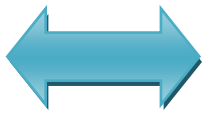


# ОБЗОР ГЛОБАЛЬНЫХ РИСКОВ

**НОЯБРЬ 2012**

Важнейшим событием ноября, благодаря которому в еврозоне сохранился прежний уровень суверенных рисков, стало согласование финансовой помощи Греции. В среднесрочной перспективе, однако, нельзя исключать усиления кризиса, поскольку проблема высокой долговой нагрузки в европейских странах остается нерешенной. Кроме того, продолжают ухудшаться макроэкономические показатели (теперь и в стабильных экономиках еврозоны). Триггером, который спровоцирует рост волатильности на мировых финансовых рынках, может также стать реализация негативного сценария в связи с приближающимся «фискальным обрывом» в США.

## Кредитные риски



На протяжении ноября шел сложный процесс переговоров по согласованию финансовой помощи Греции. Хотя позитивные ожидания участников рынка относительно их исхода и сами результаты саммита Еврогруппы 26-27 ноября позволили **предотвратить рост уровня кредитных рисков**, вероятность усиления рисков в будущем очень высока. Властям Греции будет крайне сложно сократить дефицит бюджета до приемлемого уровня, даже несмотря на одобрение целого ряда инициатив, смягчающих условия ее кредитования. На мировую экономику негативно может также повлиять возможная рецессия в США в случае реализации «фискального обрыва» в начале 2013 года, хотя ожидается, что до этого времени политические стороны все-таки придут к определенному компромиссу.

## Рыночные риски



Динамика мировых фондовых индексов в ноябре была **чрезвычайно волатильной**. На фоне президентских выборов в США и необходимости разрешения проблемы «фискального обрыва» произошло значительное падение индекса S&P 500. В Европе на первый план выходят риски ухудшения макроэкономических показателей в наиболее стабильных странах, в частности, в Германии. Их реализация может негативно отразиться на европейском фондовом рынке.

## Риски ликвидности



Низкие процентные ставки позволяют **поддерживать благоприятные условия** на денежных рынках, но не решают проблем реального сектора экономики, особенно в европейских странах. Поскольку возможности снижения процентных ставок практически исчерпаны, европейским органам власти необходимо с помощью иных инструментов стимулировать инвестиционные вложения в производственные отрасли. Залогом успеха мер регуляторов является разрешение бюджетных проблем и повышение доверия участников рынка друг к другу.

## Риски потоков капитала



В ноябре наблюдался **умеренный аппетит к риску среди инвесторов**. В краткосрочном периоде с учетом достигнутого в конце месяца соглашения по Греции можно ожидать роста вложений в фонды развивающихся стран. В долгосрочной перспективе сохранение рисков усиления кризиса в еврозоне, скорее всего, повлияет на то, что инвесторы будут поддерживать высокий уровень вложений в «безопасные активы».

