**Яков МИРКИН,**
доктор экономических наук,
профессор, заведующий
отделом международных рынков
капитала, ИМЭМО РАН

# Медицина катастроф

## СЦЕНАРИИ РАЗВИТИЯ МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ В 2014 ГОДУ

Каждый год мы пытаемся понять, что впереди, строим прогнозы, неизбежно ошибаемся, но все-таки чаще распознаем настрой, дух наступающего времени. Российская экономика и финансы на 70–80% зависят от внешних факторов. И поэтому бессмысленно заниматься внутренними расчетами, не пытаясь понять, что будет происходить в Нью-Йорке, Лондоне, в нервных узлах еврозоны или на просторах азиатских экономик. Заглядывая в будущее, можно ожидать, что финансовая конъюнктура 2014 года будет определяться тремя сценариями с вероятностью первого 70% против второго — 15% и третьего — 15%.

### СЦЕНАРИЙ № 1: «ЧУДЕСНОЕ ИСЦЕЛЕНИЕ»

Первый сценарий — более вероятный, чем в конце 2013 года, поворот мировой экономики к выздоровлению. «Холодное» (низкие темпы, волатильность, признаки ускорения) восстановление экономики развитых стран. Как следствие — сжатие посткризисного массива финансовых рисков и проблемных активов. Двухсекторная модель восстановления: более быстрое, волатильное, подкрепленное «денежными облегчениями» (США, Великобритания, Япония)[1] или замедленное в рамках ограничений, созданных более жесткой денежной политикой и репрессиями против госдолга (еврозона).

В рамках первого сценария будет наблюдаться восстановление темпов роста развивающихся стран вслед за тем, как будут набирать обороты индустриальные экономики, в меру усиления спроса и поддержки цен на сырье и продукты «мастерских мира».

Наряду с этим восстановление окажется неполным. Рост будет происходить с меньшей скоростью, чем раньше. Неизбежно замедление динамики тех развивающихся стран (Китая, России и других), которые втягиваются в ребалансирование мировой экономики (ревальвация валют к доллару, физическое вытеснение с рынков, переход мировых цен отдельных видов сырья на более низкие уровни, «реиндустриализация» развитых стран).

В 2014 году более явным станет процесс оздоровления мировых финансов. Снизится

[1] Ожидается, что прогнозируемое МВФ замедление роста Японии может не состояться.

волатильность. Все более заметным будет новый поворот к финансовой глобализации. Нью-Йорк, Чикаго, Лондон переполнятся деньгами, которые начнут «переливаться через край». Свободные капиталы начнут все больше наполнять еврозону и отправляться дальше на развивающиеся рынки.

Финансовые шоки, возникшие при выходе из режима «денежных облегчений», будут быстро и полностью амортизированы, не вызовут цепных реакций системного риска. Прилив инвестиций покроет все риски.

Разогрев экономик плюс «денежные облегчения» несколько повысят инфляцию. В индустриальных экономиках она может вырасти до 2–3% ежегодно.

В развитых странах рост доходной базы и сокращение потребности в деньгах для финансовых спасений, наряду с успехами консолидации бюджетов, приостановят рост госдолгов, имевший драматический характер в 2008–2012 годах.

## СЦЕНАРИЙ № 2: «МЕЖДУ НЕБОМ И ЗЕМЛЕЙ»

Сценарий № 2 — «коридор», период нулевого (или близкого к нулю) роста развитых экономик с зонами депрессии при замороженной динамике финансов, балансирующих на грани реализации системных рисков. Отдельные зоны финансового разогрева и спекулятивной активности, основанной на «денежных облегчениях» и сверхнизком (отрицательном) проценте. Замедленное, с отступлениями, с высокой (время от времени) волатильностью восстановление кредита, капитализации акций, сектора финансовых инноваций, регулярных потоков портфельных инвестиций. Более явные признаки валютных войн или, по меньшей мере, конфликтов. Оживление роста бюджетных дефицитов, государственных долгов.

## СЦЕНАРИЙ № 3: «НЕРВНЫЙ СРЫВ»

Сценарий № 3 предполагает возобновление ухудшения мировой конъюнктуры, подобно 2011-му — первой половине 2013 года. Срыв в связи с новыми финансовыми шоками (еврозона, публичные финансы США, кризисы на одном-двух развивающихся рынках, стрессы при выходе из «денежных облегчений», дефолт одного из глобальных банков). Цепная реакция системного риска, приводящая к новой волне кризиса.

