

## Главные риски 2013 года

Россия – сверхчувствительна к внешним шокам. На любой из них она отзывается нестабильностью, бегством людей и капитала. Есть десятки стран, в которых занесенные извне кризисы (падение спроса и цен на сырье, «финансовые инфекции») привели к деструкции общества.

Станет ли 2013 г. годом успокоения глобальной экономики и финансов, перехода к всеобщему росту, началом циклического подъема? Или же потрясения последних лет идут по нарастающей? И какое влияние это окажет на Россию?

**Главный риск 2013 г.** – дальнейшее ухудшение состояния международной экономики, вызванное посткризисными шоками 2011 – 2012 гг. Это ухудшение, если бы оно состоялось, неизбежно приведет к тому, что глобальные финансы вновь начнут «бить наотмашь», как это происходило в последние годы.

Страны синхронны в динамике производства (**таблица 1**). Взлет 2007 г. сменился скольжением вниз в 2008 г. и падением в 2009 г. Затем – отскок в 2010 г. и, казалось бы, быстрое восстановление.

Но с осени 2010 г. дела постепенно пошли всё хуже, в 2011 – 2012 гг. – всеобщее торможение, прежде всего в еврозоне. Интервенционизм государств в кризис 2008 – 2009 гг., стремление залить пожары в банках и крупных компаниях деньгами налогоплательщиков обернулись дефицитами бюджетов, стремительным ростом суверенных долгов и острой нехваткой денег, чтобы их погашать. Ограничился и стал дороже доступ правительств к международным рынкам для новых займов и обслуживания старых долгов. Попытка сэкономить деньги за счет сокращения бюджетов привела к сокращению рабочих мест и зарплат, к падению спроса и сжатию деловой активности.

Между тем у стран еврозоны нет прав на эмиссию евро (на печатный станок). Эти права есть у Европейского центрального банка. Поэтому страны евро не могли покрыть свои долги эмиссией, как это обычно делается, и обесценить их за счет девальвации своей валюты (обесценения госдолга). Финансовая помощь понадобилась уже не банкам и предприятиям, а целым государствам. Они оказались со связанными руками и с пустыми карманами.

Еврозона стала очагом депрессии и острой финансовой инфекции (**таблица 1**). Вначале стали показывать минусы в динамике ВВП страны Южной Европы (Греция, Кипр, Испания, Португалия). Затем в 2012 г. торможение роста перекинулось на Францию, Италию, Германию. В отрицательную зону ушла динамика производства в Нидерландах. Страны

Центральной и Восточной Европы, находящиеся в зоне влияния Германии, вошли в депрессию (Чехия, Венгрия, Словения, Хорватия, Сербия). Всё это на фоне замедления развивающихся экономик в 2011 – 2012 гг., прежде всего Китая, и слабого, «ползучего» восстановления деловой активности в США и Японии.

**Базовый сценарий 2013 г. – восстановление роста.** Таков прогноз МВФ (таблица 1). По оценке, вероятность его реализации – 70 – 80%. Этот прогноз подкреплен «политически». 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. Большим экономикам прописывают меньше «урезаний» бюджетных расходов, способных убить экономический рост (как это произошло в Греции), но - больше приватизации, дерегулирования бизнеса. В фокусе политических решений - смягчение налогов с целью стимулирования роста (США).

**Отрицательный сценарий 2013 г. (вероятность – 20 – 30%) – уход ЕС в длительную депрессию,** продолжение по инерции ухудшения мировой экономической конъюнктуры, которое шло по нарастающей в 2011 – 2012 гг. (таблица 1) Новые финансовые шоки, вызванные ситуацией вокруг суверенных долгов ЕС.

