

## Мировая финансовая система - 2012

Финансовая динамика 2012 г. (третий год после кризиса 2007 – 2009 гг.) будет определяться двумя альтернативными сценариями с вероятностью первого, по экспертной оценке, – 0,7 против второго - 0,3.

**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 – 2011 гг. и притормаживающие выход на траекторию устойчивого роста. 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 и реализации системных рисков в финансах, находящихся в режиме форсажа, в перегретых азиатских экономиках).

Необходимое условие, при котором может реализоваться первый сценарий (с учетом реалий 2011 г.), - включение печатного станка («денежное облегчение») в еврозоне и Великобритании, продолжение выкупа долгов Греции и других проблемных суверенных долгов, номинированных в евро, при незначительном усилении инфляции и ослаблении евро (что подстегнет экономический рост в Европе).

В рамках данного сценария продолжатся медленные процессы изменения «финансовой картины» мира (деконцентрация, переход к мультиполярности), на фоне осторожного возобновления финансовой глобализации, роста финансовой глубины (financial depth) и секьюритизации национальных хозяйств, увеличения их капитализации, замедленного, постепенного ограничения разбалансированности и экстремальной волатильности глобальных финансов (при периодических вспышках

системных рисков на отдельных сегментах финансовых рынков и в отдельных странах).<sup>1</sup>

**Второй сценарий** – 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). Глобальные финансы разбалансированы, находятся в режиме ручного управления. Велики риски ошибок в управлении со стороны национальных и международных (зона евро) регуляторов.

Начнется сокращение глобальных финансовых активов (как это происходило в 2008 – 2009 гг.). Замораживание международных потоков капитала, произошедшее в 2010 – 2011 гг., перерастет в их сжатие, временную деглобализацию, приведет к усилению финансового протекционизма. Валютные войны из вялотекущих станут явными. Неизбежны крахи на финансовом рынке, падение экономической активности, бегство капиталов с развивающихся рынков, обесценение евро. Еще один "поток" проблем в этом случае - угроза платежным системам, появление "черных" дыр в активах крупнейших банков мира, утрата ими доходных активов, ликвидности, набеги клиентов, стремящихся изъять свои деньги, убытки, снижение капитализации. Будет нанесен огромный ущерб и Европейскому центральному банку. Все это потребует государственной помощи, нагрузки на бюджеты, поставит под удар недавно созданный Европейский фонд финансовой стабильности. От зоны евро начнут откалываться отдельные страны.

При любом сценарии в течение 2012 года – высокая волатильность курса доллара США, как мировой резервной валюты, вызывающая зеркальные колебания цен товарных и финансовых активов (в первом сценарии - в пределах 10 - 15% среднегодовых значений, во втором – в пределах 20 – 25%), фрагментарный рост ставок процента центральных банков (в перегретых экономиках), вероятная коррекция цен на золото, достигших вековых максимумов (при первом сценарии), массовая спекуляция и высокие спреды на рынке государственных долговых обязательств (с постепенным сглаживанием рынков при первом сценарии),

---

<sup>1</sup> Сценарии реализации внеэкономических системных рисков, приводящих к финансовым шокам (военные конфликты), не рассматриваются

продолжение повышательного давления на курсы азиатских валют (иена, юань и др.).

**Финансовая динамика при реализации альтернативных сценариев.** При первом сценарии – мировая повышательная тенденция на рынке финансовых активов, снижение средних доходностей. В ее рамках - 2 – 3 периода ралли на рынках акций, перемежаемых движениями в «коридорах», с 1 – 2 кратковременными рыночными шоками от внезапно проявленных системных рисков (страны с эксцессивным государственным долгом, перегревы на развивающихся рынках, непроявленные риски системообразующих институтов, всплески волатильности в товарных и валютных деривативах). Сохранение широких коридоров в движении мировых цен на нефть и металлы (до 25 - 30% среднегодовых значений). Постепенное очищение финансов от проблемных, токсичных и т.п. активов – наследства 2000-х гг.

Прогнозные ориентиры по акциям: развитые рынки – рост индексов на 5 – 20%, развивающиеся рынки – на 10 – 30%, с очагами интенсивного роста – падения по отдельным странам в диапазоне от – 10 до +40%. Возобновление осторожного роста долговой массы и рынка деривативов, «замороженных» в 2010 - 2011 гг., в т.ч их международной составляющей.

