

## Мировая финансовая система - 2013

Финансовая динамика 2013 г. будет определяться тремя сценариями с вероятностью первого, по экспертной оценке, – 0,6 против второго - 0,3 и третьего – 0,1.

**Первый сценарий** - «холодное» (с низкими темпами и отступлениями, но с постепенно выявляющимся ускорением, с выходом из предкризисного состояния 2011 г.) восстановление экономики индустриальных стран, «съедающее» финансовые риски и проблемные активы, выявленные в 2010 – 2012 гг. Снижение темпов роста развивающихся стран, постепенное втягивание их в процессы ребалансирования мировой экономики (в т.ч. за счет ревальвации их валют по отношению к доллару США). Основным мотивом года станет выздоровление глобальных финансов, их оживление после ледникового периода 2008 – 2012 гг. Растущий спрос поддержит мировые цены на сырье (даже на фоне укрепления доллара), а центростремительная тенденция стягивания капиталов в США сменится центробежной, поворотом капиталов в сторону развивающихся рынков.

Этот прогноз подкреплен практикой 2012 г. В частности, во втором полугодии 2012 г. была усилена денежная накачка развитых экономик (стимулирование роста, покрытие эмиссией «плохих долгов»). Сильнее стали финансовые механизмы стабилизации в еврозоне. Продолжился выкуп долгов Греции и других проблемных суверенных долгов, номинированных в евро. Больным экономикам прописывают меньше «урезаний» бюджетных расходов, способных убить экономический рост (как это произошло в Греции), но - больше приватизации, дерегулирования бизнеса. В фокусе политических обсуждений - смягчение налогов с целью стимулирования роста (США).

**Второй сценарий** – «ни войны, ни мира», период нулевого роста развитых экономик, с зонами депрессии, при замороженной динамике финансов, балансирующих на грани реализации системных рисков. Замедленное, с отступлениями, с высокой, время от времени волатильностью восстановление

кредита, капитализации рынков акций, сектора финансовых инноваций, регулярных потоков портфельных инвестиций.

**Третий сценарий** – уход ЕС в длительную депрессию, продолжение по инерции ухудшения мировой экономической конъюнктуры, которое шло по нарастающей в 2011 – 2012 гг. Новые финансовые шоки, вызванные ситуацией вокруг суверенных долгов ЕС. Возникновение цепной реакции системного риска, приводящей к второй волне мирового кризиса (в связи с дефолтом одной из стран с высоким уровнем суверенного долга, банкротством системообразующего финансового института или финансовым кризисом в одной из развивающихся стран). Дальнейшее усиление разбалансированности глобальных финансов.

**2012 год прошел под знаком второго сценария, не дал окончательного выбора в пользу первого или третьего сценариев.** Ни один из этих сценариев окончательно не подтвержден, хотя, по меньшей мере, в трех временных точках 2012 г. существовал реальный риск «сваливания» в масштабный финансовый кризис.

По-прежнему глобальные финансы находятся «на развилке» - либо умирение рисков и рост, либо усиление разбалансированности по нарастающей. Тенденция на ближайшие годы не определилась.

Поэтому многие процессы и динамики, которые должны были проявиться в 2012 г., приобрели отложенный характер и могут найти более полное завершение в 2013 г.

Детальная характеристика **краткосрочной динамики и процессов в глобальных финансах**, которые будут происходить в зависимости от того, какой из сценариев начнет реализовываться, дана в прогнозе на 2012 г.<sup>1</sup>

В этом же прогнозе содержится анализ долгосрочных тенденций в глобальных финансах, скрыто, из года в год влияющих на внутригодовую динамику.

### **Ключевые зоны неопределенности и «центральные темы» 2013 г.**

---

<sup>1</sup> Россия и мир: 2012. – М.: ИМЭМО, 2011, С. 21 -27

В мировых финансах царит неопределенность. Многие их зоны – непрозрачны либо информация о том, что происходит в них, поступает с запаздыванием.