2013 год прошел под знаком второго сценария, с постепенным усилением к концу года мотивов первого сценария. В двух точках 2013 года (март — Кипр, октябрь — США) существовал риск «сваливания» в новый кризис, в третий сценарий.

Как и в 2009–2013 годы, глобальные финансы находятся на перепутье: их ждет либо усмирение рисков и рост, либо усиление разбалансированности, «вторые» и «третьи» волны кризиса. Среднесрочная тенденция только определяется.

| Страна /регион | Изменение ВВП в постоянных ценах, % | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 2011 | 2012 | 2013 (прогноз) | 2014 (прогноз) |
| **Развитые экономики** | 1.7 | 1.5 | 1.2 | 2.0 |
| **Экономики «денежных облегчений» / более мягких бюджетных ограничений** | | | | |
| США | 1.8 | 2.8 | 1.6 | 2.6 |
| Великобритания | 1.1 | 0.2 | 1.4 | 1.9 |
| Япония | –0.6 | 2.0 | 2.0 | 1.2 |
| **Экономики «сдержанной денежной политики» / консолидации бюджетов** | | | | |
| Еврозона | 1.5 | –0.6 | –0.4 | 1.0 |
| Германия | 3.4 | 0.9 | 0.5 | 1.4 |
| Франция | 2.0 | 0.0 | 0.2 | 1.0 |
| Испания | 0.1 | –1.6 | –1.3 | 0.2 |
| Греция | –7.1 | –6.4 | –4.2 | 0.6 |
| **Экономики ребалансирования** | | | | |
| **Развивающиеся экономики** | 6.2 | 4.9 | 1.2 | 2.0 |
| Развивающиеся экономики Азии | 7.8 | 6.4 | 6.3 | 6.5 |
| Китай | 9.3 | 7.7 | 7.6 | 7.3 |
| Индия | 6.3 | 3.2 | 3.8 | 5.1 |
| Латинская Америка | 4.6 | 2.9 | 2.7 | 3.1 |
| СНГ | 4.8 | 3.4 | 2.1 | 3.4 |
| Россия | 4.3 | 3.4 | 1.5 | 3.0 |

Источник: IMF WEOD, October 2013

**Таблица 1**
Прогноз экономической динамики

## КЛЮЧЕВЫЕ РИСКИ 2014 ГОДА

**Риски человеческой ошибки.** Глобальные финансы настолько разбалансированы, что крайне высоки риски человеческой ошибки, когда неправильные решения (долги еврозоны, бюджетный кризис США) могли бы немедленно привести ко второму кризису. Пока ошибок удалось избежать, хотя именно в связи с этим риском в 2011–2013 годы мир был минимум восемь раз на пороге нового кризиса. Подобные ситуации неизбежны и в 2014 году.

**Риски суверенных долгов.** 36 юрисдикций имеют суверенные долги выше 70% ВВП, в том числе все без исключения страны G-7; 29 стран, включая G-7 (без Германии) — выше 80% ВВП. На среднесрочных горизонтах в полной мере сохраняются риски, связанные с этими долгами.

**Перегретость рынков англосаксонской модели.** Индикатор «Капитализация / ВВП» — высшая точка до кризиса по США 132.7%, на 14 ноября 2013 года — 126.3%, Великобритания — 156.2% и 156.3% соответственно. В континентальной Европе (Франция, Германия) — на 25–30% ниже предкризисных значений, в Японии — на 28%. Развивающиеся рынки — ниже на 30–40%.