## Кредитные риски

### Смягчение условий кредитования Греции

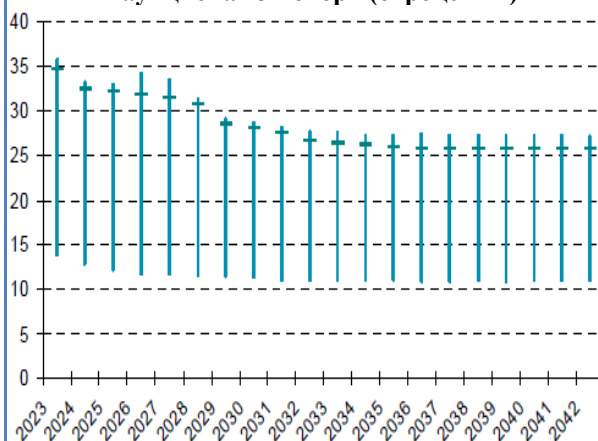
Основной темой месяца стало обсуждение вариантов спасения Греции на общеевропейском уровне. После нескольких встреч Еврогруппы, на саммите 26-27 ноября 2012 года лидеры европейских стран, наконец, пришли к определенному решению. Одобренные инициативы включают снижение процентных ставок по предоставленным кредитам, продление сроков кредитов и перечисление национальными банками стран дохода по греческим госбумагам на счет национального банка Греции начиная с 2013 года<sup>1</sup> (табл.1). Обсуждалась также возможная процедура выкупа Грецией части своих долговых обязательств с рынка. Идея состоит в выкупе бумаг по нынешним низким ценам, не превышающим цены, сложившиеся по итогам аукциона 23 ноября (рис.1), что позволит снизить долговую нагрузку страны (рис.2). На базе новой формы помощи Греции «тройка» международных кредиторов готовится разморозить предоставление пакета финансовой помощи. Выплата траншей будет более жестко привязана к выполнению властями страны согласованных мер бюджетной консолидации<sup>2</sup>. Еврогруппа обсудит утверждение выплаты из EFSF на сумму 43,7 млрд. евро 13 декабря, когда должны быть завершены все процедуры одобрения помощи на уровне национальных парламентов. В случае положительного решения из этой суммы в декабре будут выплачены 10,6 млрд. евро для финансирования бюджета и 23,8 млрд. евро – в виде облигаций EFSF для рекапитализации банков. Выплата оставшейся части денег будет производиться тремя траншами в течение I квартала 2013 года по мере достижения успехов в реализации мер бюджетной консолидации. МВФ пока не принял конкретного решения по дате выдачи своей части финансовой помощи. По оценкам «тройки», согласованные уступки должны позволить снизить госдолг Греции к 2020 году до 124% ВВП и к 2022 году до уровня ниже 110% ВВП с нынешних более чем 170% ВВП и восстановить нормальное функционирование ее экономики. Эти оценки, однако, могут оказаться слишком оптимистичными, поскольку ситуация с госдолгом Греции остается крайне неустойчивой, а одобренные уступки, скорее всего, произведут лишь краткосрочный положительный эффект.

**Таблица 1. Новые условия кредитования Греции**

Снижение процентной ставки по двусторонним кредитам, предоставленным Греции ее партнерами по еврозоне (в рамках Greek Loan Facility)	На 100 б.п.
Продление сроков двусторонних кредитов (на сумму 53 млрд. евро) и кредитов EFSF (на сумму 109 млрд. евро)	На 15 лет
Отсрочка процентных платежей по кредитам EFSF	На 10 лет
Снижение издержек (guarantee fee costs) по кредитам EFSF	На 10 б.п.
Перечисление национальными банками стран прибыли по греческим госбумагам на счет национального банка Греции	С 2013 года

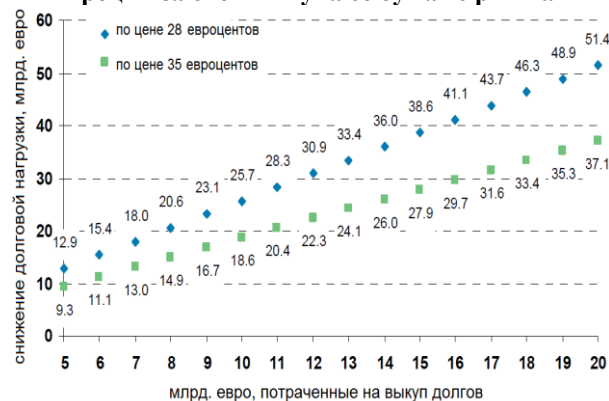
Источник: European Council

**Рисунок 1. Цены греческих госбумаг по итогам аукциона 23 ноября (евроценты)**



Источник: BNP Paribas

**Рисунок 2. Объемы снижения долговой нагрузки Греции за счет выкупа ее бумаг с рынка**



Источник: BNP Paribas

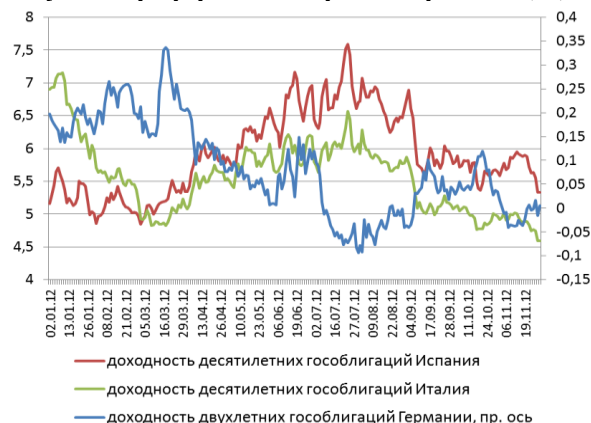
<sup>1</sup> Госбумаги из перечня бумаг, которые ЕЦБ может выкупить в рамках программы выкупа ценных бумаг на вторичном рынке (Securities Market Program – SMP).