Во втором сценарии – высокая волатильность, 2 – 3 рыночных шока, глубокое падение стоимости финансовых активов (с периодическими «отскоками вверх»), экстремальный рост доходностей долговых обязательств и спредов по отношению к безрисковым активам, резкое сокращение ликвидности рынков. Кризисные явления, как в мировой экономике, так и в глобальных финансах, будут носить характер «вторичного удара», не достигая размеров кризисных сокращений 2008 г.

**Наложение долгосрочных трендов.** На кратковременные тенденции 2012 г. (склонность мировой экономики к возобновлению роста в сочетании с крупными рисками глобальных финансов, не полностью снятыми в 2007 – 2009 гг.) будут накладываться **долгосрочные тренды**, действующие **разнонаправлено**:

-длинные циклы финансовой динамики;

- продолжение «финансиализации»;
- усиление разбалансированности глобальных финансов;
- цикличность курса доллара США как резервной валюты;
- реструктурирование глобальных финансов.

**Длинные циклы.** **Первый сценарий 2012 г.** (втягивание в рост, в повышательную финансовую динамику) **поддерживается** предположительным **вступлением мировой экономики в новый кондратьевский цикл**, продолжающий 30-летние циклы XX века. 2010 – 2020-е – повышательная стадия, экспоненциальный разогрев финансовых рынков, с кризисным десятилетием в 2030-х гг. В эту динамику будет встроен цикл «усиление регулирования – либерализация», с возвращением к дерегулированию глобальных финансов в 2020-е гг.

**Продолжение «финансиализации», секьюритизации активов.**

Возобновилась докризисная модель быстрого роста «финансовой глубины», монетизации, секьюритизации мировой экономики темпами, которые в значительной мере опережают увеличение ее производственного основания. У этого процесса есть объективные причины (потребность во всё большем насыщении деньгами и финансовыми инструментами экономики как условие ее развития и перехода к большей зрелости, демонетизация золота в 1970-х гг., переход к Ямайской валютной системе, доминирование англо-саксонской модели финансов, финансовая глобализация, секьюритизация любых активов как тенденция, как способ создания их экономного рыночного оборота, развитие финансового инжиниринга в качестве основы покрытия рисков инноваций в «новой экономике»).

Цены на ключевых рынках сырья (нефть, металлы, зерно) с начала 2000-х гг. во многом превратились в финансовые переменные, формируются на рынках деривативов, при увеличении роли операций индексных инвесторов и финансовых спекулянтов. В значимой мере ослабло влияние фундаментальных факторов (спрос, производство, запасы, геополитика).

«Финансиализация», увеличивая способность глобальных финансов к инвестициям и к покрытию рисков, связанных с мировым циклическим ростом и инновациями, создает ежегодную основу для повышательной стоимости финансовых и товарных активов. Этот тренд - одна из основ **первого сценария 2012 г.**

Вместе с тем «финансиализация» делает саму финансовую систему во многом более неустойчивой, подверженной сверхконцентрациям собственных (финансовых) рисков, приводит к их превращению в растущие системные риски реальной экономики.

Ее следствие – усиление разбалансированности глобальных финансов, как долгосрочный тренд.

**Долгосрочный тренд усиления разбалансированности, амплитуды колебаний глобальных финансов** действует, начиная с 1970-х гг. (следствие демонетизации золота, полностью «бумажного мира» Ямайской валютной системы).

1910-е – 1940-е гг. – резкий рост волатильности мировых финансов (бумажноденежные военные финансы, «финансы индустриализации», проваленный золотослитковый стандарт).

Конец 1940-х - 1960-е гг. – «усмирение» волатильности (Бреттон-Вудская система, привязка к золоту, золотовалютный стандарт).

1970-е – 2000-е гг. – отрыв от золота, свободное движение валют относительно друг друга, полностью «бумажный мир», постепенное нарастание рисков, разбалансированности глобальных финансов. Экстремумы в ценах товарных и финансовых активов, в стоимости золота как особого товара, в доходности, в концентрации рисков, в масштабах колебаний всех финансовых переменных. Современные финансы как минное поле – с невыясненными до конца системными рисками, с неожиданными рыночными шоками.

2007 – 2008 гг. – кризис, 2009 г. – снятие шоков, урегулирование рисков, финансовое восстановление, 2010 – 2011 гг. – нарастание угрозы новой волны кризиса (зона евро, суверенные долги).