**Таблица 1. Риски динамики глобальной экономики**

Группа стран / Страна	Изменение ВВП в постоянных ценах, в % к прошлому году						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012 (прогноз)	2013 (прогноз)
Мир	5,4	2,8	-0,6	5,1	3,8	3,3	3,6
Развитые экономики, в т.ч.	2,8	0,1	-3,5	3,0	1,6	1,3	1,5
-«Большая семерка»	2,3	-0,4	-3,8	2,8	1,4	1,4	1,5
-США	1,9	-0,3	-3,1	2,4	1,8	2,2	2,1
-Европейский Союз	3,4	0,6	-4,2	2,1	1,6	-0,2	0,5
-Еврозона	3,0	0,4	-4,4	2,0	1,4	-0,4	0,2
-Германия	3,4	0,8	-5,1	4,0	3,1	0,9	0,9
-Нидерланды	3,9	1,8	-3,7	1,6	1,1	-0,5	0,4
-Франция	2,3	-0,1	-3,1	1,7	1,7	0,1	0,4
-Испания	3,5	0,9	-3,7	-0,3	0,4	-1,5	-1,3
-Греция	3,0	-0,2	-3,3	-3,5	-6,9	-6,0	-4,0
-Новые индустриальные азиатские экономики	5,9	1,8	-0,7	8,5	4,0	2,1	3,6
Развивающиеся экономики, в т.ч.	8,7	6,1	2,7	7,4	6,2	5,3	5,6
-Китай	14,2	9,6	9,2	10,4	9,2	7,8	8,2
-Индия	10,0	6,9	5,9	10,1	6,8	4,9	6,0
СНГ	9,0	5,4	-6,4	4,8	4,9	4,0	4,1
-Россия	8,5	5,2	-7,8	4,3	4,3	3,7	3,8

Источник: IMF World Economic Outlook Database October 2012, Gross Domestic Product, Constant Prices, Percent Change. Данные на конец периода

**Риски для России – очевидны (таблица 1).** Мы не изолированы от мировой экономической динамики. Растем вместе со всеми. И точно также падаем или замедляемся.

Особенно чувствительна российская экономика к тому, что происходит в ЕС. Доля ЕС в товарном экспорте из России – 53%, Германии и Нидерландов – 19%, а вместе с Восточной и Южной Европой – около 40%. Негативный сценарий для ЕС резко ухудшит динамику российской экономики, будет означать крупные потери для торгового баланса, бюджета и финансового сектора. В этом случае неизбежны понижательное давление на рубль, акции, рост процента, ускорение инфляции, бегство капитала, денежные шоки в результате «финансовых инфекций» из еврозоны.

**Второй по значимости риск 2013 г. – разбалансированность глобальных финансов, дальнейшее нарастание концентраций рисков, как это происходило в 2011 – 2012 гг.** Глобальные финансы могут демонстрировать резкие, неожиданные колебания, находясь на грани «фола», на грани новой волны кризиса.

Один из центров концентрации рисков – **суверенные долги (таблица 2).** 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 2. 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 2**). 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 2**). Якобы «безопасный» суверенный долг Японии (он финансируется за счет внутренних инвесторов) достиг космических 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 и греки, как один, сказали бы «нет» реструктуризации долга и финансовой помощи ЕС и МВФ, предложенной на «кабальных» условиях. Июнь 2012 г. – если бы при повторных выборах в Греции победили силы, требовавшие тотального пересмотра кредитной сделки с ЕС. 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 стабилизационном фонде, созданном ЕС.

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 – разворачиванию новой волны кризиса. Глобальные финансы 2013 г. – это попытка пробраться в спокойную бухту на судне, с трудом поддающемся управлению, в штормовую ночь по узкому фарватеру, усеянному подводными камнями и обломками ранее затонувших кораблей.

Тем не менее в 2009 – 2012 гг. это удалось. Плавание продолжается.

Это верно и в отношении российских финансов. Финансовые инфекции из-за рубежа замораживали их в 2012 г., чувствовался отлив денег за границу, временами наступала высокая турбулентность, росла стоимость денег, но в целом ситуация удерживалась. Акции стояли в коридоре на низких уровнях, даже в сравнении с отскоками цен, случившимися после кризиса осени 2008 г.