<sup>2</sup> В начале ноября парламент Греции одобрил пакет мер, предусматривающий сокращение бюджетных расходов и налоговых льгот на общую сумму 13,5 млрд. евро.

### Ситуация на суверенных долговых рынках еврозоны

Поведение участников суверенного долгового рынка в ноябре было неоднозначным из-за неясности, связанной с тем, какое решение европейские лидеры примут относительно оказания антикризисной помощи Греции, а также на фоне продолжающегося замедления экономического роста в странах региона. С одной стороны, наблюдалось снижение стоимости суверенных заимствований в периферийных странах, а с другой – рост спроса на долговые обязательства Германии как залог безопасности. В ноябре доходность двухлетних гособлигаций Германии снова оказалась в отрицательной зоне (рис.3).

**Рисунок 3. Динамика доходностей долговых бумаг периферийных стран и Германии (%)**



Источник: Bloomberg, Reuters Datastream

### Оценка влияния «фискального обрыва» на экономический рост в США

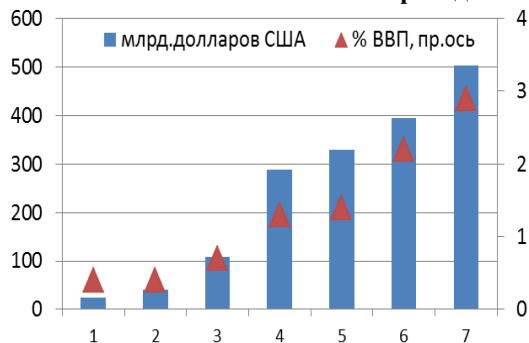
Наиболее серьезным риском для экономики США в краткосрочной перспективе является «фискальный обрыв» (fiscal cliff), предполагающий автоматическое увеличение налогов и сокращение расходов бюджета на 607 млрд. долларов США с 1 января 2013 года. Данная сумма, по оценкам Офиса Конгресса по вопросам налогово-бюджетной политики (Congressional Budget Office – CBO), соответствует 4% ВВП (табл.2). Таким образом, в случае реализации «бюджетного обрыва» американская экономика может войти в период рецессии – ВВП страны по итогам 2013 года, согласно ноябрьскому докладу CBO, может сократиться на 0,5%, при этом уровень безработицы повысится до 9,1%. CBO также представил оценки влияния некоторых вариантов отмены автоматических мер бюджетной консолидации на ВВП (рис.4). Хотя вероятность «фискального обрыва» достаточно велика ввиду наличия политических разногласий, стороны, скорее всего, смогут прийти к временному компромиссному решению.

**Таблица 2. Оценка размера «фискального обрыва» в % ВВП**

Налогово-бюджетные меры	млрд. долларов США	в % ВВП
Отмена большинства налоговых льгот; отмена индексации с учетом инфляции порогового значения дохода, свыше которого применяется альтернативная минимальная налоговая ставка (АМС); снижение расходов на оплату врачебных услуг по программе Medicare.	315	2,1
Отмена льгот по выплате подоходного налога (payroll tax holiday)	95	0,6
Сокращение срока выплат пособий по безработице (emergency unemployment compensation)	6	0,2
Сокращение оборонных расходов бюджета (sequestration)	65	0,4
Другие сокращения расходов бюджета	106	0,7
<b>Всего</b>	<b>607</b>	<b>4</b>

Источник: BNP Paribas, CBO

**Рисунок 4. Оценка роста ВВП в 2013 году (п.п.) в случае разных вариантов отмены некоторых автоматических мер бюджетной консолидации (по базовому сценарию)**