Поэтому нет уверенности в том, что в 2013 г. не повторится история банка «Леман Бразерс» в сентябре 2008 г. Его банкротство стало спусковым механизмом цепной реакции рисков, приведшей к мировому кризису. Сейчас многие глобальные банки из Топ-30 находятся под регулятивным давлением, окружены судебными исками.

Нет уверенности в том, что не обнаружится каких-либо концентраций проблемных долгов на рынке внебиржевых деривативов или межбанковских кредитов, хотя эти рынки – холодные, с трудом оживают после стрессов 2008 – 2012 гг.

Впереди колебания валют, высокая волатильность на развивающихся рынках, локальные пузыри и провалы на рынках акций отдельных стран.

Вместе с тем ключевыми зонами неопределенности, концентрирующими риски, и «центральными темами» в глобальных финансах 2013 г. будут являться:

- суверенные долги;
- курс доллара США (проявится ли длинная тенденция к укреплению доллара США по отношению к мировым валютам);
- цены на нефть, металлы и акции (формируется ли «мыльный пузырь» на финансовом рынке США);
- «репрессированные» финансовые системы и риски ручного управления.

### **Риски суверенных долгов**

**Ключевой риск 2013 г. – суверенные долги (таблица 1).** По-прежнему из года в год нарастает долговое бремя, лежащее на развитых экономиках. «Большая семерка» (G-7) живет, по сути, в долг (кроме Германии), имея отрицательные торговые балансы, дефициты бюджетов, излишнее потребление домашних хозяйств за счет избыточных кредитов.

**Таблица 1. Динамика суверенного долга развитых стран (валовой долг)**

Группа стран / Страна	Суверенный долг / ВВП, %							
	1995	2007	2008	2009	2010	2011	2012 (прогноз)	2013 (прогноз)
Развитые экономики, в т.ч.	73	74	81	94	101	105	110	113
-«Большая семерка»	76	83	92	107	115	120	125	129
-США	71	67	76	90	99	103	107	112
-Европейский Союз	68	59	64	74	79	82	87	89
-Еврозона	72	66	70	80	85	88	94	95
-Германия	56	65	67	75	82	81	83	82
-Нидерланды	76	45	58	61	63	65	68	70
-Франция	55	64	68	79	82	86	90	92
-Испания	63	36	40	54	61	69	91	97
-Греция	99	107	113	129	145	165	171	182
-Ирландия	81	25	44	65	92	107	118	119
-Новые индустриальные азиатские экономики	н/д	37	38	43	43,0	45	44	42
Развивающиеся экономики, в т.ч.	н/д	35	33	36	40	36	34	33
-Китай	6	20	17	18	33	26	22	20
-Индия	70	76	74	74	68	67	68	67
СНГ	н/д	9	10	14	15	15	14	13
-Россия	н/д	9	8	11	12	12	11	10

Источник: IMF World Economic Outlook Database October 2012, General government gross debt, percent of GDP. Данные на конец периода, округлены до целых чисел

Пока тенденция – ухудшение ситуации (**таблица 1**). Беспрецедентны темпы роста задолженности правительств. В 2007 – 2012 гг. суверенные долги стран «большой семерки» увеличились примерно на 50%, еврозоны – на 45 – 60% и выше. В 2007 г. только три развитые экономики имели долг выше 90% ВВП, в 2012 г. – уже десять. Греция, Ирландия, Испания, Португалия, Кипр, Италия – все те же имена. «Бомбой замедленного действия» является долг США (**таблица 1**). «Безопасный» суверенный долг Японии (он финансируется за счет внутренних инвесторов) достиг выдающихся размеров в 230% ВВП.

Хотя суверенные долги развивающихся стран – «зона спокойствия», вместе с тем их стремительно набрали Румыния, Хорватия, Сербия, Черногория, Латвия, Литва. Всё это страны «мягкого подбрюшья» Европы. Пока они еще в зоне безопасности, но быстро могут пересечь красную черту. Всё это - в долговом пространстве Европы, но по более широкому периметру.

