством того, что острая фаза долгового кризиса пройдена. Вместе с тем, из-за появления новых рисков, а именно политической нестабильности в Италии, возможно некоторое ухудшение ситуации. В США был запущен процесс секвестирования бюджета, что повысило риски замедления экономического роста страны и создало некоторую неопределенность относительно перспектив развития мировой экономики в краткосрочном периоде.

Рыночные риски



На фоне неопределенности, связанной с приближением сроков реализации бюджетного секвестра, а также сохраняющихся долговых рисков и неблагоприятной макростатистики в Европе рост мировых фондовых индексов, наблюдаемый с конца 2012 года, прекратился. На валютных рынках повысилась волатильность курса евро к доллару США.

Риски ликвидности



Благодаря сверхмягкой денежно-кредитной политике в развитых странах на денежных рынках сохраняются благоприятные условия фондирования. В европейской банковской системе по-прежнему поддерживается избыточный объем ликвидности, несмотря на производимые банками выплаты по долгосрочной задолженности перед ЕЦБ. Положительным сигналом является снижение средневзвешенной стоимости заимствований в проблемных странах. Вместе с тем, в США возобновились активные дискуссии о рисках стимулирующей политики. Отсутствие единства во мнениях среди руководителей ФРС США может негативно повлиять на ожидания инвесторов.

Риски потоков капитала



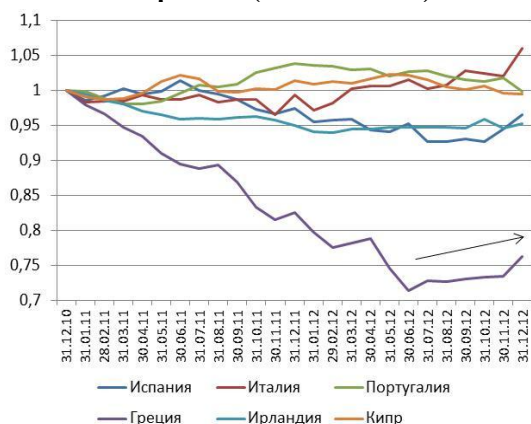
В феврале наблюдалось некоторое снижение объема иностранных вложений в фонды ценных бумаг развивающихся стран по сравнению с предшествующим месяцем. Однако в целом тенденция роста спроса инвесторов на высокорисковые облигации сохраняется.

Кредитные риски

Рост вероятности обострения суверенных рисков в Европе

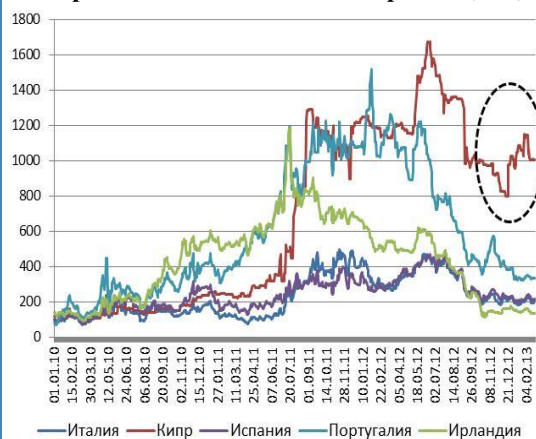
Благодаря согласованию финансовой помощи Греции в конце 2012 года европейским регуляторам удалось преодолеть наиболее острую фазу долгового кризиса в еврозоне. Позитивным сигналом является не только сохранение низкой стоимости суверенных заимствований в проблемных странах, но и постепенное восстановление доверия среди участников рынка. В частности, наблюдается приток депозитов в греческие банки (рис.1): по февральским оценкам ЦБ Греции, за период с июня 2012 года, когда состоялись перевыборы в парламент, по февраль 2013 года показатель составил 15 млрд. евро. Улучшение макроэкономических показателей в еврозоне, однако, ожидается нескоро. В феврале Еврокомиссия уменьшила прогноз снижения ВВП региона до 0,3% в 2013 году (в ноябре 2012 года ожидался рост ВВП на 0,1%) (табл.1). Сокращение ВВП, рост безработицы, увеличение долговой нагрузки неизбежны в условиях проведения бюджетной консолидации, особенно в проблемных странах. При этом ряд факторов нестабильности может вызвать новую волну негативных тенденций в еврозоне. Во-первых, спад в производстве не позволяет некоторым странам достичь целевых бюджетных нормативов. Во-вторых, остается нерешенным вопрос долговой устойчивости Кипра. Чтобы не допустить дефолта, договоренности по выделению кредитного транша международными кредиторами должны быть достигнуты до июня 2013 года, когда наступает срок погашения 1,4 млрд. евро по гособлигациям Кипра. С учетом благоприятного исхода выборов главы государства можно ожидать, что стороны договорятся о необходимых реформах до указанного срока. Пока значения CDS Кипра выше, чем в других проблемных странах еврозоны, за исключением Греции, и демонстрируют рост с начала года (рис.2). Наконец, наиболее существенный риск представляет собой политическая нестабильность в Италии, так как ни одна партия не добилась устойчивого большинства по итогам парламентских выборов.¹ В случае обострения суверенных рисков ЕЦБ придется активизировать программу выкупа гособлигаций Outright Monetary Transactions, заменившую Securities Market Program в сентябре 2012 года. В этой связи показательны данные по распределению вложений в рамках SMP, обнародованные ЕЦБ в феврале. Гособлигации Италии занимают почти половину вложений (рис.3). Также в течение года не исключается снижение рейтинга Испании ниже инвестиционного уровня, что может вызвать новый виток проблем в еврозоне.

