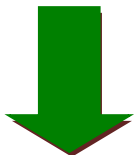


# ОБЗОР ГЛОБАЛЬНЫХ РИСКОВ

ДЕКАБРЬ 2012

Риски для финансовой стабильности еврозоны остаются актуальными, несмотря на позитивный эффект завершившихся в декабре переговоров по выделению кредитного транша Греции «тройкой» международных кредиторов. Страны региона ждут тяжелый год реализации реформ в бюджетной и банковской сферах, которые необходимы для преодоления рецессии. От их успеха, а также от исхода продолжающихся в политических кругах США переговоров по двум ключевым проблемам – «бюджетный обрыв» и повышение потолка госдолга – будут во многом зависеть перспективы развития мировой экономики в 2013 году.

## Кредитные риски



В декабре 2012 года «тройка» международных кредиторов, наконец, одобрила выделение кредитного транша Греции. В результате в еврозоне **снизился уровень суверенных рисков**, о чем свидетельствует продолжающееся сокращение стоимости заимствований. В США был принят закон, содержащий ряд налоговых мер и предусматривающий двухмесячную отсрочку решения по сокращению бюджетных расходов, благодаря которому удалось **предотвратить «бюджетный обрыв»**. Несмотря на это, риски усиления долгового кризиса в еврозоне ввиду наличия сложностей, связанных с предстоящей реализацией реформ в бюджетной и банковской сферах, а также риски неэффективной налогово-бюджетной и долговой политики в США могут стать факторами дестабилизации мировой экономики в 2013 году.

## Рыночные риски



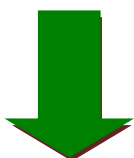
К концу 2012 года **сформировался повышательный тренд в движении основных фондовых индексов**, несмотря на их высокую волатильность в течение года. В дальнейшем конъюнктура на мировых фондовых рынках будет складываться в зависимости от успеха реализации реформ в еврозоне и исхода переговоров по «бюджетному обрыву» и повышению потолка госдолга в США.

## Риски ликвидности



Развитые страны **продолжают осуществлять смягчение денежно-кредитной политики** с целью стимулирования экономического роста. ФРС США объявила новый раунд выкупа казначейских облигаций начиная с 2013 года, подтвердила курс на продолжение выкупа ипотечных бумаг в рамках третьего раунда количественного смягчения и привязала уровень базовой процентной ставки к макроэкономическим индикаторам. Банк Японии с помощью очередного расширения программы выкупа активов добился снижения курса национальной валюты.

## Риски потоков капитала



На фоне мер европейских регуляторов и ФРС США наблюдается **рост склонности инвесторов к риску** и, как следствие, **увеличение притока капитала в развивающиеся страны**: объем вложений в фонды ценных бумаг в конце 2012 года превысил значения на начало года. Формирование благоприятных условий на рынках капитала должно оказать позитивное влияние на экономический рост развивающихся стран, хотя оно и чревато обострением проблемы валютных дисбалансов в краткосрочной перспективе.

## Кредитные риски

### Одобрение кредитного транша Греции

В декабре правительство Греции успешно осуществило выкуп гособлигаций со сроками погашения с 2023 года по 2042 год у греческих и международных инвесторов. Согласно пресс-релизу Агентства по управлению госдолгом Греции от 12 декабря, инвесторы подали заявки на выкуп гособлигаций Греции номинальным объемом 31,9 млрд. евро, и все заявки были удовлетворены. Средневзвешенная цена выкупа бондов составила 33,8% номинала. Успешный выкуп бондов позволил Греции, наконец, получить очередной транш кредитов, который задерживался с лета 2012 года из-за политической нестабильности и углубления рецессии в стране. Сумма кредитного транша, одобренного Еврогруппой на саммите 12-13 декабря, составила 49,1 млрд. евро (табл.1). С учетом принятых позитивных решений рейтинговое агентство S&P повысило долгосрочный суверенный рейтинг Греции до В- со стабильным прогнозом (ранее в декабре агентство поместило его на отметку SD – «выборочный дефолт»). Таким образом, у участников рынка появилась надежда на то, что ситуация с долговым кризисом выправится. Об ослаблении суверенных рисков в еврозоне свидетельствует снижение стоимости заимствований. Доходности десятилетних госбумаг Греции находятся даже ниже уровня, который был зафиксирован в марте после завершения реструктуризации греческого госдолга (рис.1).