- 1- Отмена снижения оборонных расходов
- 2 - Отмена снижения проч. необоронных расходов и расходов на оплату врачебных услуг по программе Medicare
- 3- Продление льгот для работников по выплате подоходного налога и сроков выплаты пособий по безработице
- 4 - Продление большинства налоговых льгот, за исключением налога на доход наиболее состоятельных домохозяйств, и сохранение индексации АМС
- 5 - Продление большинства налоговых льгот и сохранение индексации АМС
- 6 - Меры 1, 2, 5
- 7 - Меры 1, 2, 3, 5

Источник: CBO

## Рыночные риски

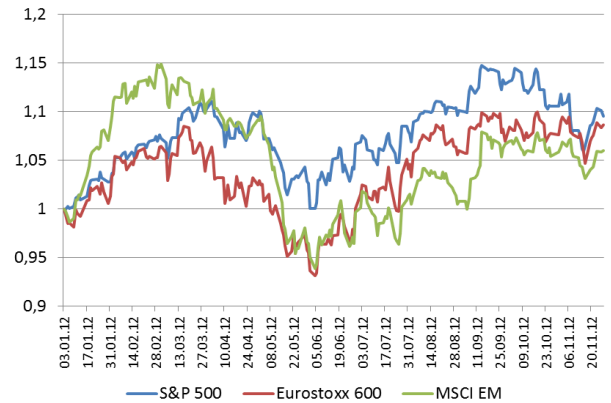
### Повышенная волатильность на мировом фондовом рынке

Мировые фондовые индексы второй месяц подряд изменяются примерно в одном диапазоне, отражая неуверенность участников рынка относительно дальнейшего развития событий в мире. Среди основных факторов нестабильности остается ухудшение экономических условий в странах Европы и Азии. При этом неопределенность, связанная с «фискальным обрывом» в США, привела к довольно существенному падению американского фондового рынка – индекс S&P 500 за октябрь-ноябрь снизился на 3,3% (рис.5). Резкое падение фондовых рынков в первой декаде ноября было связано с неопределенностью исхода президентских выборов в штатах. В ближайшие месяцы на европейский фондовый рынок может негативно повлиять продолжающееся ухудшение экономических показателей в одной из наиболее стабильных стран Евросоюза – Германии. Темпы роста ВВП страны замедлились в III квартале 2012 года до 0,23% в поквартальном выражении с 0,5% в I квартале. По оценкам Бундесбанка, ситуация может ухудшиться и по итогам IV квартала. Кроме того, в Германии наблюдается падение объемов промышленных заказов и индекса ожиданий инвесторов и аналитиков ZEW (рис.6). О росте рисков ведущих стран Евросоюза также свидетельствует лишение Франции наивысшего рейтинга агентством Moody's.

### Снижение склонности инвесторов к риску на валютном рынке

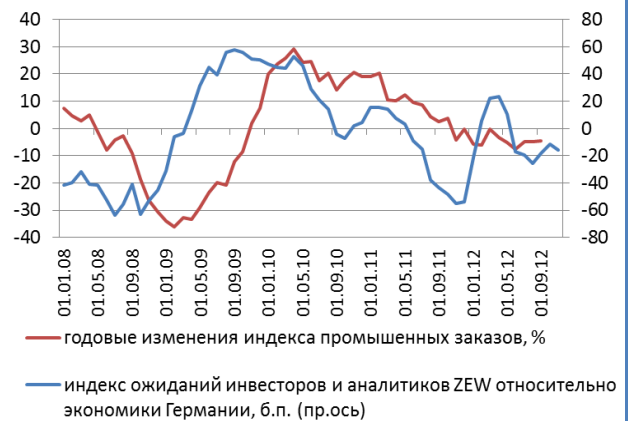
На фоне нерешенности европейских проблем наблюдается снижение склонности участников валютных рынков к рисковым операциям. Индекс UBS V24 Carry Index, отслеживающий прибыль от операций carry-trade, в рамках которых инвесторы осуществляют заимствования в низкодоходных валютах для покупки высокодоходных валют, опустился до уровня конца 2011 года, когда наблюдалось обострение долгового кризиса в еврозоне (рис.7). В этих условиях у участников валютных рынков, так же как и годом ранее, может снова повыситься спрос на защитные активы, такие как национальные валюты США и Японии, хотя в последние месяцы благодаря мерам европейских регуляторов евро несколько укрепился. Если исходить из данных сопоставлений, можно сделать вывод, что в настоящее время инвесторы воспринимают ситуацию на рынках как тревожную.