Рисунок 1. Изменение объемов депозитов банковского сектора проблемных стран еврозоны (31.12.2010 = 1)



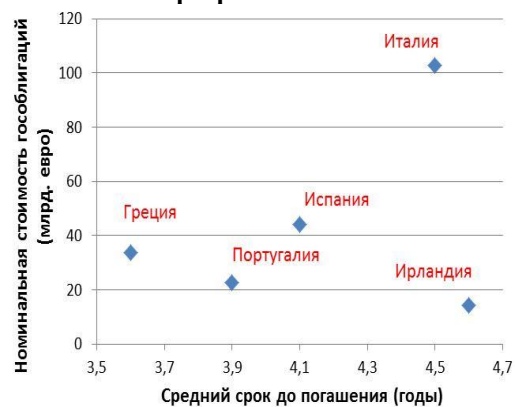
Источник: Bloomberg

Рисунок 2. Динамика стоимости суверенных CDS проблемных стран еврозоны за исключением Греции (б.п.)



Источник: Reuters Datastream

Рисунок 3. Распределение вложений ЕЦБ в гособлигации стран еврозоны в рамках программы SMP



Источник: ЕЦБ

¹ По итогам парламентских выборов в Италии 24-25 февраля с незначительным перевесом голосов победила левоцентристская партия (П.Берсани), однако в верхней палате (Сенат) большинство мест фактически будет принадлежать правоцентристской партии (С.Берлускони), так как собрание комплектуется на основании не только общенациональных, но и региональных выборов.

Таблица 1. Прогноз Европейской Комиссии темпов роста реального ВВП, дефицита бюджета и госдолга (% ВВП)