### Риски рецессии в еврозоне из-за долговых проблем

Несмотря на снижение суверенных рисков, в еврозоне сохраняются риски рецессии в 2013 году. В декабре ЕЦБ ухудшил прогнозы по росту ВВП региона: по итогам 2012 года ожидается снижение ВВП на 0,4-0,6% (против ожидавшихся в сентябре 0,2-0,6%), оценки диапазона значений по итогам 2013 года колеблются от минус 0,9% до плюс 0,3% (согласно сентябрьским оценкам – от минус 0,4% до плюс 1,4%). Ухудшение макроэкономических перспектив в краткосрочном периоде является следствием слабого внутреннего и внешнего спроса, сформировавшегося из-за сложностей реализации бюджетной консолидации в странах и сохраняющейся напряженности на финансовых рынках. Бундесбанк вчетверо снизил прогноз по росту ВВП Германии, являющейся основным двигателем роста еврозоны (рис.2), в 2013 году – с 1,6% до 0,4%. Преодоление рецессии в еврозоне будет во многом зависеть от успеха реализации бюджетных реформ в ближайшие годы (рис.3).

**Таблица 1. Объемы и сроки предоставления кредитного транша Греции**

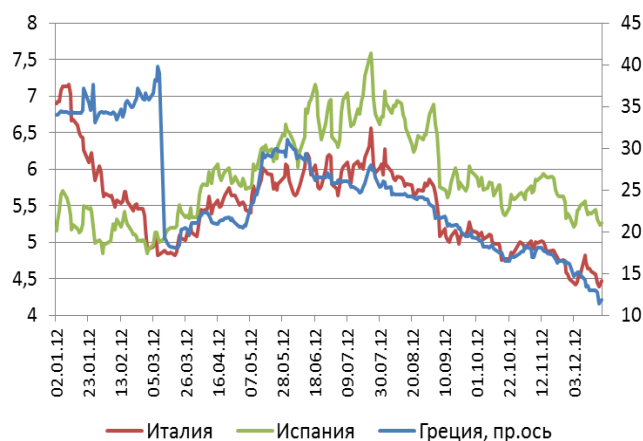
<b>Общая сумма кредитного транша</b>	<b>49,1 млрд. евро</b>
Из общей суммы:	
- выплачены в декабре	34,3 млрд. евро
- будут выплачены в I квартале 2013 года	14,8 млрд. евро

### Цели расходования средств, которые предполагается предоставить в I квартале 2013 года:

- 1) рекапитализация и оздоровление/ликвидация банков (январь)
- 2) покрытие бюджетных расходов (средства будут предоставлены тремя траншами по мере реализации реформ бюджетной консолидации)

Источник: European Council

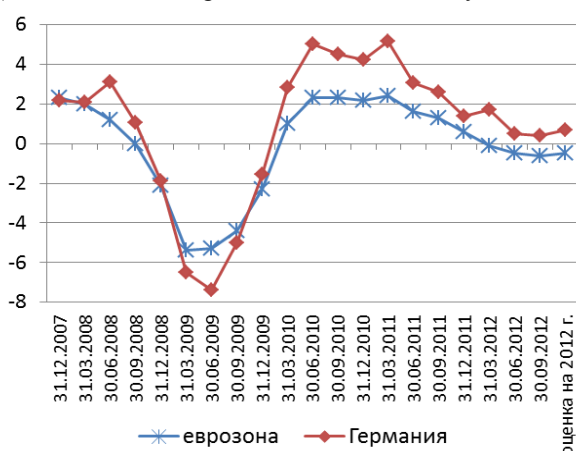
**Рисунок 1. Доходности десятилетних гособлигаций Греции, Италии и Испании (%)**



Источник: Reuters Datastream

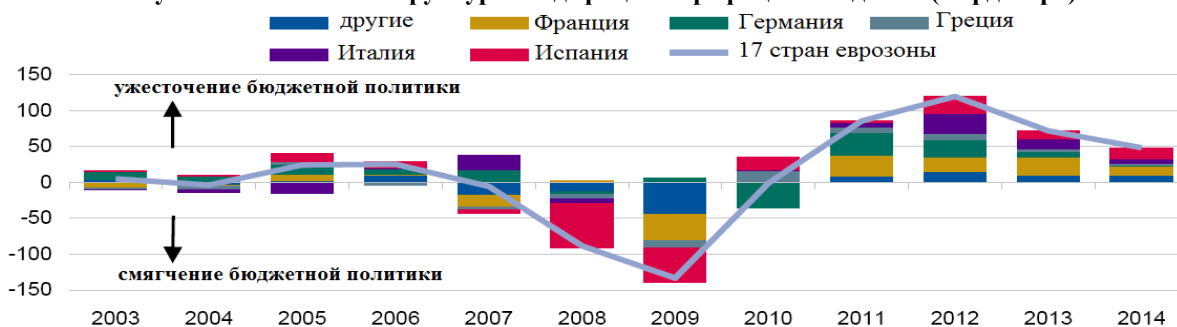
**Рисунок 2. Годовые темпы роста ВВП еврозоны и Германии (%)**