2012 – 2014 гг. - что дальше?

Глобальные финансы находятся в своеобразной «точке бифуркации». **Первый выбор** - гашение эксцессов волатильности, приведение глобальных финансов к более сбалансированному состоянию (реструктурирование глобальных финансов).

**Негативная альтернатива** - новые рыночные шоки. Вместо послекризисного восстановления глобальных финансов - новый мировой финансовый кризис в пределах 1 - 2 лет.

Соответственно, в 2012 – 2014 гг. мировая финансовая система должна пройти по «острию ножа».

С одной стороны, выход из рыночных шоков 2007 – 2011 гг. («exit strategies») требует увеличения ликвидности, «денежных облегчений», разогрева рынков, подающих инвестиции в экономику. Все эти меры создают условия для реализации **первого сценария** в 2012 г. (см. выше) – оживляют предпринимательскую активность, способствуют возобновлению устойчивого экономического роста, снимают риски рыночных шоков, перерастающих в системные риски и кризис, убирают с балансов проблемные активы.

С другой стороны, при той степени разбалансированности, в которой находятся глобальные финансы, рост ликвидности ведет к немедленному возобновлению докризисной модели финансов, ориентированной на краткосрочные прибыли, к новым спекулятивным перегревам, дисбалансам, концентрациям системных рисков, рыночным шокам.

Поэтому неизбежно параллельное усиление регулятивного пресса, увеличение финансовых резервов в борьбе с проциклическостью и избыточным леввериджем, бюджетное оздоровление, притормаживание роста ликвидности, увеличение процента, укрепление доллара США как мировой резервной валюты (следствие – давление вниз на мировые цены товарных и финансовых активов).

Как «денежные облегчения», так и «замораживание» глобальных финансов, будучи примененными вне меры, в эксцессивных формах, могут вызвать к жизни новые рыночные шоки (**«негативная альтернатива», второй сценарий 2012 года**).

**Цикличность курса доллара США как резервной валюты.** Динамика стоимости товарных и финансовых активов на мировых рынках в значимой степени формируется изменениями курса резервной валюты – доллара США. С начала 2000-х гг. прогноз стоимости нефти, металлов, акций, недвижимости во многом сводится к оценке будущей динамики курса доллара США. Ослабление курса доллара по отношению к корзине основных валют вызывает рост товарных активов (рынки компенсируют в цене падение курса доллара). И наоборот, укрепление доллара США в той мере, в какой является самостоятельным движением, а не отражением ухода инвесторов в безрисковые активы в моменты рыночных шоков, приводит к снижению мировых цен товарных и финансовых активов.

Курс доллара США показывает 15-20-летнюю цикличность (с начала 1970-х гг. по настоящее время – два цикла «укрепление – ослабление»). Последний понижительный склон – 2001 – 2008 гг. С конца 2008 г. по настоящее время доллар находится в коридоре при некотором укреплении (с разовыми крупными колебаниями в моменты рыночных шоков).

Ведущий прогноз (с точки зрения «технического анализа» временных рядов) – это укрепление доллара в среднесрочной перспективе. Как следствие, если это произойдет, - понижительное давление на цены товарных и финансовых активов.

Эта фундаментальная тенденция может стать заметной в 2012 г., оказывая глубокое воздействие на мировые цены на акции, нефть, металлы и т.п.

**Реструктурирование глобальных финансов.** Вероятность первого сценария 2012 г. повышается тем, что краткосрочные тренды накладываются на фундаментальный процесс реструктурирования глобальных финансов, направленный на их стабилизацию:

-переход к полицентричной международной валютной системе (с учетом возмущений, вносимых длинными циклами курсовой динамики доллара США, будущих коррекций конструкции евро (второй по значению резервной валюты), структурных изменений в мире азиатских валют);

-формирование мультиполярной мировой финансовой архитектуры (центры ликвидности, многоуровневые стабилизационные механизмы и финансовое регулирование);

-ребалансирование «двухполюсной модели» мировой экономики, преодоление дисбалансов в нормах накопления, в структуре спроса, урегулирование деформаций платежных балансов, диспаритетов валют, нормализация государственных финансов.