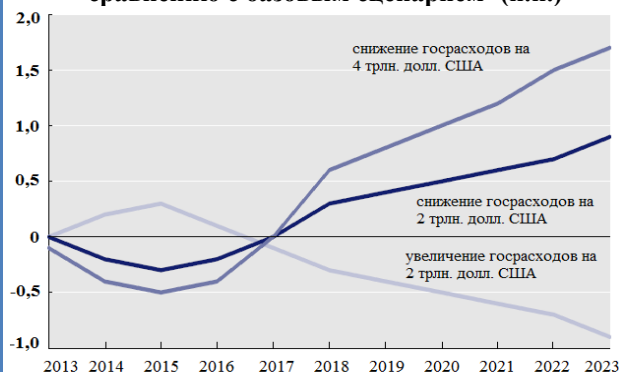
	Темпы роста реального ВВП (%)				Госдолг (% ВВП)				Дефицит бюджета (% ВВП)			
	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
Бельгия	1,8	-0,2	0,2	1,5	97,8	99,8	100,8	101,1	-3,7	-3,0	-3,0	-3,2
Германия	3,0	0,7	0,5	2,0	80,5	81,6	80,7	78,3	-0,8	0,1	-0,2	0,0
Эстония	8,3	3,2	3,0	4,0	6,1	10,5	11,8	11,3	1,1	-0,5	-0,4	0,2
Ирландия	1,4	0,7	1,1	2,2	106,4	117,2	122,2	120,1	-13,4	-7,7	-7,3	-4,2
Греция	-7,1	-6,4	-4,4	0,6	170,6	161,6	175,6	175,2	-9,4	-6,6	-4,6	-3,5
Испания	0,4	-1,4	-1,4	0,8	69,3	88,4	95,8	101,0	-9,4	-10,2	-6,7	-7,2
Франция	1,7	0,0	0,1	-1,3	86,0	90,3	93,4	95,0	-5,2	-4,6	-3,7	-3,9
Италия	0,4	-2,2	-1,0	0,8	120,7	127,1	128,1	127,1	-3,9	-2,9	-2,1	-2,1
Кипр	0,5	-2,3	-3,5	-1,3	71,1	86,5	93,1	97,0	-6,3	-5,5	-4,5	-3,8
Люксембург	1,7	0,2	0,5	1,6	18,3	20,5	22,2	24,1	-0,3	-1,5	-0,9	-1,3
Мальта	1,6	1,0	1,5	2,0	70,4	73,1	73,8	73,6	-2,7	-2,6	-2,9	-2,5
Нидерланды	1,0	-0,9	-0,6	1,1	65,5	70,8	73,8	75,0	-4,5	-4,1	-3,6	-3,6
Австрия	2,7	0,7	0,7	1,9	72,4	74,3	75,2	74,5	-2,5	-3,0	-2,5	-1,8
Португалия	-1,6	-3,2	-1,9	0,8	108,0	120,6	123,9	124,7	-4,4	-5,0	-4,9	-2,9
Словения	0,6	-2,0	2,0	0,7	46,9	53,7	59,5	63,4	-6,4	-4,4	-5,1	-4,7
Словакия	3,2	2,0	1,1	2,9	43,3	52,4	55,1	57,1	-4,9	-4,8	-3,3	-3,4
Финляндия	2,8	-0,1	0,3	1,2	49,0	53,4	56,4	57,6	-0,8	-1,7	-1,5	-1,3
Еврозона	1,4	-0,6	-0,3	1,4	88,1	93,1	95,1	95,2	-4,2	-3,3	-2,8	-2,7
Болгария	1,7	0,8	1,4	2,0	16,3	18,9	17,1	17,3	-2,0	-1,0	-1,3	-1,0
Чехия	1,9	-1,1	0,0	1,9	40,8	45,5	48,0	49,5	-3,3	-5,2	-3,1	-3,0
Дания	1,1	-0,4	1,1	1,7	46,4	45,6	45,9	47,3	-1,8	-4,0	-2,7	-2,8
Латвия	5,5	5,3	3,8	4,1	42,2	41,9	44,4	41,5	-3,4	-1,5	-1,1	-0,9
Литва	5,9	3,6	3,1	3,6	38,5	41,1	40,5	40,3	-5,5	-3,2	-2,9	-2,4
Венгрия	1,6	-1,7	-0,1	1,3	81,4	78,6	78,7	77,7	4,3	-2,4	-3,4	-3,4
Польша	4,3	2,0	1,2	2,2	56,4	55,8	57,0	57,5	-5,0	-3,5	-3,4	-3,3
Румыния	2,2	0,2	1,6	2,5	34,7	38,0	38,1	38,0	-5,7	-2,9	-2,4	-2,2
Швеция	3,7	1,0	1,3	2,7	38,4	37,7	37,3	35,5	0,3	-0,2	-0,9	-0,2
Великобритания	0,9	0,0	0,9	1,9	85,2	89,8	95,4	97,9	-7,8	-6,3	-7,4	-6,0
ЕС	1,5	-0,3	0,1	1,6	83,1	87,2	89,9	90,3	-4,4	-3,8	-3,4	-3,1