(на 2012 г. – декабрьская оценка ЕЦБ и Бундесбанка)



Источник: Reuters

**Рисунок 3. Изменение структурного дефицита/профицита бюджета (млрд. евро)**

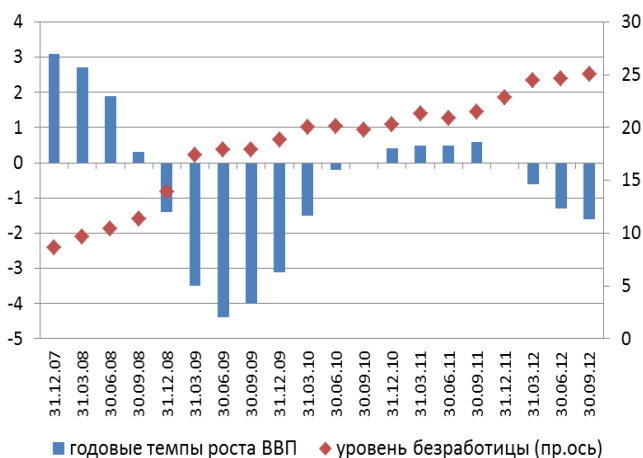


Источник: Европейская Комиссия, национальные органы власти, Fitch

**Сохранение проблем банковского сектора еврозоны**

Тяжелая ситуация сохраняется и в банковском секторе еврозоны. Правительству Испании все же пришлось обратиться за внешней финансовой помощью. Еврогруппа одобрила кредитный транш на сумму 39,5 млрд. евро, из которых 37 млрд. евро предполагается потратить на рекапитализацию четырех национализированных банков (Bankia, Novagalicia, CatalunyaCaixa, Banco de Valencia) и 2,5 млрд. евро – на помощь недавно созданному агентству по управлению «плохими активами». Ситуация в стране осложняется высоким уровнем безработицы и продолжающимся четвертый квартал подряд сокращением ВВП (рис.4). Тем не менее, постепенное продвижение европейских регуляторов в направлении создания единого механизма банковского надзора в еврозоне внушает некоторый оптимизм. На саммите Еврогруппы 12-13 декабря были конкретизированы сроки этого проекта: новый надзорный механизм будет формироваться в течение 2013 года и начнет действовать с 2014 года.

**Рисунок 4. Годовые темпы роста ВВП и уровень безработицы в Испании (%)**

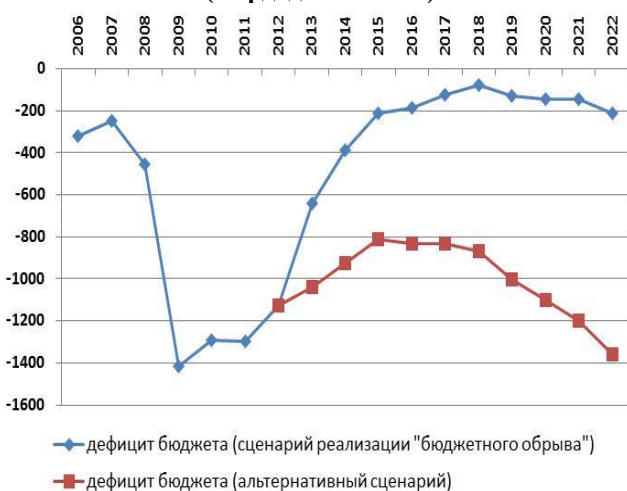


Источник: Reuters

**Сохранение рисков «бюджетного обрыва»**

На протяжении ноября-декабря в политических кругах США шли сложные переговоры по согласованию налогово-бюджетных мер в связи с «бюджетным обрывом»<sup>1</sup>. В самый последний момент – в ночь с 31 декабря 2012 года на 1 января 2013 года – Сенат США большинством голосов поддержал законопроект<sup>2</sup>, позволяющий временно избежать реализации «бюджетного обрыва». Закон предусматривает повышение подоходного налога для семей и частных лиц, получающих доход более 450 и 400 тыс. долл. США в год соответственно, продление ряда налоговых льгот, а также перенос решения по сокращению бюджетных расходов до 1 марта 2013 года. В результате принятия закона совокупный объем бюджетного дефицита США, по оценкам Офиса Конгресса по вопросам налогово-бюджетной политики (Congressional Budget Office –