При такой концентрации проблемных долгов в Европе и США максимальные значения имеет риск человеческой ошибки. В 2011 – 2012 гг. мир был пять раз на пороге глобального финансового кризиса. Июль 2011 г. – если бы демократы и республиканцы не смогли договориться об увеличении потолка госдолга США. Ноябрь 2011 г. – если бы состоялся референдум в Греции с

однозначным «нет» «кабальным» условиям реструктуризации долга и финансовой помощи ЕС и МВФ. Июнь 2012 г. – если бы при повторных выборах в Греции победили силы, требовавшие тотального пересмотра кредитной сделки с ЕС и МВФ. Август 2012 г. – если бы Европейский центральный банк не объявил о готовности скупать гособлигации отягощенных долгами стран. Сентябрь 2012 г. – если бы конституционный суд Германии не подтвердил бы законность участия Германии в Европейском стабилизационном механизме.

Это значит, что и в 2013 г. при накопленной сверхконцентрации рисков, заключенной в суверенных долгах, будут неизбежно возникать ситуации, когда ошибки в политических решениях могут приводить к немедленному падению финансовых рынков и далее – к разворачиванию новой волны кризиса.

### Доллар США

Доллар США имеет свои собственные 15 – 17-летние циклы, начиная с 1970-х гг. (**график 1**). И, с точки зрения технического анализа, впереди его очередное длительное укрепление.



**График 1. Длинные циклы курса доллара США к корзине валют**

Это усиление доллара США может зримо проявиться в пределах 2013 г. Последствия – глубокие изменения мировых цен на товарные и финансовые активы, потоков капитала, структуры финансовых рынков.

Прогноз на 2013 г. – **двухсекторная модель поведения курса доллара США:** а) укрепление по отношению к евро и другим континентальным валютам, б) ослабление к иене, юаню и другим азиатским валютам. Как следствие, получение преимуществ (выгоднее экспорт, менее прибылен импорт) в отношениях с топ-партнерами США (Китай и Япония - 19 - 20 процентов внешнего товарооборота США).

### **Мировые цены на товарные и финансовые активы**

Высока вероятность того, что 2013 г. станет временем сверхвысокой волатильности и, возможно, падения мировых цен на нефть, металлы и акции.

С 2000 г. цена на нефть превращается в преимущественно финансовую переменную, такую же, как валютный курс, цены на металлы, золото, акции. Производство, спрос и запасы нефти, политические шоки, действия ОПЕК становятся для нее – в краткосрочном плане - факторами второго порядка. Цена на нефть формируется на биржах деривативов в Нью-Йорке, Чикаго и Лондоне, в тесной связи с курсом доллара США, как мировой резервной валюты (более 65 - 80% финансового оборота мира). Финансовые игроки (спекулянты + те, кто инвестирует в товарные индексы) занимают почти 60% позиций нефтяных деривативов на биржах.<sup>2</sup> С начала 2000-х гг. нефтяные деривативы стали признанным финансовым инструментом инвестиционных банков и фондов.

Аргументы в пользу того, что 2013 г. связан с потенциалом крупного падения **мировых цен на сырье и акции.**

**Во-первых,** число открытых позиций по нефтяным фьючерсам в ноябре 2012 г. выше тех «пиков», с которых в 2008 г. цены на нефть стремительно упали (в июне марка Brent стоила 114 долл./баррель, в декабре - 38 долл.).

---

<sup>2</sup> Testimony of Michael W. Masters, Managing Member / Portfolio Manager Masters Capital Management, LLC before the Commodities Futures Trading Commission, March 25, 2010, Appendix 3CFTC Commitments of Traders CIT Supplement, NYMEX, ICE

Еще в 2000 г. число открытых позиций по фьючерсам на нефть составляло только 0,5 млн.<sup>3</sup> Затем рынок нефтяных деривативов разогревался семь лет. Все это время цены на нефть росли на пару с числом открытых позиций.