«Англосаксонское ядро» глобальных финансов (примерно 40% финансовых

ГЛОБАЛЬНЫЕ ФИНАНСЫ НАСТОЛЬКО РАЗБАЛАНСИРОВАНЫ, ЧТО КРАЙНЕ ВЫСОКИ РИСКИ ЧЕЛОВЕЧЕСКОЙ ОШИБКИ, КОГДА НЕПРАВИЛЬНЫЕ РЕШЕНИЯ МОГЛИ БЫ НЕМЕДЛЕННО ПРИВЕСТИ КО ВТОРОМУ КРИЗИСУ

Источник: IMF WEOD, October 2013

| Страна / регион | Суверенный (валовой) долг / ВВП, % | | |
|---|---|---|---|
| | 2007 | 2013 (прогноз) | 2014 (прогноз) |
| **Развитые экономики** | 74 | 108 | 108 |
| Большая семерка | 82 | 122 | 122 |
| ЕС | 59 | 89 | 90 |
| Еврозона | 66 | 96 | 96 |
| **Развивающиеся экономики** | 35 | 35 | 34 |
| Развивающиеся экономики Азии | 35 | 32 | 30 |
| Латинская Америка | 47 | 50 | 51 |
| СНГ | 9 | 17 | 17 |
| Россия | 9 | 14 | 15 |

**Таблица 2**
Динамика суверенного долга

активов мира) кажется перегретым. С 2012 года разорвана обычная связь динамики цен акций и курса доллара США. Ситуация похожа на локальный мыльный пузырь. В 2014–2015 годы первые шаги по выходу из «денежных облегчений» могут вызвать обвалы на рынке акций США и финансовые «инфекции» в других странах.

**Регулятивный риск.** В 2009–2013 годы увеличились регулятивные издержки 10–15 глобальных банков. В США и еврозоне по ним расследуются десятки эпизодов (манипулирование, нарушение прав инвесторов, инсайдерство). Рекордные штрафы и возмещения стоят десятки миллиардов долларов, от 30% чистой прибыли и выше. В 2014 году есть значительные риски дефолта одного из глобальных банков под напором регуляторов, с цепной реакцией системного риска в дальнейшем (например, Lehman Brothers в 2008 году).

**Риск развивающихся рынков в 2014 году.**

**Китай** — кредитный пузырь. В 2012 году индикатор «Долги / ВВП» превысил в Китае 200%, «Корпоративный долг / ВВП» — 110% (Bloomberg);

**Аргентина** — юридические риски, суды в США по поводу суверенного долга (дефолт в 2002 году, реструктуризация с 2005 года). Истцы — держатели облигаций, не согласившиеся с реструктуризацией. На кону — десятки миллиардов долларов;

**Индия** — падение рупии весной–летом 2013 года, бегство капиталов, «черные дыры» в активах банков, осенью — успешная борьба с кризисом.

ЗОЛОТО ПРОДОЛЖИТ СНИЖЕНИЕ ЦЕН ВМЕСТЕ С ДРУГИМИ МЕТАЛЛАМИ, ОСОБЕННО ЕСЛИ НАЧНЕТ УКРЕПЛЯТЬСЯ ДОЛЛАР

**Таблица 3**
Норма накопления

Источник: IMF WEOD, October 2013

| Страна / регион | Инвестиции / ВВП, % | | |
|---|---|---|---|
| | 2007 | 2013 (прогноз) | 2014 (прогноз) |
| **Развитые экономики** | 22.6 | 19.7 | 20.1 |
| ЕС | 22.1 | 17.7 | 17.9 |
| Еврозона | 22.7 | 17.9 | 18.1 |
| **Развивающиеся экономики** | 29.5 | 32.8 | 33.1 |
| Развивающиеся экономики Азии | 37.4 | 43.5 | 43.5 |
| Латинская Америка | 22.5 | 22.1 | 22.2 |
| СНГ | 26.6 | 25.0 | 25.1 |
| Россия | 25.4 | 25.4 | 25.3 |

## ВАЖНЕЙШИЕ ТЕНДЕНЦИИ 2014 ГОДА

**Норма накопления.** Драматичен разрыв в нормах накопления между индустриальными и развивающимися странами (более чем в 1.5 раза), между индустриальным миром и развивающейся Азией (более чем в 2 раза). Разрыв устойчив, хотя, может быть, начнет ослабевать в 2014 году (втягивание глобальной экономики в «ребалансирование», возобновление роста, реиндустриализация развитых стран, притормаживание развивающихся, в том числе за счет ревальвации юаня).

**Мировая резервная валюта.** Динамика курса доллара США к основным валютам имеет 15–17-летние циклы, начиная с 1970-х годов. В 2000-х годах доллар находился в длинной тенденции ослабления, в 2008–2013 годы – в «коридоре». С точки зрения технического анализа нас ждет его очередное длительное укрепление.