**Рисунок 5. Динамика дефицита бюджета США при реализации различных сценариев (млрд. долл. США)**



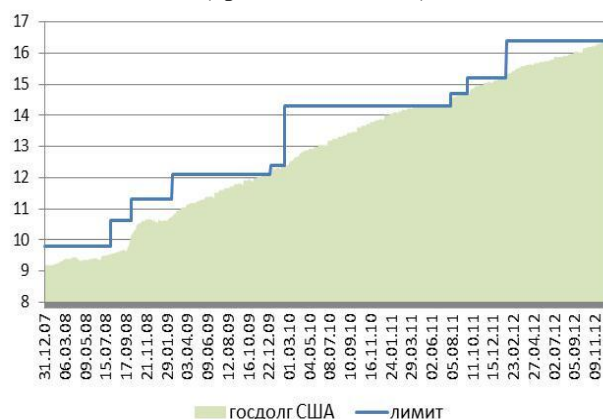
Источник: СВО

<sup>1</sup> Автоматическое увеличение налогов и сокращение расходов бюджета, вступающее в силу с 1 января 2013 года.

<sup>2</sup> American Taxpayer Relief Act of 2012.

СВО), в ближайшие десять лет составит 4 трлн. долл. США. Ранее оценки СВО составляли 2,3 трлн. долл. США при реализации «бюджетного обрыва» и порядка 10 трлн. долл. США при принятии закона о продлении всех налоговых льгот и сохранении расходных статей (альтернативном сценарии) (рис.5). С учетом расходов на обслуживание госдолга (600 млрд. долл. США) бюджетный дефицит должен составить 4,6 трлн. долл. США. При этом были улучшены оценки роста американского ВВП в 2013 году (табл.2). Риски «бюджетного обрыва», однако, сохраняются ввиду его двухмесячной отсрочки. Нерешенной остается и долговая проблема: стороны не смогли согласовать повышение лимита заимствований страны, тогда как ее госдолг 31 декабря 2012 года составил 16,433 трлн. долл. США, превысив верхнюю планку, установленную на отметке 16,394 трлн. долл. США (рис.6). В этих условиях Казначейство США планирует высвободить дополнительные 200 млрд. долл. США (за счет так называемых «чрезвычайных мер» («extraordinary measures»)), которые позволят отсрочить технический дефолт страны по ее долговым обязательствам и решение о повышении лимита хотя бы до середины-конца февраля 2013 года. Обострение бюджетных и долговых проблем в США в ближайшее время может спровоцировать цепочку неблагоприятных последствий как для американской, так и для мировой экономики.

**Рисунок 6. Динамика госдолга США и его лимита (трлн. долл. США)**



Источник: Bloomberg

**Таблица 2. Прогноз темпов роста ВВП в 2013 году**

Сценарий реализации «бюджетного обрыва» (оценка на ноябрь 2012 года)	-0,5%
Сценарий с учетом принятого Сенатом законопроекта (оценка на январь 2013 года)	1,5%-1,75%