Источник: Европейская Комиссия

Риски реализации бюджетного секвестра в США

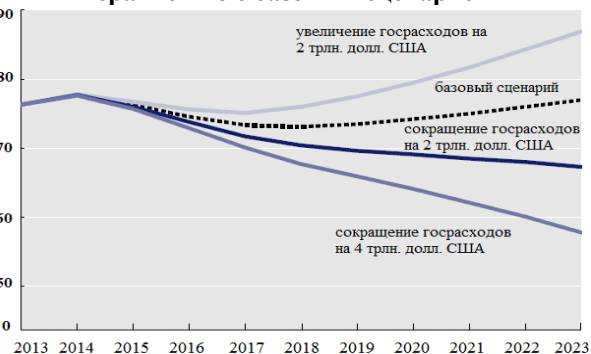
Президент США Б. Обама после провала переговоров в Конгрессе подписал указ о приведении в действие плана по секвестру расходных статей американского бюджета, что повысило риски для экономического роста страны. Автоматическое секвестрование предполагает сокращение расходной части бюджета на 1,2 трлн. долл. США в течение последующих 10 лет, из которых половина придется на снижение оборонных расходов. При этом со 2 марта по 1 октября 2013 года (начало нового фискального года в США) федеральные министерства и ведомства должны будут сократить свои расходы на 85 млрд. долл. США. Следует отметить, что влияние бюджетного секвестра будет иметь негативные последствия для экономики США, но они, скорее всего, будут достаточно ограниченными. Количественные оценки роста ВВП и уровня госдолга при различных сценариях, подготовленные Бюджетным управлением Конгресса (Congressional Budget Office, CBO) еще до принятого решения по секвестру, представлены на рис.4 и рис.5. CBO прогнозирует, что по итогам 2013 года рост ВВП составит 1,4%, дефицит бюджета – 845 млрд. долл. США, а уровень госдолга будет находиться на уровне 77% ВВП.

Рисунок 4. Изменение реального ВВП по сравнению с базовым сценарием² (п.п.)



Источник: CBO

Рисунок 5. Изменение уровня госдолга по сравнению с базовым сценарием



Источник: CBO

² Базовый сценарий предполагает действие текущего законодательства, включающего положения закона от 1 января 2013 года American Taxpayer Relief Act of 2012.

Рыночные риски

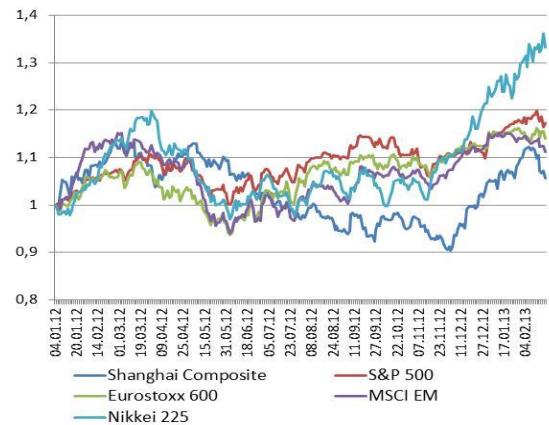
Риски замедления роста на фондовых рынках

На мировых фондовых рынках наблюдается коррекция из-за неопределенности, связанной с дальнейшим развитием ситуации в еврозоне и США. Рост основных фондовых индексов в феврале прекратился, за исключением японского фондового рынка, который находится на подъеме с осени прошлого года, когда началось активное стимулирование экономики (рис.6). Изменение других индексов было незначительным: американский S&P 500 увеличился за месяц на 1,1%, Eurostoxx 600 – на 0,9%, сводный индекс развивающихся рынков MSCI Emerging Markets упал на 1,4%, Shanghai Composite – на 0,8%. Вместе с тем, регуляторы ведущих стран еврозоны публикуют ухудшенные оценки темпов роста ВВП по итогам IV квартала 2012 года: в Германии показатель составил -0,6% в квартальном исчислении, а во Франции -0,3%. Бундесбанк, однако, ожидает в I квартале положительный рост экономики на фоне увеличения капиталовложений компаний. Перспективы Германии выглядят намного лучше по сравнению с Францией. Между странами увеличивается разрыв в показателях, отражающих их экономическое положение, что демонстрирует спрэд между индексами деловой активности PMI в промышленной сфере и сфере услуг – показатель с начала года держится на историческом максимуме (рис.7).