### **Переход к полицентричной международной валютной системе.**

Внутригодовая динамика глобальных финансов формируется не только краткосрочными факторами, но и долговременной тенденцией снижения доли доллара США как мировой резервной валюты.

2012 г. может отклониться от этой тенденции. Впереди – циклическое укрепление курса доллара, затем длинный спад, как это было в прошлом (15-20-летние циклы в 1970-х – первой декаде 2000-х гг., понижательный склон — 2001–2009 гг.). Перспективная ниша доллара в международном финансовом обороте – до 40 - 45% (сейчас – более 60%).

Укреплению доллара США в 2012 г. могут способствовать периодические всплески системных рисков (подобно «европейскому долговому кризису 2010 – 2011 гг.», с уходом в доллар как резервный актив) и интерес представительной группы стран к выходу из кризиса, к стимулированию роста и экспорта за счет снижения курсов своих валют (риски «валютной войны»).

При этом США приходится решать конфликтующие между собой задачи: сохранение позиций доллара США как мировой резервной валюты, как средства накопления, предупреждение нового перегрева мировых финансовых рынков (требует усиления доллара) и сокращение дефицита торгового баланса США, рост экспорта (требует его ослабления, по крайней мере, по отношению к азиатским валютам).

В этой связи в 2012 г. курс доллара США будет демонстрировать усиленную волатильность вокруг среднегодовых значений. Может начать складываться «двухсекторная модель» динамики курса доллара США (ослабление



к иене, к валютам развивающихся и «новых индустриальных» стран – экспортеров, и усиление к евро, фунту стерлингов и другим валютам развитых стран).

Наряду с долларом, де-факто резервной валютой стал евро. Доля евро в глобальных финансах выросла в 2000-х гг. до 25–30%. В будущем она стабилизируется в пределах 30 - 35%. В 2012 г. может произойти сокращение доли евро в связи с продолжением «европейского долгового кризиса» 2010 - 2011 гг. и необходимостью коррекции конструкции евро. Модель «дуумвирата» в управлении финансами в зоне евро (централизация эмиссии, децентрализация бюджетов при слабой фискальной дисциплине) создает возможность дефолтов отдельных стран по обязательствам, номинированным в евро, при невозможности покрыть их эмиссией и девальвацией национальной валюты. Кумулятивный эффект (риски дефолтов группы стран, если бы они реализовались) может создать угрозу самому существованию евро.

Еще одна тенденция, воздействующая на конъюнктуру 2012 г., - усиление азиатских валют, идущее по двум направлениям. Во-первых, укрепление по отношению к доллару США и, как следствие, ребалансирование экономик, выравнивание торговых балансов. Во-вторых, в течение 10–15 лет может появиться третья резервная валюта (коллективная валюта, основанная на резервном пуле азиатских стран, или юань (в меру динамики, рыночности и экспортной способности Китая), или иена, вернувшаяся к своей роли 1970-х гг.). Ее ниша в глобальных финансах – 10 – 15%.

**Формирование мультиполярной мировой финансовой архитектуры.** В перспективе **центростремительные тенденции** в мировых финансах (интеграция рынков, консолидация финансовых и инфраструктурных институтов, развитие глобальных инвесторов и эмитентов, сверхконцентрация капитала, финансовых активов и потоков в узкой группе стран, центральная роль англо-саксонской модели (Нью-Йорк + Лондон + оффшоры)) **будут сочетаться с центробежными тенденциями** (рост веса региональных финансовых центров (Азия, Латинская Америка), формирование мультиполярной, 3-уровневой архитектуры мировой финансовой системы с 4 – 5 региональными кластерами на промежуточном уровне (группами стран с относительно замкнутым экономическим и финансовым

оборотом), усиление роли моделей финансирования экономики, альтернативных англо-саксонской, основанных на концентрированной собственности и высокой роли государства (континентальная, «bank-based», исламские финансы и т.п.). Будет расширено наднациональное финансовое регулирование. Сформируется 3-уровневая системы стабилизации финансовых систем (МВФ – региональные стабилизационные фонды – центральные банки). Будут продолжены медленная деконцентрация финансовой власти и ее смещение от развитых к развивающимся рынкам при росте зрелости последних.

Эти фундаментальные процессы пробивают себе дорогу ежегодно. Происходящее каждый год увеличение доли развивающихся стран, прежде всего Китая, в мировой экономике не может не вызывать смещения финансовых потоков в эту группу стран.