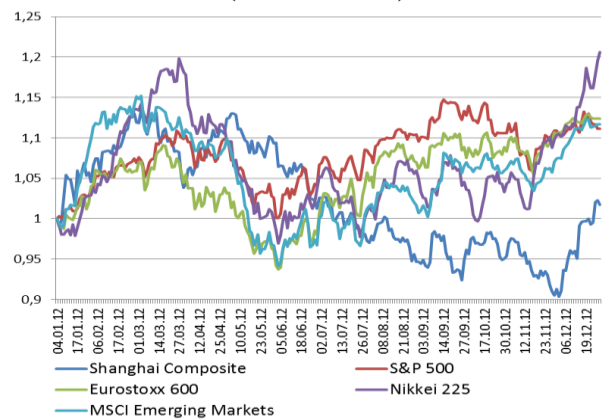
Источник: СВО

## Рыночные риски

### Сохранение повышательного тренда на мировых фондовых рынках

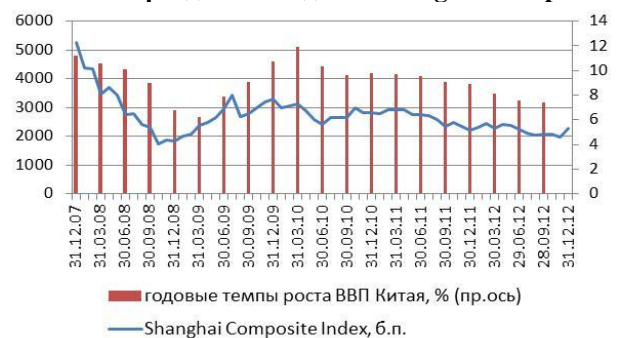
В декабре рост мировых фондовых индексов продолжился на фоне позитивного исхода европейского саммита в целом и принятых решений по Греции в частности. По итогам 2012 года основные индексы продемонстрировали довольно существенный рост (рис.7): S&P 500 вырос на 11,2%, Eurostoxx 600 – на 12,4%, MSCI Emerging Markets – на 11,6%, Nikkei 225 – на 20,6%. При этом рост индекса китайского фондового рынка Shanghai Composite был минимальным (1,7%), что связано с замедлением экономического роста стране на протяжении года (годовые темпы роста ВВП Китая сократились с 8,9% в 2011 году до 7,7% по итогам 2012 года, рис.8). Ухудшение перспектив экономического роста во многих странах мира по мере распространения негативных последствий долгового кризиса в еврозоне на другие регионы стало одним из основных факторов, обусловивших высокую волатильность на мировых фондовых рынках в 2012 году. В 2013 году конъюнктура на мировых фондовых рынках будет во многом зависеть от успеха реализации реформ в еврозоне и дальнейших переговоров по отсроченному «бюджетному обрыву» в США.

**Рисунок 7. Динамика фондовых индексов (04.01.2012 = 1)**



Источник: Bloomberg

**Рисунок 8. Динамика годовых темпов роста ВВП Китая и фондового индекса Shanghai Composite**

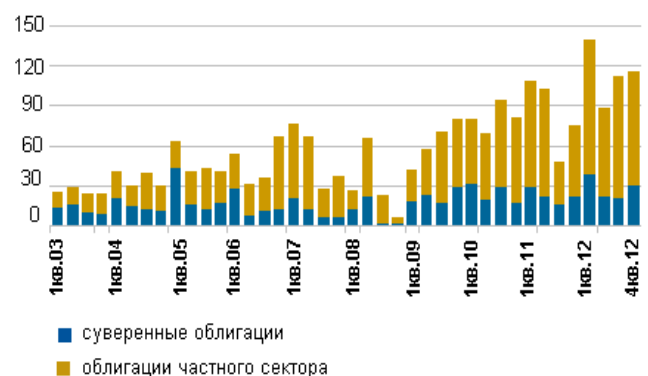


Источник: Bloomberg

### Повышенный спрос инвесторов на международные облигации развивающихся стран

Негативное влияние долгового кризиса еврозоны на развивающиеся страны выразилось в основном в росте волатильности на рынках капитала и в усилении валютных дисбалансов в 2012 году. Необходимость привлечения кредитования вынудила развивающиеся страны увеличить объемы выпуска облигаций на международных рынках, и они пользовались высоким спросом среди инвесторов в условиях сохранения низких процентных ставок развитыми странами. По данным рейтингового агентства Fitch, объем эмиссии облигаций, выпущенных на международных рынках развивающимися экономиками в 2012 году, был рекордным (рис.9). В 2013 году объем эмиссии таких бумаг, скорее всего, сохранится на высоком уровне в условиях проводимой сверхмягкой денежно-кредитной политики развитыми экономиками.