Риски дестабилизации валютных рынков

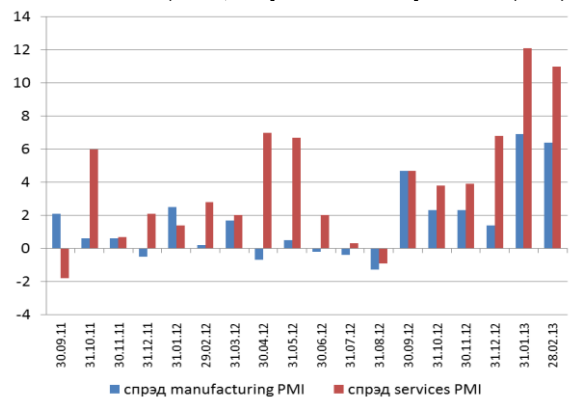
На фоне неопределенности относительно глобальных экономических перспектив повысилась вероятность дестабилизации валютных рынков. Риск роста колебаний курса евро относительно доллара США начал постепенно отражаться в ожиданиях участников рынка опционов, о чем свидетельствует индикатор спроса на опционное хеджирование «бабочка»³ против резких колебаний данной пары валют. Показатель начал демонстрировать тенденцию к росту, хотя и находится ниже уровня, который наблюдался до обострения европейского долгового кризиса в середине 2011 года (рис.8). В случае обострения ситуации можно ожидать повышения волатильности курса евро к доллару США в краткосрочной перспективе.

Рисунок 6. Динамика основных фондовых индексов (04.01.2012 = 1)



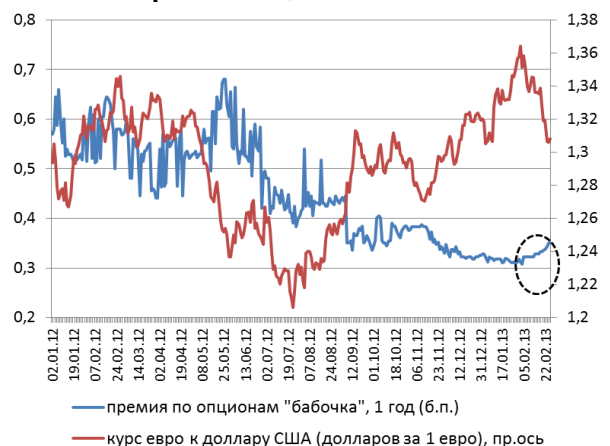
Источник: Bloomberg

Рисунок 7. Спрэд между индексами деловой активности (PMI) Германии и Франции (б.п.)



Источник: Bloomberg

Рисунок 8. Динамика курса евро к доллару США и спроса на опционы «бабочка»



Источник: Bloomberg

³ «Бабочка» - стратегия хеджирования, позволяющая оценить вероятность значительных колебаний спот-цен до следующего исполнения (определяется как разница между подразумеваемой волатильностью при одновременной покупке неприбыльного опциона колл и пут к данному исполнению).

Риски ликвидности

Сохранение благоприятных условий на европейском денежном рынке

В конце января 2013 года европейские банки начали погашать трехлетние кредиты, предоставленные ЕЦБ годом ранее в рамках двух аукционов (LTRO). Объем погашенных обязательств на конец февраля составил 212,3 млрд. евро (табл.2). Данная сумма погашений пока позволяет поддерживать избыточный объем ликвидности в европейской банковской системе, и с учетом этого на денежном рынке сохраняются благоприятные условия фондирования. Ставки денежного рынка Euribor 3m и Eonia по-прежнему находятся на минимальных уровнях (рис.9). Об улучшении ситуации с ликвидностью в Европе также свидетельствует снижение стоимости привлечения ресурсов. По данным ЕЦБ, средневзвешенная стоимость привлеченных средств (ставки по депозитам и рыночным займам) к настоящему моменту снизилась до 2% для итальянских и испанских банков (с наблюдавшихся в конце 2011 года 4% и 3% соответственно). Кроме того, согласно опросу ЕЦБ, банки ожидают дальнейшего улучшения условий фондирования, хотя дифференциация по странам и размерам банков сохраняется.