**Рисунок 5. Динамика фондовых индексов (03.01.2012 = 1)**



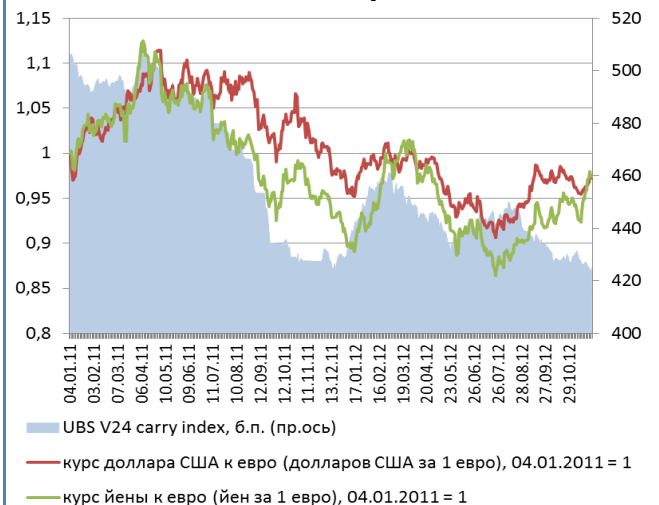
Источник: Bloomberg

**Рисунок 6. Динамика темпов роста ВВП Германии и индекса ZEW**



Источник: Bloomberg

**Рисунок 7. Динамика изменения курсов валют США и йены относительно евро и индекса carry-trade**



Источник: Bloomberg



## Риски ликвидности

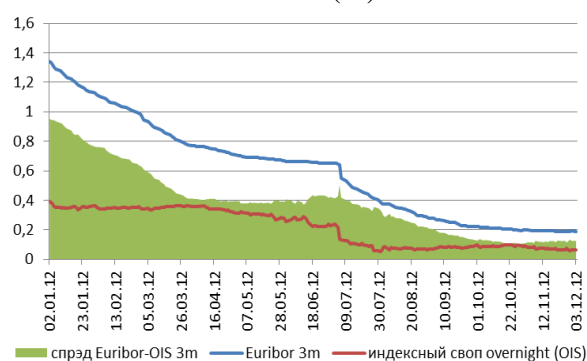
### Сравнение эффективности политики низких процентных ставок в Европе и в США

На фоне низких базовых ставок, установленных ЕЦБ в июле 2012 года, на европейском денежном рынке сохраняются низкие процентные спреды. Спред Euribor-OIS на протяжении последних двух месяцев стабилизировался на уровне 0,12 п.п. (рис.8), отражая благоприятные условия кредитования. Низкие процентные ставки поддерживаются также в других крупнейших развитых экономиках, однако, согласно расчетам Natixis, извлекаемая из них выгода в Европе ниже по сравнению, к примеру, с США и Великобританией, где наблюдается более существенный рост рентабельности активов после кризиса 2008 года (рис.9). Таким образом, дальнейшее снижение ставок в Европе, направленное на создание еще более благоприятных условий заимствований, не обеспечит роста вложений в продуктивные отрасли экономики и, соответственно, не повысит продуктивность капитала. Для достижения желаемого эффекта необходимо улучшение ситуации в реальном секторе экономики, повышение доверия участников рынка друг к другу и к мерам регуляторов.