**Рисунок 9. Объем облигаций, выпущенных развивающимися странами на международных рынках (млрд. долл. США)**



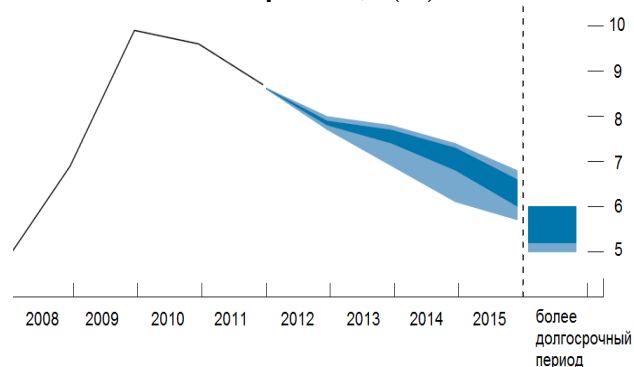
Источник: Fitch

## Риски ликвидности

### ФРС США продолжает стимулировать экономику

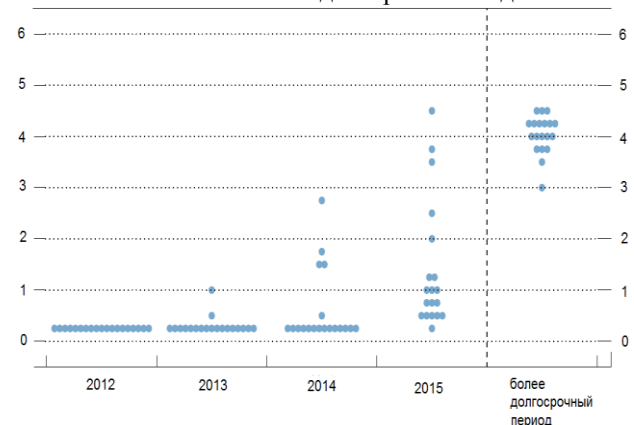
ФРС США продолжает стимулирующий курс денежно-кредитной политики в рамках усилий по снижению повышенного уровня безработицы. По итогам заседания Комитета по операциям на открытом рынке (FOMC) 11-12 декабря был объявлен новый раунд выкупа казначейских облигаций на 45 млрд. долл. США в месяц, начиная с 2013 года. Объем выкупа казначейских облигаций соответствуют объему завершившейся в 2012 году операции «Твист». При этом был подтвержден курс на продолжение реализации третьего раунда количественного смягчения, в рамках которого ФРС производит выкуп ипотечных бумаг в сумме 40 млрд. долл. США в месяц<sup>3</sup>. Таким образом, ФРС США ежемесячно будет выкупать активы в общей сложности на 85 млрд. долл. США. Неожиданностью для участников рынка стало скорое решение ФРС США привязать уровень ставок к макроэкономическим индикаторам. Базовая ставка будет сохраняться в диапазоне от 0 до 0,25% до тех пор, пока безработица не опустится ниже 6,5%, а инфляция не превысит 2,5% в ближайшие один-два года при таргетируемых на долгосрочную перспективу 2%. Прогнозы ФРС США по уровню безработицы представлены на рис.10, ожидания участников FOMC относительно учетной ставки – на рис.11. Действия ФРС США призваны оказать понижающее давление на долгосрочные процентные ставки, поддержать ипотечный рынок, способствовать росту экономики и восстановить уровень занятости населения.

**Рисунок 10. Прогнозы ФРС США по уровню безработицы (%)**



Источник: ФРС США

**Рисунок 11. Ожидания участников FOMC относительно учетной ставки (на конец года, %) по состоянию на декабрь 2012 года**

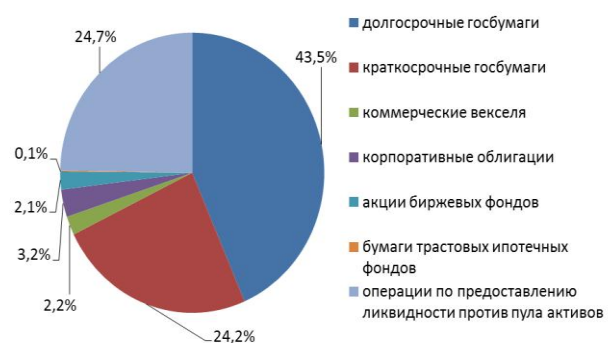


Источник: ФРС США

### Эффективность политики выкупа активов в Японии

Банк Японии в декабре на фоне стимулирующих мер, реализуемых ФРС США, в четвертый раз за год увеличил программу выкупа активов. Программа была увеличена на 10 трлн. йен до 101 трлн. йен и будет реализовываться до конца 2013 года (рис.12). Благодаря такой политике Банку Японии удалось добиться снижения курса йены: за IV квартал валюта ослабла на 9,5%. Нельзя, однако, исключать, что эффект будет все же краткосрочным. В зависимости от того, как будет складываться ситуация с долларовой ликвидностью, регулятор в январе 2013 года примет решение о продлении срока действия соглашения о долларовых свопах с ФРС США. Аналогичные соглашения были в декабре продлены на год ЦБ Канады, Англии и Швейцарии и ЕЦБ до 1 февраля 2014 года.

**Рисунок 12. Итоговое распределение объема выкупа активов Банком Японии**



*За счет дополнительных 10 трлн. йен планируется выкупить краткосрочные и долгосрочные гособлигации в равном объеме.*

Источник: Банк Японии

<sup>3</sup> Третий раунд количественного смягчения (quantitative easing, ОЕЗ) был одобрен в сентябре 2012 года.