Усиление доллара может проявиться в 2014 году. Последствия — глубокие изменения мировых цен на активы (падение), потоков капитала, структуры рынков.

Альтернатива — продолжение плавания доллара в «коридоре», как в 2009– 2013 годы, отсрочка тенденции к укреплению.

Прогноз на 2014 год — двухсекторная модель поведения курса доллара: а) укрепление либо «коридор» к евро и другим континентальным валютам, большинству валют развивающихся стран, б) ослабление к юаню. Получение преимуществ (выгоднее экспорт, менее прибылен импорт) в отношениях с топ-партнером США — Китаем, составляющим 14% внешнего товарооборота США. Скрытые валютные конфликты: доллар — евро, доллар — иена. Продолжение многолетнего ослабления к доллару большинства валют развивающихся стран.

**Золото** продолжит снижение цен вместе с другими металлами (особенно если начнет укрепляться доллар).

**Денежная политика.** Высока вероятность начала осторожного выхода ФРС из программы количественного смягчения при одновременном смягчении денежной политики ЕЦБ.

**Процент.** Высоки шансы на сокращение дифференциала процентных ставок в еврозоне (оздоровление проблемных экономик). И, наоборот, он может увеличиться по линиям «США — еврозона — Великобритания» (из-за расхождения денежных политик центробанков). Возможен конфликт процентных ставок центральных банков по линии «США — Япония» (в

Японии они ниже, одна из мер «денежного облегчения», побуждения к росту, противодействия усилению иены).

**Публичные финансы.** Базовая линия 2014 года — оздоровление (два шага вперед, один — назад) госфинансов в индустриальных странах, «притормаживание» роста бюджетных дефицитов и госдолга к размерам экономик. Все это результат экономического оживления и консолидации бюджетов. Риски бюджета в отдельных крупных странах (например, в России) повысятся (рост вложений в инфраструктуру, в убытки госсектора, на непроизводительные расходы при крайней неустойчивости доходов бюджета).

**Мировые цены.** В 2013 году проявилась тенденция снижения цен на металлы, обозначились признаки того, что могут стать ниже цены на нефть и другие энергоресурсы. Высока вероятность того, что в 2014 году этот вектор продолжится, несмотря на рост спроса, связанный с оживлением мировой экономики. Причины: диверсификация источников сырья, рост предложения, возможное укрепление доллара, превращение США в экспортера энергоресурсов, ужесточение регулирования рынков деривативов (США — Великобритания) — центров формирования мировых цен на сырье, снижение страновых рисков в зонах добычи.

## ИТОГОВЫЙ ВЕКТОР

Конечное направление, в котором будут двигаться глобальные финансы в 2014 году, будет складываться как равнодействующая трех сил:

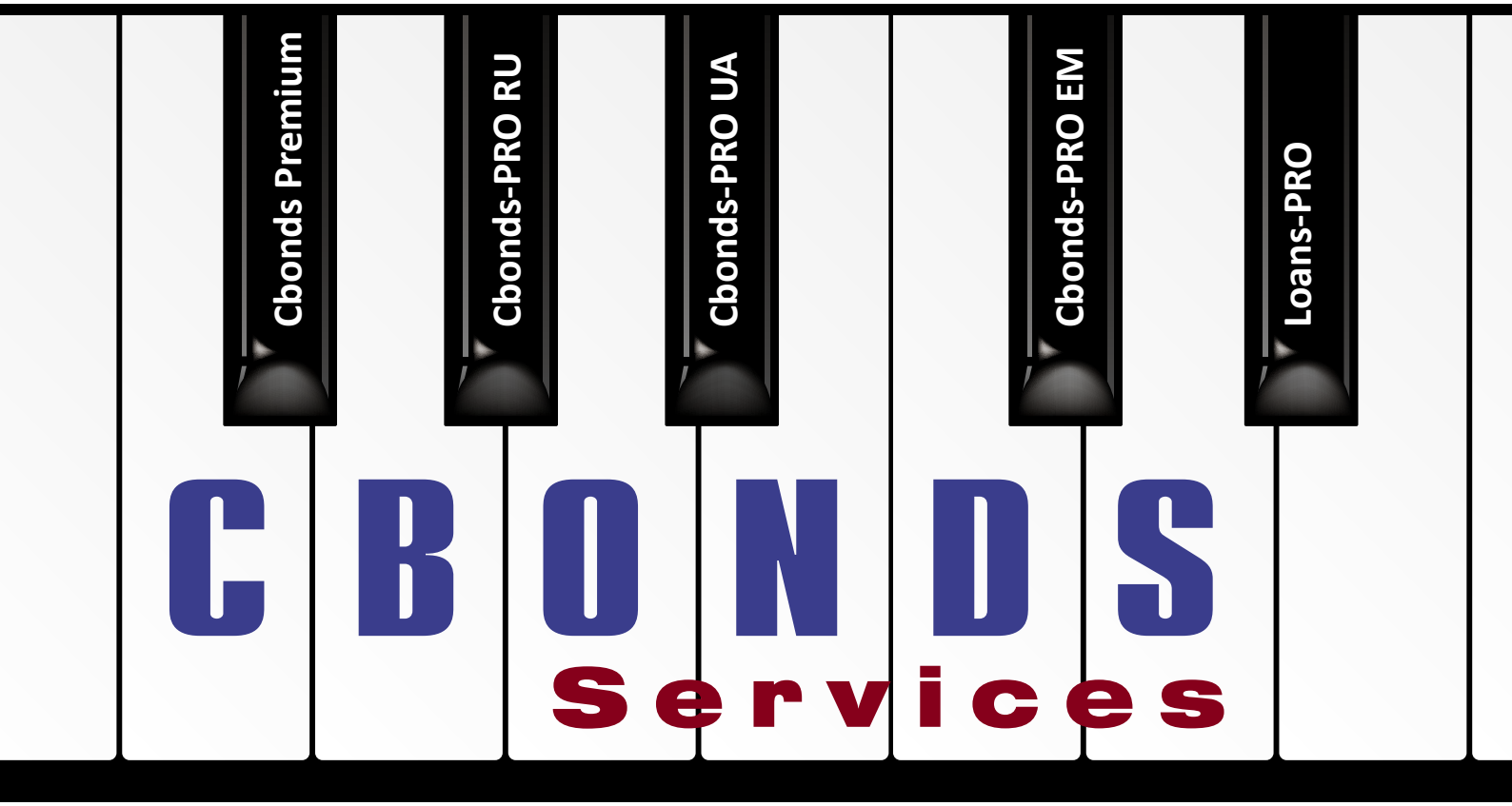
– выздоровление глобальной экономики, начало подъема в очередном длинном цикле;

– перегрев финансового рынка США, шоки при выходе из программы QE3, деформации глобальных финансов, встроенная в них высокая волатильность;

– усиление регулирования в финансовых системах.

В 2014 году у государств и центральных банков меньше пространства для маневра, меньше ресурсов. Последние 5 лет они работали в режиме «медицины катастроф». Лечили экстремальными средствами: печатным станком (эмиссия, программа количественного смягчения), сверхнизким процентом, национализацией банков и компаний, покрытием их убытков за счет бюджета. Взвинтили дефициты бюджетов и госдолги, затем стали бороться с ними, ограничивать госрасходы. Ужесточили регулирование, чтобы не допускать перегрева рынков, но создали новый мыльный пузырь в США. Собрали небольшие стабфонды, чтобы при шоках не зависеть только от кредитов МВФ.

Но хватит ли сил поддерживать больного, если наступит вторая вспышка болезни, когда уже испробованы все силы и средства и он давно уже находится на аппарате искусственного дыхания — QE3? Что произойдет, когда его начнут отключать от этого «аппарата» и он испытает новый шок? Выздоровеет ли мировая финансовая система? Этого никто не знает, хотя, возможно, часть ответов на эти вопросы будет получена в 2014 году.

на правах рекламы

В ГАРМОНИИ С ИНФОРМАЦИЕЙ

Оперативный доступ к необходимой информации по долговому рынку России, Украины, СНГ, Emerging Markets и Европы

Для оформления платного или пробного доступа к сервисам зайдите в раздел меню «Доступ к сайту» на Cbonds.info