### Регулирование процентных ставок в США

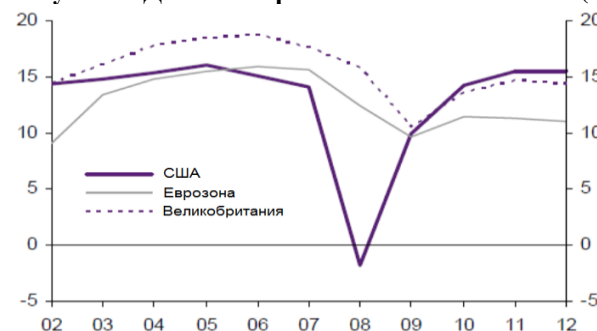
Хорошей новостью для участников американского финансового рынка в ноябре стало обсуждение возможности перехода ФРС США к новой методике определения уровня базовой процентной ставки. Большинство участников Комитета по операциям на открытом рынке ФРС США (FOMC) на заседании 23-24 октября поддержали идею привязать принятие решений в отношении ставки к определенным макроэкономическим показателям (итоги заседания были опубликованы 14 ноября). Реализация этой идеи должна положительно отразиться на финансовом рынке страны и на экономике в целом, поскольку повысится степень прозрачности политики ФРС США. Кроме того, согласно опросу, проведенному агентством Bloomberg среди 862 инвесторов, трейдеров и аналитиков, участники американского финансового рынка (74% опрошенных) ожидают, что регулятор возобновит выкуп казначейских облигаций после окончания в 2012 году действия операции «Твист», в рамках которой приобретаются долгосрочные бумаги за счет продажи краткосрочных. 40% опрошенных также полагают, что ФРС США будет производить выкуп ипотечных облигаций и в 2014 году (рис.10).

**Рисунок 8. Динамика процентного спреда Euribor-OIS 3m (%)**



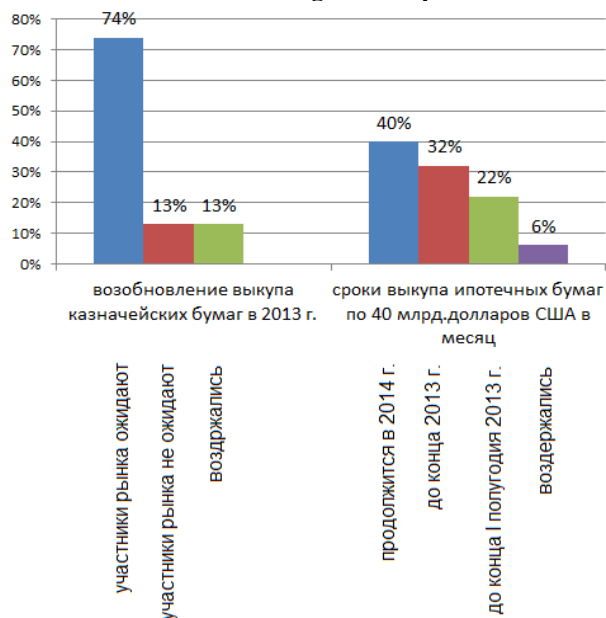
Источник: Bloomberg

**Рисунок 9. Динамика рентабельности активов (%)**



Источник: Natixis

**Рисунок 10. Результаты опроса агентства Bloomberg 27 ноября**



Источник: Bloomberg

## Риски потоков капитала

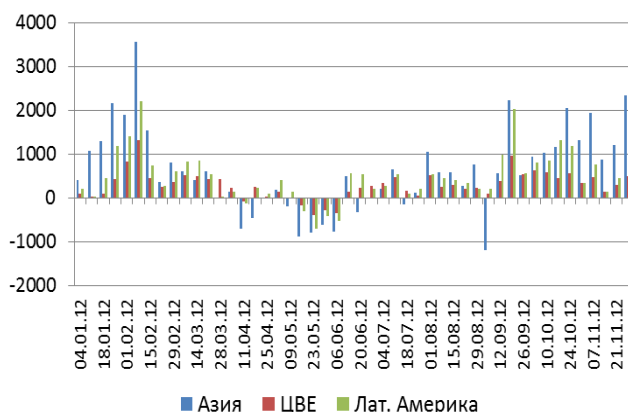
### Некоторое снижение притока капитала в фонды ценных бумаг развивающихся стран