## Риски потоков капитала

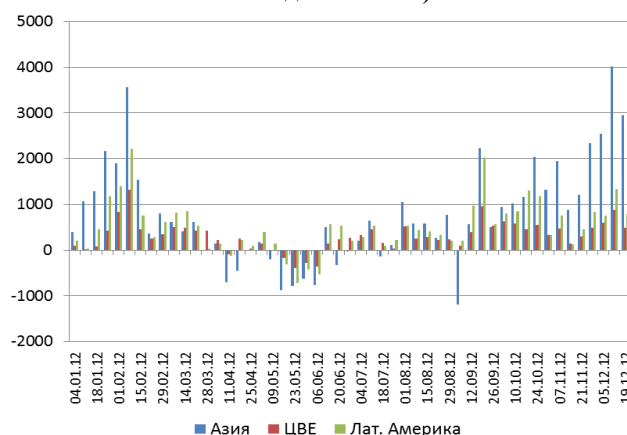
### Риски валютных дисбалансов в 2013 году на фоне роста притока капитала в развивающиеся страны

На фоне мер европейских регуляторов, предпринятых в рамках урегулирования долговых проблем в еврозоне, а также активных действий ФРС США по стимулированию экономического роста аппетит к риску среди инвесторов начал возрастать. Показатели чистых вложений в фонды ценных бумаг развивающихся стран в конце 2012 года превысили аналогичные показатели, достигнутые в начале года: 31,8 млрд. долл. США в IV квартале против 29,8 млрд. долл. США в I квартале (рис.13). В декабре наибольший приток вложений пришелся на азиатские акции и облигации – 9,5 млрд. долл. США. Рост вложений в активы развивающихся стран должен позитивно отразиться на их экономике, хотя условия, формирующиеся при проведении мягкой денежно-кредитной политики развитыми странами (прежде всего, США), создают предпосылки для обострения проблемы валютных дисбалансов в краткосрочной перспективе. Ряд крупнейших экономик (Китай и Южная Корея) переживают укрепление национальных валют: за второе полугодие 2012 года произошел рост их курсов на 1,8% и 6,4% соответственно (рис.14). Вероятно, эти страны будут стремиться к ослаблению давления на валюты, как например, Япония. Благодаря методичному увеличению программы выкупа активов (четыре раза в 2012 году) Банку Японии все же удалось добиться снижения курса йены к доллару США (на 12% в 2012 году).

### Риски ослабления экономик Индии и Индонезии

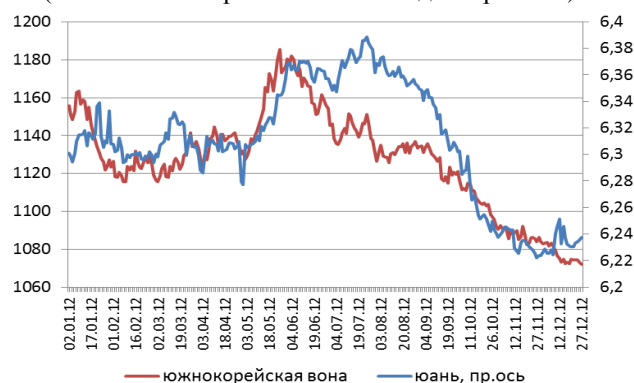
Несмотря на общую тенденцию укрепления национальных валют, характерную для развивающихся стран, проблема валютных дисбалансов в ряде стран (Индии и Индонезии) вместе с обострением долгового кризиса в еврозоне во второй половине 2011 года приобрела иной характер. Национальные валюты этих стран начали ослабляться (рис.15): с августа 2011 года к концу 2012 года их падение составило 24% и 14,4% соответственно. Обвал национальных валют происходит по причине общего ослабления экономики и отсутствия возможностей ее стимулирования из-за высокого уровня инфляции. В 2013 году можно ожидать еще более существенного осложнения экономической ситуации в этих странах.

**Рисунок 13. Динамика вложений в фонды развивающихся стран (еженедельные значения, млн. долл. США)**



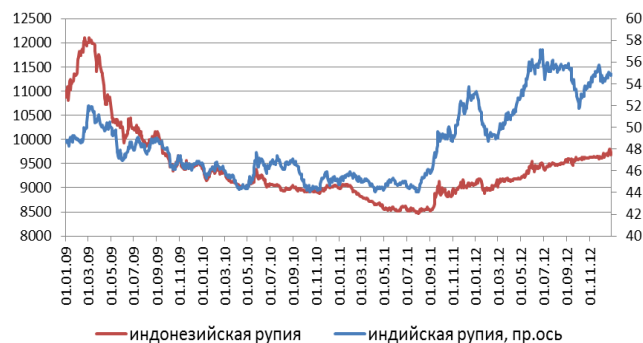
Источник: EPFR

**Рисунок 14. Динамика курсов валют Китая и Южной Кореи относительно доллара США (юаней/южнокорейских вон за 1 доллар США)**



Источник: Bloomberg

**Рисунок 15. Динамика курсов валют Индии и Индонезии относительно доллара США (индийских/индонезийских рупий за 1 доллар США)**