В следующем году, как и ранее, российская финансовая система будет вести себя, как производная, от глобальных финансов, от того, насколько удастся урегулировать встроенные в них риски. Любое падение на высоких

скоростях на рынках долгов еврозоны или же бюджетный кризис в США, если он вдруг случится, немедленно передадутся в Россию, создавая череду падений рубля и других финансовых активов, резко усиливая риски банков и других финансовых институтов, нарушая ликвидность рынков.

И, наоборот, если в 2013 г. западные экономики успешно пройдут минное поле госдолгов и дефицитов бюджета, то хотя бы один из склонов, по которому на российские финансы может сойти лавина, будет перекрыт.

Но и это не делает меньшим **еще один финансовый риск 2013 г. Это – риск падения мировых цен на сырье 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>1</sup> С начала 2000-х гг. нефтяные деривативы стали любимым финансовым инструментом инвестиционных банков и фондов.

Есть ли основания предполагать, что 2013 г. связан с риском крупного падения мировых цен на сырье и, заодно, на 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.).

Еще в 2000 г. число открытых позиций по фьючерсам на нефть составляло только 0,5 млн.<sup>2</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 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, страхи, что цены на нефть вот-вот докатятся до кризисных уровней (июнь 2012 г.), и снова «чудо» возвышения цен на нефть.

---

<sup>1</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

<sup>2</sup> Нефть Light Sweet, биржа NYMEX – ключевой центр ценообразования, данные Bloomberg

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.

Похоже, что финансовый рынок США стягивает ликвидность всего мира, оставляя другие рынки холодными. Но это ведет 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>3</sup> Но доллар США имеет свои собственные 15 – 17-летние циклы, начиная с 1970-х гг. (**график 1**). И, с точки зрения технического анализа, возможно, мы стоим перед очередным его длительным укреплением, а экономику России ждут новые испытания, новое падение мировых цен на нефть, газ, металлы.



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

<sup>3</sup> Подробно этот механизм разобран в статье автора «Анатомия цены на нефть» от 12 октября 2011 г. в общедоступной он-лайн-версии журнала «Форбс»

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 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 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 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.).

Как следствие, неизбежно давление вниз на мировые цены на топливо.

Падение цен на нефть и вслед за ней на газ и металлы явилось бы огромным испытанием для России и ее финансов (пример – осень 2008 г.). Нефтегазовые доходы устойчиво составляют 46 – 48% доходов федерального бюджета РФ. Доля нефти и газа в экспорте товаров и услуг составляла в 1994 г. 33%, в 2000 г. – 46%, в 2007 г. – 55%, в 2011 г. – 59% (ЦБР). С металлами, лесоматериалами и удобрениями – 68%. Машины и оборудование составляют всего лишь 3,7% экспорта (ФТС, ЦБР, 2011).

### **Является ли список главных рисков 2013 г. – исчерпывающим?**

Нет, конечно. 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, затоптанные, с трудом оживают после ужасов 2008 – 2012 гг.

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

**Вместе с тем, суждения о рисках и их величине вовсе не означают, что эти риски наступят.** Ожидания будущего кризиса могут быть столь же основательны, как прогнозы скорого конца света.

Глобальная экономика «беременна» ростом. **Высока вероятность реализации базового сценария 2013 г. – восстановление экономического роста** (см. выше). В этом случае финансовые риски будут «съедены», залиты новыми капиталами. 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 центристремительная тенденция стягивания капиталов в США сменится центробежной, поворотом капиталов в сторону развивающихся рынков.

Это благоприятный сценарий для России. Будет обеспечен позитивный фон для удержания нашей экономики на траектории устойчивого роста и финансовой стабильности. Финансовый сектор начнет постепенно выходить из «ледникового периода».

Разговоры о рисках и кризисе смолкнут, но сделать это навсегда не удастся. Риски глобальных финансов, в старых и новых обличьях, обязательно вернуться, чтобы проверить нас на прочность.