На фоне продолжавшихся на протяжении всего ноября сложных переговоров в Европе относительно согласования финансовой помощи Греции, а также на фоне бюджетных и долговых проблем в США инвесторы с осторожностью относились к рискованным инвестициям. Вложения в фонды ценных бумаг развивающихся стран сократились с 11,2 млрд. долларов США в октябре до 9,9 млрд. долларов США в ноябре (рис.11). При этом азиатские акции выглядели наиболее привлекательными – сумма инвестиций в данный вид активов в ноябре составила 5,5 млрд. долларов США. С учетом того, что в конце месяца благодаря соглашению по Греции миновала кризисная ситуация, связанная с возможным усилением суверенных рисков в еврозоне, в декабре можно ожидать роста аппетита к риску среди инвесторов. Дополнительным фактором в пользу увеличения вложений в активы развивающихся стран является более благоприятная макроэкономическая конъюнктура. В частности, в ряде крупнейших развивающихся экономик наблюдаются улучшения в динамике годовых темпов роста экспорта (рис.12). В Китае в конце октября данный показатель достиг 11,6%; в Южной Корее объемы экспорта перестали сокращаться в октябре и в ноябре достигли 3,9% в годовом выражении; в Индии и Индонезии за последние месяцы темпы сокращения объемов экспорта существенно снизились.

### Сохранение повышенного спроса на безрисковые активы

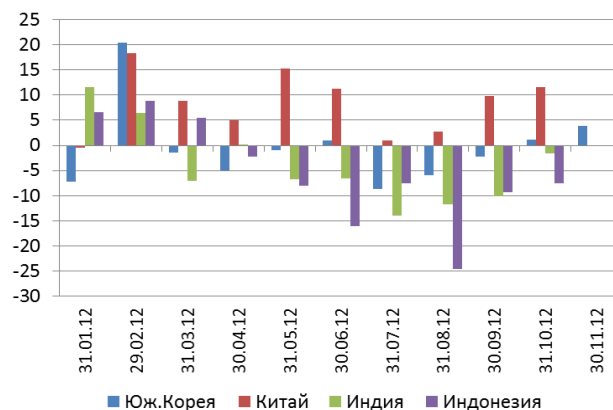
С учетом приближения «фискального обрыва» можно было бы ожидать ослабления спроса на американские казначейские бумаги. Однако, согласно обнародованным 16 ноября Казначейством США данным, суммарные вложения иностранных инвесторов в указанные активы продолжают расти: за период с августа 2011 года (когда был повышен потолок госдолга) по сентябрь 2012 года они выросли на 546,7 млрд. долларов США. При этом китайские инвесторы сокращают свою подверженность рискам США, хотя и остаются крупнейшими кредиторами страны в рамках инвестирования валютных резервов в казначейские бумаги наряду с японскими инвесторами (рис.13). С учетом сохраняющихся рисков усиления долгового кризиса в еврозоне инвесторы, скорее всего, продолжают поддерживать высокий уровень вложений в «безопасные» активы.

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



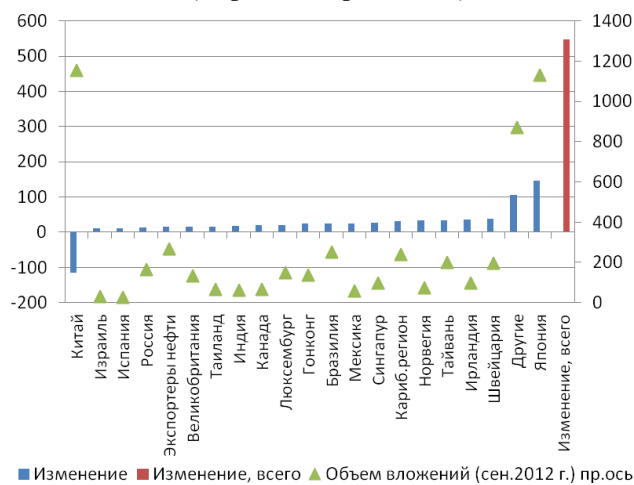
Источник: EPFR

**Рисунок 12. Динамика годовых темпов роста экспорта некоторых развивающихся стран (%)**



Источник: Reuters

**Рисунок 13. Изменение объема вложений стран в казначейские обязательства США за период с августа 2011 г. по сентябрь 2012 г. (млрд. долларов США)**