В 2012 г., даже при сокращении разрыва в темпах роста между индустриальным и развивающимся мирами, если оно произойдет, будет сделан следующий шаг к увеличению веса развивающихся стран и их денежных центров в глобальных финансах.

**Ребалансирование «двухполюсной модели» мировой экономики.** На одном полюсе - США и большинство индустриальных стран (торговые дефициты, низкая норма накопления, потребление населения и государства в значимой степени в долг, как двигатель мировой экономики, центры эмиссии мировых валют, возврат экспортных доходов из развивающихся стран, обеспечивающий рост потребления). На другом полюсе – Китай и другие страны-экспортеры развивающегося мира (торговые профициты, высокая норма накопления, низкий уровень потребления, возврат экспортных доходов для покрытия долгов индустриальных стран).

Ребалансирование для индустриальных экономик - рост нормы накопления, снижение потребления и долгов домашних хозяйств, оздоровление государственных финансов, нормализация торговых балансов, некоторое ослабление доллара и евро по отношению к валютам стран - экспортеров. Для развивающихся экономик, ориентированных на экспорт, – рост внутреннего спроса и потребления, частичная переориентация реального сектора на покрытие

внутреннего спроса, снижение торговых профицитов, ослабление финансового протекционизма, сокращение международных резервов, ревальвация валюты.

Для глобальных финансов это означает (в той мере, в какой длительные тенденции будут превращаться в краткосрочные финансовые динамики) глубокое перераспределение финансовых потоков, в известной мере ослабление глобализации финансов, переход на более низкий уровень взаимозависимости финансовых систем индустриальных и развивающихся стран.

**Резюме прогноза.** Наиболее вероятным сценарием 2012 г. является преодоление рисков 2010 – 2011 гг., переход к умеренно позитивной динамике в мировой экономике и глобальных финансах (при торможении в перегретых экономиках развивающихся стран – экспортеров, находящихся в состоянии форсажа). Динамика глобальных финансов в 2012 г. будет определяться тенденцией к циклическому оживлению мировой экономики и «разогреву» финансов (в краткосрочном ритме «ралли» - «шок, коридор» - «ралли», при большой амплитуде колебаний и постепенном очищении финансовой сферы от проблемных, токсичных и т.п. активов, оздоровлении государственных финансов).

С высокой вероятностью глобальными финансами будет повторен ежегодный сценарий: рост – с начала года до апреля – мая, затем период волатильности и, возможно, рыночных шоков, с сентября – октября – подъем до конца года.

Вместе с тем сохраняется значимая, хотя и меньшая вероятность негативного сценария (ошибки ручного управления, дальнейшее разбалансирование глобальных финансов, реализация финансовых рисков, проявившихся в 2010 – 2011 гг., прежде всего на рынках суверенных долгов, запуск цепной реакции системного риска, переходящей в новый экономический кризис, хотя и меньшего масштаба, чем в 2008 – 2009 гг.).

На текущую ситуацию в 2012 г. будут влиять фундаментальные тенденции (длинные циклы, изменение модели мировой экономики, продолжение «финансиализации», рост с 1970-х гг. разбалансированности финансовых систем мира, циклическая динамика доллара США, реструктурирование глобальных финансов).

Их действие неоднозначно, наложение – конфликтно. Передача в 2012 г. финансовых рисков, проявившихся в 2010 – 2011 гг., придаст особое значение субъективным факторам (массовые ожидания, степень правильности и своевременности решений регуляторов, способность стран к совместным действиям).

Следствие – высокая волатильность, мозаичность и эклектичность мировой финансовой системы в 2012 г. При том, что базовым сценарием является умеренно позитивный, существует реальная возможность возникновения кризисных, шоковых, неожиданных ситуаций – от сверхбыстрого роста финансовых активов (по аналогии с 2009 г.) до глубокого падения их стоимости, с дальнейшим «раскачиванием лодки» глобальных финансов. Как и предыдущий год, 2012 г. может стать годом «замороженной динамики», дальнейшего сброса рисков, а не оживления, установления новых правил и точек отсчета в финансовых переменных. В этом случае, как и в 2010 – 2011 гг., реальностью станут сценарии, которые казались бы маловероятными во времена, когда движение финансовых систем в большей мере определяется их инерционностью, а точность прогноза – способностью к экстраполяции.