Риски стимулирующей политики в США

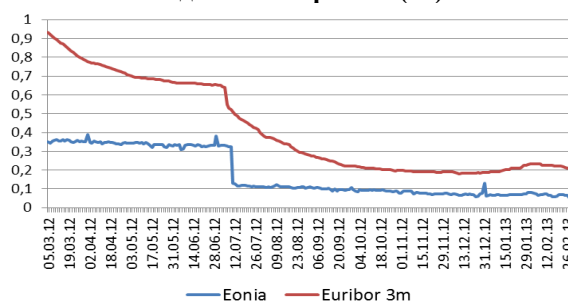
ФРС США продолжает следовать стимулирующему курсу политики, в соответствии с которым сохраняется низкий уровень процентных ставок и производится ежемесячный выкуп облигаций в объеме 85 млрд. долл. США. Такой курс поддерживает большинство членов Комитета операций на открытом рынке (Federal Open Market Committee, FOMC). В последний месяц, однако, среди руководителей ФРС США стали усиливаться споры о рисках стимулирующей политики, что следует из опубликованного в феврале протокола по итогам заседания Комитета 29-30 января. Некоторые высказываются за целесообразность более быстрого выхода из программы количественного смягчения. Но с учетом реализации бюджетного секвестра, который, как отмечалось, окажет определенное негативное влияние на уровень занятости и повысит риски для экономического роста (рис.10, табл.3), ФРС США в ближайшее время не должна сократить объемы выкупа облигаций.

Таблица 2. Погашение долгосрочных обязательств перед ЕЦБ европейскими банками (млрд. евро)

Общая сумма предоставленного трехлетнего рефинансирования	1018,7	
1 аукцион (21 декабря 2011 г.)	489,2	
2 аукцион (29 февраля 2012 г.)	529,5	
Объем погашенных обязательств	212,3	
	Количество участников	Сумма выплат
30 января	278	137,2
6 февраля	27	3,5
13 февраля	21	5,0
20 февраля	9	3,8
27 февраля	9	1,7
27 февраля	356	61,1
Остаток обязательств по LTRO	806,4	

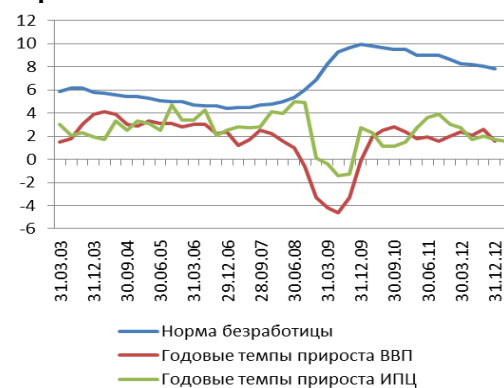
Источник: ЕЦБ

Рисунок 9. Динамика ставок европейского денежного рынка (%)



Источник: Bloomberg

Рисунок 10. Динамика основных макроэкономических показателей в США (%)



Источник: Bloomberg

Таблица 3. Прогноз по основным макроэкономическим показателям в США (%)

	2012 (оценка)	прогноз	
		2013	2014
Годовые темпы прироста ВВП	1,9	1,4	3,4
Годовые темпы прироста ИПЦ	1,9	1,5	2,0
Норма безработицы	7,8	8,0	7,6

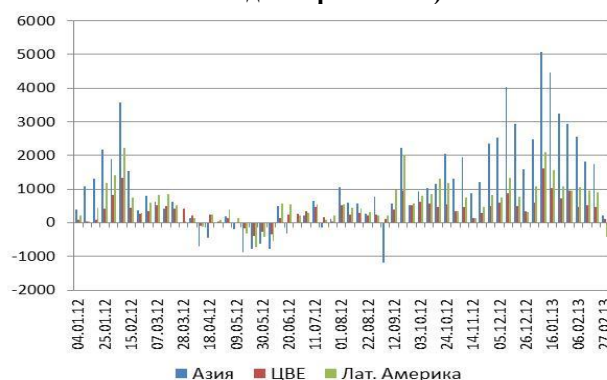
Источник: СВО

Риски потоков капитала

Умеренный аппетит к риску среди инвесторов

В феврале наблюдалось некоторое снижение чистого притока инвестиций в фонды ценных бумаг развивающихся стран. Показатель составил 10,4 млрд. долл. США за период с 30 января по 27 февраля против 25,7 млрд. долл. США в январе (рис.11). При этом, как показывает региональное распределение вложений, большая часть капитала пришлась на страны Азии (6,3 млрд. долл. США). Некоторое снижение объема иностранных вложений в развивающиеся рынки является следствием возобновления нестабильных тенденций в глобальной экономике, хотя в целом инвесторы настроены на поиск более высокой доходности.