Источник: US Treasury

## Риски России

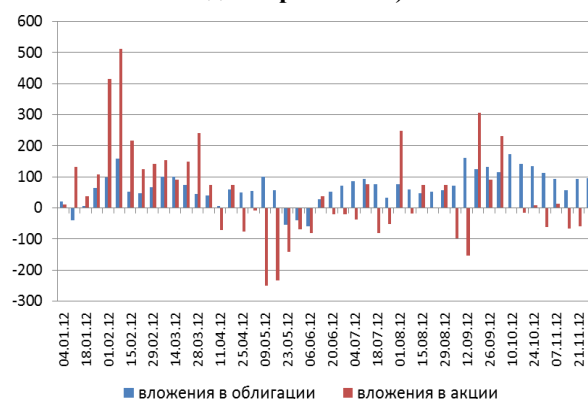
### Степень привлекательности российской экономики в сравнении с другими развивающимися странами

На фоне общего замедления глобальной экономики в России сокращаются темпы роста ВВП (годовые значения показателя в I и II кварталах 2012 года составили соответственно 4,9% и 4%, а в III квартале, по предварительной оценке Росстата, - 2,9%). Так же как и в других развивающихся странах, в условиях сохранения невысокой склонности инвесторов к риску в России наблюдается некоторое сокращение вложений иностранных инвесторов в национальные фонды ценных бумаг. В ноябре чистый приток капитала в акции составил 337,4 млн. долларов США, а чистые вложения в облигации сократились на 20,9 млн. долларов США (рис.14). При этом оценки инвесторов относительно краткосрочных перспектив формирования благоприятного инвестиционного климата в России в последние месяцы ухудшились. Согласно исследованию, проведенному CESifo Group в ноябре, индикатор «экономического климата» (Economic Climate Index), рассчитанный для России и отражающий ожидания участников рынка относительно экономических перспектив в стране через шесть месяцев, заметно снизился. Сокращение показателя, тем не менее, в два раза меньше максимального падения, зафиксированного в период кризиса 2008-2009 годов (рис.15).

### Оценка суверенных рисков

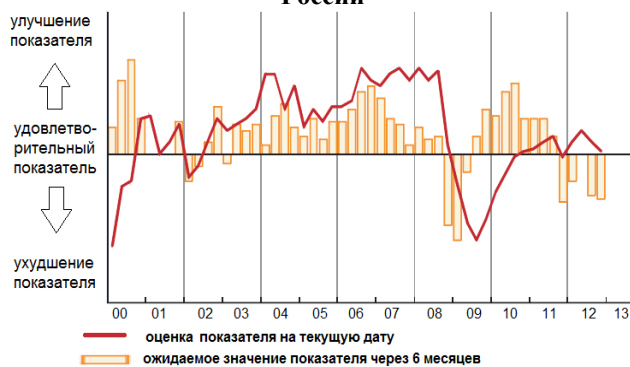
Экономический климат является одним из важных факторов формирования суверенных рисков. Тем не менее, несмотря на позитивные оценки экономического климата крупнейших развивающихся стран (например, Китая и Бразилии), инвесторы могут недооценивать их риски. По данным Natixis, суверенный рейтинг этих стран существенно завышен (рис.16), рейтинг же, присвоенный России международным рейтинговым агентством S&P, по мнению аналитиков, адекватно отражает реальное состояние российской экономики.

Рисунок 14. Иностранное вложение в российские фонды ценных бумаг (еженедельные значения, млн. долларов США)



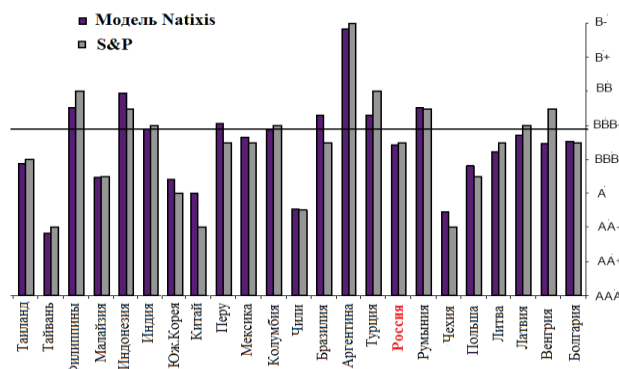
Источник: EPFR

Рисунок 15. Индекс экономического климата в России



Источник: CESifo Group

Рисунок 16. Суверенные рейтинги развивающихся стран



Источник: Natixis