В июле 2007 – мае 2008 гг. это число было в три раза больше, чем в 2000 г. (1,4 – 1,55 млн. позиций). Именно с этого уровня начался кризисный обвал цен на нефть. Летом 2008 г. число открытых позиций сократилось до минимума в 1,1 – 1,2 млн.

Затем вновь прыжок рынка, рост «открытого интереса» до 1,6 млн. позиций в 2011 г. Новые максимумы цен. Потом опять провал, прогнозы, что цены на нефть докатятся до кризисных уровней (июнь 2012 г.), и снова прыжок цен на нефть.

К ноябрю 2012 г. число открытых позиций вновь больше 1,6 млн. Рынок нефтяных деривативов растет, не «притормаживая». Впереди новые пики и новые падения вниз, глубина которых неизвестна.

**Во-вторых**, рынок акций США находится недалеко от своих максимумов в 2007 г., после которых начался обвал. На 8 октября 2007 г. значение промышленного индекса Доу-Джонс – 14093, на 1 октября 2012 г. - 13610. На этих высотах акции крайне чувствительны к понижениям.

Финансовый рынок США стягивает ликвидность, оставляя другие рынки холодными. Но это путь к мыльному пузырю. Аналог – рынок акций доткомов конца 1990-х гг., когда после кризиса на развивающихся рынках 1997 – 98 гг. и бегства с них капиталов деньги инвесторов сошлись в США. Результат - мыльный пузырь компаний «новой экономики», лопнувший в марте – апреле 2000 г.

**В-третьих**, в основе динамики цены на нефть, акции, металлы во многом лежит изменение курса доллара США. При усилении доллара США цены на финансовые активы, включая нефть, стремятся вниз, при укреплении – вверх.<sup>4</sup> Но доллар США, возможно, вступает в период длительного укрепления (см. выше).

Достаточно доллару из сегодняшнего коридора в 1,25 – 1,3 доллара за евро уйти в зону 1,1 – 1,15 за евро, как нефть может опуститься до 80 долларов за баррель или даже ниже. В марте 2012 г. цена нефти марки «Брент» достигла 125

---

<sup>3</sup> Нефть Light Sweet, биржа NYMEX – ключевой центр ценообразования, данные Bloomberg

<sup>4</sup> Подробно этот механизм разобран в статье автора «Анатомия цены на нефть» от 12 октября 2011 г. в общедоступной он-лайн версии журнала «Форбс»

долларов за баррель. К 21 июня 2012 г. рынки срезали ее на треть. Она стала меньше 90 долл. Доллар в это время укрепился с 1,34 до 1,25 долл. / евро.

**В-четвертых**, победа демократической партии на президентских выборах в США означает в будущем удвоенные попытки "наложить арест" на спекуляции на рынках товарных деривативов, гнавшие вверх мировые цены на нефть и металлы. Прогнозируется усиление финансового регулирования вместо дерегулирования в США, как ключевом центре глобальных финансов. В результате принятия закона Фрэнка-Додда у государства появились инструменты для того, чтобы «спускать» мыльные пузыри на рынках финансовых активов. Объявлена новая цель США - достижение энергетической независимости, рост внутреннего производства энергоресурсов. Как сказал президент Обама, «нельзя позволить спекулянтам, ради быстрой прибыли, манипулировать рынками путем покупки нефти и создания ощущения ее нехватки. Нельзя позволить, чтобы они заработали миллионы, а миллионы американских семей остались ни с чем» (17 апреля 2012 г.).

Восхождение к «мыльному пузырю» на финансовых рынках США, усиление доллара и ужесточение в США регулирования финансовых рынков, если они произойдут, неизбежно означают в будущем давление вниз на мировые цены на финансовые и товарные активы.

### **«Репрессированные» финансовые системы и риски ручного управления**

заработали