Рисунок 11. Динамика вложений в фонды развивающихся стран (еженедельные значения, млн. долларов США)

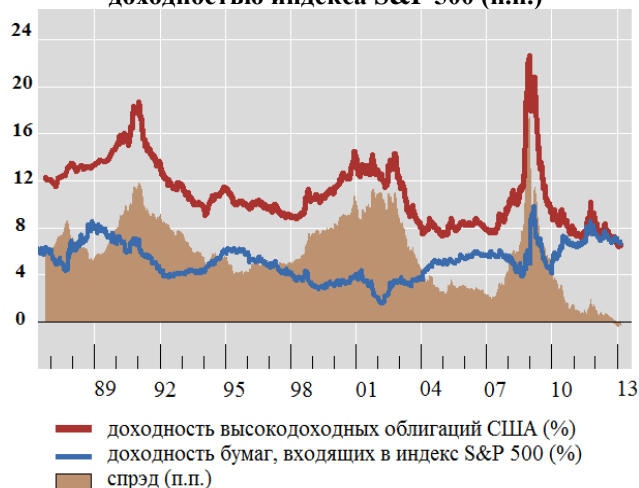


Источник: EPFR

Рост спроса на высокодоходные облигации

В поисках высокой доходности инвесторы увеличивают вложения в высокорисковые облигации. Глобальный объем выпуска высокодоходных бумаг за январь-февраль составил 70 млрд. долл. США, что на 27% больше, чем за аналогичный период 2012 года. О росте спроса инвесторов на рискованные облигации развитых стран свидетельствует снижение доходности высокодоходных облигаций США, которая в начале 2013 года оказалась даже ниже доходности индекса S&P 500 (рис.12). В развивающихся странах наблюдается тенденция опережающего роста облигационного финансирования с учетом уменьшения кредитования европейскими банками (объем эмиссии корпоративных облигаций в национальной валюте в 2012 году увеличился на 63% по сравнению 2011 годом).

Рисунок 12. Спрэд между высокодоходными корпоративными облигациями США и доходностью индекса S&P 500 (п.п.)

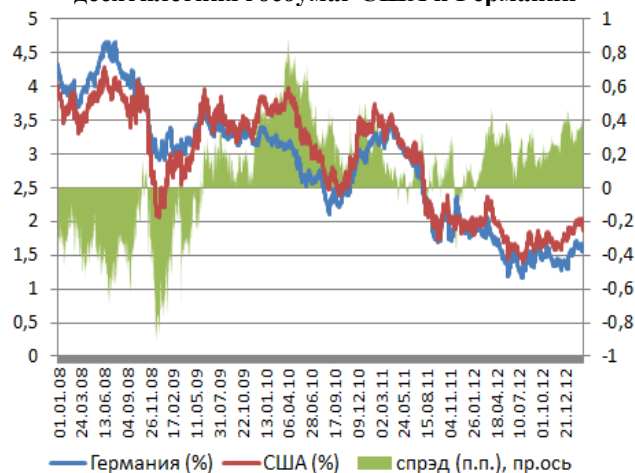


Источник: Bloomberg

Риски снижения привлекательности американских казначейских обязательств

В условиях существующей неопределенности относительно влияния бюджетных и долговых рисков на перспективы американской экономики начался рост доходности десятилетних казначейских обязательств США. При этом наблюдается расширение спреда между доходностью американских бумаг и аналогичных бумаг Германии, которые считаются эталоном для стран еврозоны (рис.13). Данный спрэд находился около нулевых значений в период обострения европейского долгового кризиса, что было обусловлено ростом привлекательности американских облигаций как «безопасных активов». Дальнейшее расширение спреда может стать индикатором ухудшения ожиданий инвесторов относительно перспектив экономического роста США.