Источник: Bloomberg

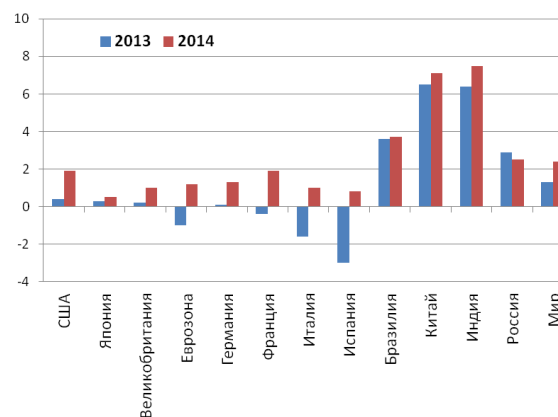


## Риски России

### Оценка влияния «бюджетного обрыва» в США на экономический рост в России

Угроза реализации «бюджетного обрыва» в США актуальна, пока продолжаются переговоры по его разрешению еще в течение двух месяцев. Принятый Сенатом США закон несколько сглаживает его возможный негативный эффект, однако риски дестабилизации мировой экономики остаются значительными. Рейтинговое агентство Fitch в декабре опубликовало доклад о влиянии суверенных рисков на перспективы развития мировой экономики в 2013 году<sup>4</sup>. По оценкам агентства, реализация «бюджетного обрыва» может привести к снижению годовых темпов роста ВВП США до 0,4%, ВВП еврозоны сократится на 1,3%, заметно снизятся темпы экономического роста развивающихся стран (рис.16). В России ожидается снижение показателя в 2013 и 2014 годах до 2,9% и 2,5% соответственно (базовый сценарий предусматривает рост ВВП на 3,5% в 2013 году и на 4% в 2014 году).<sup>5</sup>

Рисунок 16. Оценка темпов роста мирового ВВП и ВВП различных стран в случае реализации негативного сценария «бюджетного обрыва» (%)

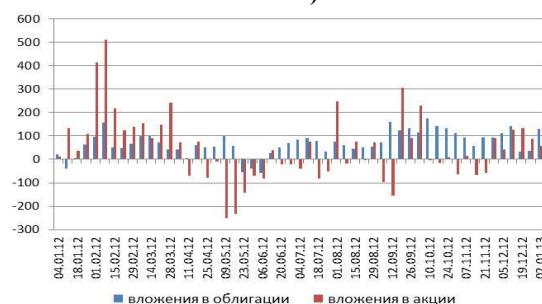


Источник: Fitch

### Риски оттока капитала

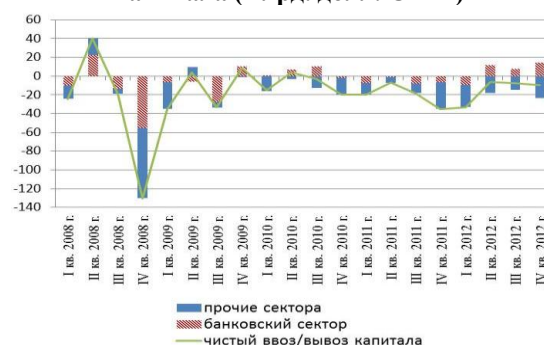
Несмотря на нерешенность проблемы «бюджетного обрыва» в США, склонность инвесторов к риску усиливается на фоне прилагаемых европейскими регуляторами усилий по предотвращению долгового кризиса в еврозоне. В этих условиях в конце 2012 года вложения в российские фонды ценных бумаг сохранялись на достаточно высоком уровне: в IV квартале чистый приток капитала в облигации составил 1,35 млрд. долл. США, а в акции – 0,36 млрд. долл. США (рис.17). В целом для частного сектора России после кризиса 2008 года характерен устойчивый отток капитала, хотя данная проблема постепенно становится менее существенной. По данным Банка России, в 2012 году чистый отток частного капитала из страны составил 56,8 млрд. долл. США (в 2008 году показатель достиг 134 млрд. долл. США). При этом в банковском секторе во II-IV кварталах 2012 года наблюдался приток капитала (рис.18), что является позитивным явлением и свидетельствует о росте доверия иностранных инвесторов к российскому банковскому сектору.

Рисунок 17. Динамика вложений в фонды ценных бумаг России (еженедельные значения, млн. долл. США)



Источник: EPFR

Рисунок 18. Чистый приток/отток частного капитала (млрд. долл. США)



Источник: Банк России

<sup>4</sup> 2013 Outlook: Global Sovereign Review, 19 December 2012.

<sup>5</sup> В III квартале 2012 года годовые темпы роста российского ВВП, по оценкам Росстат, составили 2,9%.