Рисунок 13. Спрэд между доходностями десятилетних госбумаг США и Германии



Источник: Bloomberg

Риски России

Сохранение рисков замедления экономического роста

На фоне сохраняющейся неопределенности относительно перспектив развития глобальной экономики Всемирный банк ухудшил оценки роста российского ВВП в 2013 году (до 3,3% по сравнению с 3,6%, прогнозировавшимися осенью 2012 года, табл. 4). Снижение прогноза объясняется следующими факторами: пересмотрен в сторону снижения прогноз средней цены на нефть; Европейская комиссия ухудшила прогноз экономического роста еврозоны – основного экономического партнера России; ожидается, что основным двигателем роста будет потребление (как и в 2012 году), а рост инвестиций будет происходить медленными темпами, начиная с середины 2013 года (в 2012 году наблюдалось заметное снижение годовых темпов прироста промышленного производства и инвестиций в основной капитал, рис.14). В этих условиях эксперты Всемирного банка подчеркивают необходимость повышения эффективности макроэкономической политики посредством последовательного исполнения бюджетного правила, сохранения ориентации денежно-кредитной политики на обеспечение низкой инфляции и укрепления банковского надзора.

Риски снижения профицита текущего счета

В 2012 году негативное влияние внешнеэкономической конъюнктуры на российскую экономику проявилось через некоторое ослабление платежного баланса. По предварительной оценке Банка России, по итогам 2012 года профицит счета текущих операций платежного баланса страны составил 81,3 млрд. долл. США, снизившись с 98,8 млрд. долл. США в 2011 году. Снижение показателя произошло в основном из-за увеличения отрицательного сальдо неторговых статей счета текущих операций (рис.15), а также на фоне сокращающихся темпов прироста экспорта (рис.16). Со II по IV квартал 2012 года значения годовых темпов прироста экспорта были отрицательными. Кроме того, в России сохраняется высокий уровень дефицита счета текущих операций без учета экспорта нефти, нефтепродуктов и природного газа, что также является важным фактором ослабления платежного баланса (в 2012 году показатель составил 265,7 млрд. долл. США). В 2013 году проблемы европейских стран (ввиду того, что они являются основными торговыми партнерами), скорее всего, продолжат оказывать неблагоприятное воздействие на текущий счет платежного баланса России. Одновременно с этим, следует отметить, что российские эмитенты в начале года произвели значительные размещения еврооблигаций, что позитивно отразится на счете операций с капиталом.

Таблица 4. Прогноз ряда экономических показателей Всемирного банка

	2012	прогноз	
		2013	2014
Годовые темпы прироста ВВП, %	3,4	3,3	3,6
Баланс консолидированного бюджета, % ВВП	0,4	-1,0	0,0
Сальдо счета текущих операций, % ВВП	4,1	2,6	1,3
Цены на нефть (индекс ВБ), долл. США за баррель	105	102	102

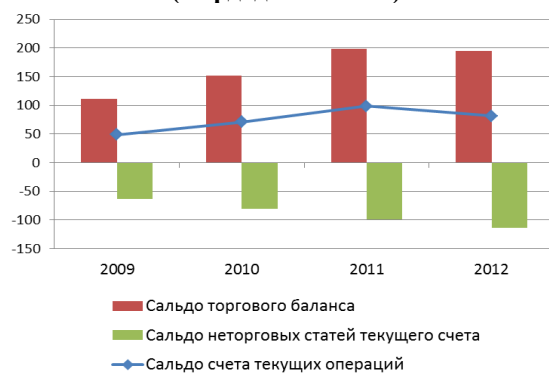
Источник: Всемирный банк

Рисунок 14. Годовые темпы прироста индекса промышленного производства и инвестиций в основной капитал (%)



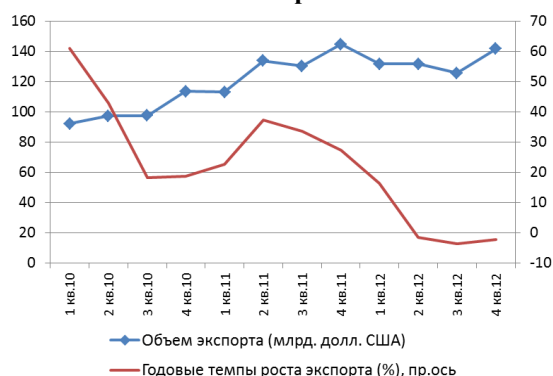
Источник: Росстат

Рисунок 15. Сальдо счета текущих операций (млрд. долл. США)



Источник: Банк России

Рисунок 16. Объем и годовые темпы прироста экспорта



Источник: Банк России